

CADERNOS DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

NÚMERO 18 * AGOSTO DE 2004

ARTIGOS

* BREVE ANÁLISE DAS ORIENTAÇÕES INTERNACIONAIS
RELATIVAS À PROTECÇÃO DOS INVESTIDORES

* DESENVOLVIMENTO DO SISTEMA FINANCEIRO
E CRESCIMENTO ECONÓMICO

DOSSIER

O PROCESSO REGULATÓRIO EUROPEU

JURISPRUDÊNCIA ANOTADA

AS TAXAS E AS ENTIDADES ADMINISTRATIVAS INDEPENDENTES



CADERNOS DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

N.º 18

AGOSTO DE 2004



ÍNDICE

EDITORIAL	05
ARTIGOS:	
BREVE ANÁLISE DAS ORIENTAÇÕES INTERNACIONAIS RELATIVAS À PROTECÇÃO DOS INVESTIDORES <i>Catarina Trigacheiro</i>	07
DESENVOLVIMENTO DO SISTEMA FINANCEIRO E CRESCIMENTO ECONÓMICO <i>Inês Drummond e Álvaro Aguiar</i>	22
DOSSIER: O PROCESSO REGULATÓRIO EUROPEU	
NOTAS PESSOAIS SOBRE O PROCESSO <i>LAMFALUSSY</i> <i>José Brito Antunes</i>	48
A MANIPULAÇÃO DE MERCADO E O ABUSO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NA NOVA DIRECTIVA SOBRE ABUSO DE MERCADO <i>Helena Bolina</i>	62
O <i>ACTION PLAN</i> DA COMISSÃO EUROPEIA E O CONTEXTO DA <i>CORPORATE GOVERNANCE</i> NO INÍCIO DO SÉC. XXI <i>João Soares da Silva</i>	72
DA DSI À DIRECTIVA DOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS: PRINCIPAIS INOVAÇÕES <i>Rafaela Rocha</i>	81
AS IFRS: O IMPACTE E AS MUDANÇAS QUE AÍ VÊM <i>Nasser Sattar</i>	92
AS INICIATIVAS EUROPEIAS NO ÂMBITO DA ANÁLISE FINANCEIRA <i>Miguel Coelho</i>	99
JURISPRUDÊNCIA ANOTADA:	
AS TAXAS E AS ENTIDADES ADMINISTRATIVAS INDEPENDENTES <i>Clara Rainho</i>	107
RECENSÃO <i>Paula Lourenço</i>	119

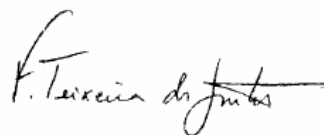
EDITORIAL

EDITORIAL

1. A actividade da CMVM em 2003 desenvolveu-se num quadro particularmente difícil para os mercados de valores mobiliários, aliás em consonância com a situação mais geral, a nível nacional e internacional. Esse quadro de fundo não impediu que se tivessem verificado importantes transformações, com particular destaque para a plena integração da negociação dos mercados a contado Euronext e o surgimento do novo mercado Pex, a criação das condições para a concretização de novos avanços ao nível do governo das sociedades abertas, o acentuar da vertente da distribuição de produtos dentro da estrutura organizativa dos intermediários financeiros, a entrada em vigor de novas regras sobre a informação financeira a prestar por essas sociedades e o controlo dessa informação e ainda a entrada em vigor de novas regras sobre a gestão de activos.

Durante 2004, a CMVM continuará a participar na intensa actividade legislativa em curso, designadamente no âmbito da transposição de várias directivas e das respectivas medidas de implementação. A revisão da DSI (nova Directiva dos Mercados e Instrumentos Financeiros), em particular, que enquadra a internalização de negócios nos intermediários financeiros e a actividade dos *Multilateral Trading Facilities*, terá implicações muito directas na estrutura organizativa da actividade de intermediação financeira e, conseqüentemente, na complexidade e no exercício da actividade de supervisão. Por outro lado e através de iniciativas autónomas, a CMVM irá procurar flexibilizar regimes e potenciar a competitividade num quadro regulatório moderno. Torna-se necessário manter a nossa regulamentação ajustada às práticas mais avançadas, sem prejuízo da preocupação em manter um adequado nível de concorrência entre as supervisões e em reforçar uma imagem pró-activa da actividade da CMVM em que a componente pedagógica deve ser reforçada. Ao desenvolver uma regulação ajustada e dinâmica, a CMVM acompanha e participa nas iniciativas em curso a nível internacional, designadamente a nível comunitário, tendo em vista a implementação de um espaço financeiro único, integrado e competitivo na Europa.

2. Com o presente número, os Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários entram numa nova fase. De facto, este é o primeiro número da revista com edição e divulgação exclusivamente electrónica e gratuita. O principal objectivo que se persegue com esta nova forma de divulgação dos Cadernos é o de a revista poder chegar ao maior número possível de destinatários, de modo célere e sem custos, contribuindo assim para a promoção do mercado de valores mobiliários junto dos agentes que nele intervêm. Esperamos que esta nova fase dos Cadernos constitua um marco importante na divulgação de temas sobre estas matérias.



Fernando Teixeira dos Santos

ARTIGOS

* BREVE ANÁLISE DAS ORIENTAÇÕES INTERNACIONAIS
RELATIVAS À PROTECÇÃO DOS INVESTIDORES

* DESENVOLVIMENTO DO SISTEMA FINANCEIRO
E CRESCIMENTO ECONÓMICO

BREVE ANÁLISE DAS ORIENTAÇÕES INTERNACIONAIS RELATIVAS À PROTECÇÃO DOS INVESTIDORES

CATARINA TRIGACHEIRO*

São muitos os contributos das organizações internacionais para a matéria em análise. De facto, a protecção dos investidores é um objectivo central de qualquer tentativa de regulação do mercado financeiro, já que é essencial ao eficiente funcionamento do mesmo. No presente estudo pretende-se analisar as Directivas comunitárias e as Recomendações acerca do referido tema emitidas após a entrada em vigor do Código dos Valores Mobiliários. A única excepção é a inclusão neste estudo da Recomendação da Comissão de 30 de Março de 1998 (portanto anterior ao Código dos Valores Mobiliários) relativa aos princípios aplicáveis aos organismos responsáveis pela resolução extrajudicial de litígios de consumo, cuja análise é justificada pela importância reconhecida a estes mecanismos de solução de litígios para a protecção do consumidor em geral (logo também para a protecção do investidor, que pode ser considerado um “consumidor de produtos financeiros”).

1- O artigo 30º do Código dos Valores Mobiliários¹ em confronto com o artigo 11º da Directiva 93/22/CEE² e a Recomendação do CESR acerca da aplicação do mesmo³. A proposta de uma nova Directiva sobre os serviços de investimento⁴.

O artigo 30º do nosso Código dos Valores Mobiliários procede à enumeração dos investidores que deverão ser considerados investidores institucionais, bem como daqueles que, embora não sejam considerados investidores institucionais, não beneficiam dos mecanismos de protecção adicionais previstos para os investidores não-institucionais.

Trata-se de uma diferenciação (entre investidores institucionais e não-institucionais) estatuída de forma imperativa, sendo um regime rígido, que não admite derrogações. Todos os restantes artigos do Capítulo V do Código de Valores Mobiliários estatuem medidas de protecção que apenas se aplicam no caso de os investidores envolvidos serem não institucionais.

Por seu lado, a Directiva 93/22/CEE sobre os serviços de investimento, no seu artigo 11º, estatui que a legislação dos Estados Membros que efectuar a transposição das suas normas deverá ter em consideração o grau de profissionalismo da pessoa a quem se dirigem os serviços prestados por dado intermediário financeiro, estabelecendo diferenças de regime de acordo com esta consideração. A nossa legislação resolve este problema através da distinção entre investidores institucionais e investidores não institucionais explanada no parágrafo anterior.

O CESR através de uma Recomendação datada de Março 2000, adopta uma posição não compatível com as referidas normas da legislação portuguesa. De facto, ao individualizar os investidores que devem ser considerados como profissionais, a prescrição da referida Recomendação não se diferencia muito do prescrito pelo artigo 30º do Código dos Valores Mobiliários. No entanto, no caso da Recomendação, estamos perante um regime flexível. Isto porque as entidades consideradas como investidores profissionais podem requerer ser tratadas como não profissionais. Prevê-se assim uma situação em que, por acordo escrito entre o intermediário financeiro e o investidor, nos casos em que este último considere não deter os conhecimentos e experiência suficientes à completa percepção

* - Técnica do Departamento de Supervisão de Organismos de Investimento Colectivo da CMVM

1- O Código dos Valores Mobiliários português foi aprovado pelo Decreto-Lei nº 486/99 de 13 de Novembro. O mesmo pode ser consultado no sítio da CMVM (www.cmvm.pt), seleccionando Legislação e Publicações, seguido de Legislação; Legislação Complementar e finalmente, Código dos Valores Mobiliários.

2- As Directiva comunitária mencionada pode ser consultada no seguinte endereço electrónico: www.europefesco.org, seleccionando “Directives, Laws and Regulations” e seguidamente “Directives” (o referido endereço remete para a versão em língua inglesa da Directiva).

3- A Recomendação do CESR aqui analisada pode ser consultada no seguinte endereço electrónico: www.europefesco.org (sítio apresentado apenas em língua inglesa), seleccionando a opção Expert Groups. No Capítulo dedicado ao “Expert Group on Standards for Investor Protection”, seleccionar “Implementation of Article 11 of the ISD: Categorization of investors for the purpose of Conduct of Business Rules”

4- A proposta para uma nova Directiva sobre os serviços de investimento pode ser encontrada (informação disponibilizada em língua inglesa, alemã ou francesa) no seguinte endereço electrónico: www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/isd/.

dos riscos envolvidos na operação de investimento, não sejam aplicadas a este contrato as regras que em princípio o deveriam reger, sendo este investidor tratado como se de um não – profissional se tratasse.

Do mesmo modo, também aos investidores (à partida) não profissionais pode ser aplicado o regime de menor protecção típico das relações estabelecidas com investidores profissionais. Assim, se aqueles cumprirem os requisitos e o procedimento enunciados na Recomendação, poderão ser tratados como investidores profissionais, não lhes sendo aplicado o regime de grande protecção a que à teriam direito. O procedimento acima referido varia conforme estejamos perante algum dos investidores enunciados no ponto II.1.a) ou perante outros investidores (ponto II.2.b)). *Neste último caso, para que possam ser tratados como investidores profissionais, o intermediário financeiro deve proceder à realização de um teste que permita aferir a experiência e os conhecimentos dos particulares* quanto aos mercados financeiros, permitindo assim atestar que os mesmos são suficientes para permitir que o particular tenha pleno conhecimento dos riscos envolvidos na operação financeira que se propõe e que o mesmo tome decisões de investimento conscientes. Além disso, sobre o intermediário financeiro recaí também a obrigação de informar por escrito o investidor de todos os direitos a que este último está a abdicar, devendo o investidor declarar a sua concordância, *por escrito e separadamente* do contrato. Quanto aos “grandes investidores” enumerados no Ponto II.1.a), deverão também ser informados por escrito das consequências de renúncia ao estatuto de “investidor não-profissional”, devendo do mesmo modo expressar a sua concordância com estas consequências por escrito.

1.1

Devido à rápida evolução e mutação registadas nos serviços de investimento, sentiu-se a necessidade de rever a Directiva 93/22/CEE. Apesar desta revisão ainda não ter sido publicada, quando a mesma entrar em vigor, a sua transposição implicará modificações na legislação portuguesa. Isto porque a mesma, no seu Anexo II, prescreve um regime em tudo semelhante ao que se retira da Recomendação acima analisada.

1.2

Mas estas não serão as únicas modificações, no que concerne à protecção dos investidores que o projecto de Directiva mencionado no parágrafo anterior introduzirá. De facto, um dos principais objectivos do referido projecto de Directiva é permitir a harmonização das exigências de que depende a autorização para o início de actividade dos intermediários financeiros, bem como das regras que devem guiar o exercício posterior da referida actividade, permitindo assim às sociedades de intermediação financeira operar em qualquer dos Estados Membros da U.E. Ora um dos factores que não tem permitido este mútuo reconhecimento é a fraca harmonização existente no momento presente no que diz respeito às regras para protecção dos investidores, facto este originado, nomeadamente pelo excessivo recurso da Directiva 93/22/CEE a cláusulas gerais.

Um dos objectivos que se pretende atingir com a fixação de um montante mínimo para o capital social das sociedades que exercem a actividade de intermediação financeira é a protecção dos investidores, já que estes estão sujeitos a perdas directas de activos quando contratam com as mesmas⁵. No entanto, excepcionam-se da aplicação das normas que fixam os referidos montantes mínimos as sociedades que exercem exclusivamente a actividade de consultadoria, já que aqui não ocorre o pressuposto que justifica este regime, pois os investidores não estão sujeitos a perdas directas quando com elas contratam. Para assegurar que as sociedades referidas em último lugar estão aptas a ressarcir os investidores em caso de responsabilidade civil, as suas actividades de consultadoria passarão a estar obrigatoriamente cobertas por um seguro de responsabilidade civil profissional.

O projecto de Directiva tem em especial consideração a problemática dos *conflitos de interesse*, que resolve no seu artigo 16º, já que as normas da Directiva presentemente em vigor são consideradas pela Comissão manifestamente insuficientes para responder aos problemas que a este nível se podem colocar. Cada vez mais as instituições financeiras levam a cabo um grande realizadas por conta de cada um deles. Devido à complexidade do problema, decidiu-se que as soluções para aspectos particulares do mesmo

5- Vide artigos 11º e 17º do projecto de Directiva.

deveriam ser encontradas através do recurso a comités especializados (nomeadamente através do CESR). Prescreve-se, no entanto em termos gerais um procedimento destinado a obviar os referidos conflitos de interesse.

1.3

Quanto às regras que devem guiar os intermediários financeiros no exercício da sua profissão, nomeadamente no que diz respeito às regras que se aplicam à sua relação com os investidores, a Directiva prescreve apenas “standards” gerais, expressos nos números 1 a 9 do seu artigo 18º, chamando mais uma vez os comités especializados a realizar a respectiva particularização. O CESR já procedeu à elaboração das referidas regras de conduta que serão analisadas *infra*. As mesmas terão, logicamente de ser revistas à luz desta nova Directiva. Esta estabelece a obrigatoriedade do critério “*know your client*” como parâmetro determinativo da informação a prestar ao investidor, podendo apenas o mesmo ser afastado quando as ordens incidirem sobre instrumentos financeiros não complexos e quando os serviços forem prestados por iniciativa do cliente.

Por seu lado, o artigo 19º da referida proposta de Directiva estabelece a obrigação de as sociedades de investimento executarem sempre as ordens dadas pelos seus clientes do modo a estes mais favorável, deixando-se a cada Estado Membro a liberdade de criação ou não da presunção (ilidível) de que a execução nas melhores condições é aquela que é realizada em mercado regulamentado. Permite-se que as empresas de investimento pré-definam regras de “best execution” que, se forem aceites por cada investidor individualmente, serão aplicadas na execução das suas ordens. No artigo 20º prevê-se o procedimento que deverá ser adoptado pelos intermediários financeiros para o processamento das ordens dos clientes. No que concerne as “relações com uma contraparte”⁶, as normas destinadas a proteger o investidor podem não se aplicar, desde que a referida “contraparte” concorde com esta não aplicação.

Finalmente procura-se ter em consideração os problemas colocados pelas novas realidades que vêm ocorrendo nos mercados financeiros. Por

exemplo, procura-se dar uma resposta eficaz aos receios de que a execução de ordens fora de bolsa possa comprometer uma formação eficiente dos preços. Tenta-se, em resumo, adoptar soluções apropriadas para cada um dos diferentes métodos de execução das transacções, tendo sempre em conta as características e os riscos envolvidos em cada um deles.

2- Projecto de Directiva sobre a transparência⁷

O projecto de diploma comunitário em causa pretende harmonizar os requisitos de transparência no que diz respeito à informação que deverá ser disponibilizada ao público pelos emitentes de activos financeiros admitidos à cotação num mercado regulamentado. Esta Directiva é emanada na perspectiva de um mercado de capitais integrado à escala europeia o seu artigo 3º visa facilitar esta integração). Isto conduzirá a que um investidor de qualquer Estado Membro possa investir em títulos disponibilizados por emitentes de qualquer outro país deste espaço sem grandes dificuldades. Uma tamanha liberdade tem de ter como consequência um aumento das medidas de protecção do investidor. Ora, ao dispor-se sobre os requisitos de transparência, tem-se logicamente como objectivo primordial a protecção dos investidores (e a eficiência do mercado).

Assim, os emitentes deverão depositar os documentos informativos exigidos pela Directiva junto da autoridade de supervisão do seu país de origem, sendo esta a autoridade responsável pela verificação do cumprimento das exigências comunitárias, nos termos do artigo 15º da Directiva em análise. Um dos problemas que poderiam ocorrer na transposição deste diploma seria a determinação do país de origem de cada emitente, já que as legislações dos vários países da União Europeia não se encontram harmonizadas no que diz respeito ao critério utilizado para definir a lei pessoal das pessoas colectivas. Para obviar a este resultado, o projecto de Directiva indica os critérios que, para efeitos deste diploma deverão ser utilizados para determinar o país de origem dos emitentes, procurando-se uma coordenação com o regime estabelecido a este respeito pelo projecto de Directiva

6- O sentido desta expressão será explanado *infra*.

7- O projecto de Directiva sobre a transparência pode ser consultado no seguinte endereço electrónico: www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/transparency/. Este projecto não está disponível em português, mas apenas em inglês, francês e alemão. O endereço citado remete para a versão inglesa (tal como o endereço indicado na nota 4).

sobre os prospectos.

Prevê-se, com os objectivos acima indicados, além da obrigatoriedade de emissão de relatórios financeiros anuais (artigo 4º), semestrais (artigo 5º) e trimestrais (artigo 6º - neste último caso, apenas esta obrigação apenas abrange os emitentes de acções), a obrigatoriedade de comunicação de participações qualificadas (bem como de comunicação da detenção de instrumentos financeiros que dêem o direito à subscrição ou aquisição de acções, nomeadamente de warrants). Uma das preocupações do projecto de Directiva, com bastante relevo na protecção dos investidores, é a regulação do regime linguístico em que deve ser divulgada a informação fornecida pelos emitentes, como se retira do seu artigo 16º.

3- Directiva 2002/65/CE de 23 de Setembro de 2002 relativa ao comércio à distância de serviços financeiros⁸

Como se pode ler no preâmbulo da Directiva, a mesma aplica-se a todas as situações que possam ser qualificadas como comercialização à distância de serviços financeiros. No entanto, existem outros documentos comunitários que regulam situações específicas de comércio à distância de serviços financeiros (como a Directiva 2003/31/CE), que continuarão a aplicar-se às situações específicas que regulam, com respeito dos princípios enunciados na Directiva aqui em análise.

3.1

Este diploma comunitário pretende, acima de tudo, proteger o investidor. Assim, logo no artigo 3º do mesmo, enumera-se a informação mínima que deve ser fornecida a estes últimos antes de se poderem considerar vinculados a qualquer contrato. Nomeadamente, o intermediário financeiro deve fornecer informações detalhadas sobre a sua identidade, as suas actividades, o serviço financeiro proposto, o risco envolvido nas operações financeiras, o preço a pagar pelo investidor, a existência ou não do direito de rescisão do contrato previsto no artigo 6º da Directiva, a duração mínima do contrato, os direitos das partes após o termino do mesmo, bem como especificações sobre o pro-

cedimento indemnizatório, no caso da ocorrência de factos justificativos de fazer incorrer uma das partes em responsabilidade contratual. Por ocasião do primeiro contacto com o cliente, este deve ser informado do fim comercial do referido contacto. Além disto, o referido diploma comunitário enuncia ainda alguns requisitos informativos adicionais, exigíveis no caso de comunicações telefónicas. Estas informações deverão ser fornecidas ao cliente em papel ou em qualquer outro “suporte duradouro” antes que o cliente se deva considerar vinculado pelo contrato, devendo as mesmas ser enviadas ao mesmo logo após a conclusão do referido contrato.

O artigo 6º da referida Directiva atribuí aos clientes deste género de serviços o direito de rescisão do contrato nos catorze dias que se sigam à celebração do mesmo, sem que incorram em qualquer género de responsabilidade ou tenham a obrigação de apresentar qualquer justificação (em alguns casos, este prazo deverá ser alargado para 30 dias). Nos seus números 2 e 3, estes artigos refere os casos em que não se aplica o direito aqui em análise e aqueles em que os Estados Membros o podem afastar. Dentro do prazo de rescisão o intermediário financeiro apenas poderá dar início à execução do contrato após o assentimento do investidor nesse sentido. Este último, se exercer o seu direito de rescisão, apenas deverá pagar os serviços efectivamente já prestados pelo intermediário. O montante correspondente a estes serviços, em caso algum, poderá ser proporcionalmente excessivo em relação aos referidos serviços, nem ser de um valor tal que possa ser considerado um ressarcimento ao intermediário financeiro pela rescisão do contrato.

3.2

Além disto, ainda se permite aos Estados Membros que prescrevam que os investidores, em caso de rescisão nos termos previstos acima, não sejam obrigados ao pagamento de qualquer quantia, não devendo portanto nem pagar os serviços já prestados. Em qualquer caso, o pagamento destes serviços só será exigível se o intermediário financeiro puder provar que informou o investidor das quantias a pagar, em conformidade com o artigo 3º.

8- A referida Directiva pode ser consultada no seguinte endereço electrónico: www.europa.eu.int/scadplus/leg/pt/lvb/l32035.htm.

Sem prejuízo das normas nacionais de cada Estado Membro no que concerne à renovação implícita dos contratos, os referidos Estados-Membros devem assegurar-se que, em caso algum, é fornecido um serviço que o investidor não solicitou, não podendo o silêncio ser interpretado como consentimento, nos termos do artigo 9º. São também discriminados os meios de comunicação à distância que só poderão ser utilizados após o expresse consentimento do investidor nesse sentido.

3.3

O artigo 12º desta Directiva, por sua vez, estatui expressamente a natureza não- disponível, isto é imperativa dos direitos pela mesma conferidos ao investidor, não podendo o mesmo a eles renunciar.

Finalmente, o referido diploma comunitário estatui a obrigação para os Estados-Membros de preverem processos judiciais adequados e céleres para a acção indemnizatória e de procedimentos extra-judiciais com o mesmo objectivo, dando a possibilidade aos Estados- Membros de estabelecerem que o ónus da prova deverá recair sobre o intermediário.

4- Directiva 2000/31/CE de 8 de Junho de 2000 sobre o comércio electrónico⁹

Esta directiva já foi objecto de uma lei da Assembleia da República que autoriza o governo a proceder à sua transposição (a Lei 7/2003).O decreto-lei que resultou do exercício desta autorização foi recentemente publicado¹⁰. A Lei 7/2003 autoriza o governo, nomeadamente a legislar sobre os seguintes aspectos:

- A articulação entre o direito à informação e a prestação de serviços de associação de conteúdos em rede;
- Procedimentos de solução extrajudicial de litígios;
- A atribuição de competência a entidades administrativas para a instrução de processos contra-ordenacionais e para a aplicação das coimas respectivas;

- A criação de mecanismos judiciais céleres para a solução dos litígios relativos à sociedade de informação que não puderem ser resolvidos através dos procedimentos extra-judiciais;

- A previsão de contra-ordenações e de sanções relativas à matéria aqui em causa.

Pode-se facilmente concluir como as soluções provenientes do exercício desta autorização legislativa poderão contribuir para a protecção do investidor. Por exemplo, o DL 7/2004 leva a cabo a adaptação das categorias neutras e generalistas utilizadas pela Directiva para os quadros vigentes na nossa ordem jurídica, o que muito contribui para a correcta compreensão do regime emanado pela primeira. Assim, nomeadamente o referido DL ao transpor um conceito pouco específico como “serviço da sociedade de informação” , concretiza-o, entendendo-o como “um serviço prestado à distância por via electrónica, no âmbito de uma actividade económica, na sequência de pedido individual do destinatário”, nos termos do seu artigo 3º/1. Uma outra questão relevante para os investidores que utilizam serviços electrónicos é a protecção da sua privacidade, sendo assim o referido diploma legislativo toma em consideração as disposições da Directiva 2002/58/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 12 de Julho de 2002, relativa ao *tratamento de dados pessoais* e à *protecção da privacidade* no sector das comunicações electrónicas.

4.1

Como se lê no preâmbulo da Directiva, “o desenvolvimento do comércio electrónico faculta importantes oportunidades de emprego na Comunidade (...) e irá estimular o crescimento económico e o investimento na inovação por parte das empresas europeias”. No entanto, o desenvolvimento do referido comércio electrónico torna necessário um elevado grau de harmonização das legislações europeias a este respeito, para se conseguir um eficaz funcionamento do mercado único. Assim, com a Directiva 2000/31/CE pretende-se garantir a segurança jurídica e a confiança do consumidor,

9- Esta Directiva pode ser encontrada no sítio da CMVM, no seguinte endereço: www.cmvm.pt/apoio_ao_investidor/mediacao/Directiva200031CE.pdf.

10- Referimo-nos ao Decreto-Lei nº7/2004, publicado no Diário da República a 7 de Janeiro de 2004.

criando um enquadramento legal destinado a assegurar a livre circulação dos serviços da sociedade de informação. Pretende-se estabelecer a *liberdade de estabelecimento e de exercício* da prestação de serviços da sociedade de informação na União Europeia, subordinando os prestadores de serviços às normas em vigor no Estado em que estão estabelecidos, como se retira do artigo 3º.

Com este objectivo, a Directiva começa por, no seu artigo 2º nos dar algumas definições essenciais para o correcto entendimento e transposição do seu regime por parte dos Estados Membros. Estatui-se que os “prestadores de serviços da sociedade de informação” não necessitam de autorização para o exercício da sua actividade¹¹, devendo, no entanto, facultar aos destinatários do seu serviço e às autoridades competentes um acesso fácil, directo e permanente às informações enunciadas no artigo 5º. O artigo 6º estatui regras relativas às comunicações comerciais, nomeadamente que as mesmas deverão ser claramente identificáveis como tal, bem como deverá ser claramente identificável a pessoa por conta de quem a comunicação comercial é efectuada. Porque estão aqui em causa *comunicações publicitárias*, o DL 7/2004 vem, mais uma vez, precisar os conceitos utilizados pelo legislador comunitário, empregando a expressão “comunicações publicitárias em rede”. Do mesmo modo, deverão ser claramente identificáveis as ofertas promocionais e os concursos ou jogos promocionais, quando autorizados pela autoridade competente do país onde o prestador de serviços esteja estabelecido.

4.2

Os artigos 7º e 8º da Directiva regulam os requisitos a que as comunicações comerciais não solicitadas devem obedecer, bem como as especificidades no que diz respeito às profissões regulamentadas, nomeadamente o dever de sujeição destes profissionais a regras de independência, dignidade e sigilo profissional. No que diz respeito aos contratos celebrados por meios electrónicos (o nosso Decreto Lei de transposição vem especificar que as disposições sobre contratação electrónica se aplicam independentemente do tipo de contrato, comercial ou não, em causa), a Directiva impõe que os

regimes legais dos Estados Membros permitam a celebração dos mesmos, não podendo os referidos regimes legais colocar obstáculos a esta celebração (apesar de o DL 7/2004 apresentar algumas excepções a este princípio, as mesmas são legítimas, isto porque são baseadas no artigo 9º/2 da Directiva). A Directiva regula também as informações que deverão obrigatoriamente ser prestadas aos consumidores, sendo considerado consumidor para este efeito todo aquele que se incluir na definição constante do artigo 2º da mesma. Os artigos 12º, 13º, 14º e 15º regulam a responsabilidade que impende sobre os prestadores intermediários de serviços, sendo de relevar a ausência de uma obrigação de vigilância por parte dos mesmos.

Por fim, pretende-se que os Estados Membros e a Comissão incentivem os prestadores dos serviços aqui em causa e os prestadores intermediários dos seus serviços à redacção de códigos de condutas, aos quais os mesmos se deverão considerar vinculados. Impõe-se também aos Estados Membros a consagração de procedimentos de solução extrajudicial de litígios (no caso português os mesmos deverão ser levados a cabo subsidiariamente ICP-ANACOM, quando lei especial não atribua competência a outra entidade), de sanções e contra-ordenações a ser aplicáveis aquando da violação dos deveres acima descritos, bem como de acções judiciais céleres.

5- Directiva 2001/107/CE e 2001/108/CE relativas aos organismos de investimento colectivo em valores mobiliários¹².

As referidas Directivas, recentemente transpostas pelo Decreto-Lei 252/2003, incluem no seu texto inúmeras normas destinadas à protecção dos investidores em unidades de participação de organismos de investimento colectivo em valores mobiliários.

Em primeiro lugar, estas Directivas pretendem flexibilizar a política de investimentos autorizada aos OICVMs, mas nunca esquecendo a adequada protecção dos investidores, já que se estatuem regras relativas à matéria da concentração de riscos no património dos OIC adequadas a esta mesma protecção.

11- Vide artigo 4º da Directiva em análise. Este é um princípio essencial para compreensão do regime emanado pela mesma.

12- As mesmas poderão ser encontradas no seguinte endereço electrónico: www.europa.eu.int/scadplus/leg/pt/lvb/l24036a.htm. O diploma legislativo que procedeu à sua transposição para o ordenamento jurídico português (tendo entrado em vigor recentemente, no dia 1 de Janeiro de 2004) pode ser consultado no sítio da CMVM, no seguinte endereço: www.cmvm.pt/legislacao_e_publicacoes/legislacao/legislacao_complementar/DL252-2003-

Mas a medida de maior relevância para a protecção dos investidores introduzida pelas presentes Directivas foi a criação da figura do *prospecto simplificado*. Apesar de o mesmo não ser uma novidade no mercado nacional, transforma-se agora no documento por excelência de comercialização das unidades de participação de OICVMs, mesmo a nível comunitário, sendo obrigatória a sua entrega antes do acto de subscrição. Devido ao facto de a grande maioria dos investidores que optam pelos fundos de investimento serem investidores não profissionais ou não-institucionais, torna-se muito importante a consagração a nível comunitário de um documento que, de forma clara e simples, explicita as principais características do OIC cujas unidades de participação dado investidor está a adquirir. Particularmente relevante para esta matéria é o Esquema C do Anexo I à Directiva 2001/107/CE, que inclui a enumeração da informação que deve ser vertida no *prospecto simplificado*. Apesar da entrega do *prospecto completo* não ser obrigatória, este documento continua a estar previsto, devendo sempre a sua existência ser mencionada no *prospecto simplificado*, tendo o primeiro de ser acessível ao investidor a qualquer momento. O referido *prospecto completo* deverá incluir o regulamento de gestão do OIC, bem como informação detalhada acerca das características do OIC respectivo e acerca dos direitos e deveres dos subscritores das suas unidades de participação.

A importância do prospecto simplificado como instrumento informativo e propiciador da transparência do mercado foi também abordada pela IOSCO num relatório intitulado “Investor Protection and Informed Decisions: Use of Simplified Prospectuses by Collective Investment Schemes, Report of the Technical Committee of IOSCO”, que poderá ser consultado no site da IOSCO (www.iosco.org), seleccionando “library” e de seguida “public documents”.

6- Directiva 2003/124/CE da Comissão¹³ que estabelece as modalidades de aplicação da Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito à definição e divulgação pública de informação privilegiada e à definição de manipulação de mercado.

Como se pode ler no preâmbulo da referida Directiva, os investidores tomam as suas decisões de investimento de acordo com a informação que é colocada à sua disposição “ex ante”. Assim, uma adequada protecção dos investidores implicará que lhes sejam divulgadas atempadamente as *informações privilegiadas* (deverá ser considerada informação privilegiada toda a informação com carácter preciso, que não tenha sido tornada pública e diga respeito, directa ou indirectamente, a um ou mais emittentes de instrumentos financeiros ou a um ou mais instrumentos financeiros), de modo adequado ao seu conhecimento e atempadamente em todos os Estados Membros em que determinado instrumento financeiro seja admitido à negociação ou seja objecto de um pedido de admissão à negociação. No caso em que um *interesse legítimo* dos emittentes permita o diferimento da divulgação das referidas informações, então as mesmas deverão ser mantidas confidenciais, com o objectivo de assegurar a protecção dos investidores. Nestes pressupostos, o artigo 2º da referida Directiva enuncia os prazos e os meios que devem presidir à mencionada divulgação de informações, referindo o seu artigo 3º aquilo que entende poder ser considerado um interesse legítimo do emittente justificativo da dilatação da divulgação das informações. O artigo 1º especifica aquilo que deve ser entendido por informação privilegiada, concretizando as definições apresentadas na Directiva 2003/6/CE.

7- Recomendação da Comissão de 30 de Março de 1998 relativa aos princípios aplicáveis aos organismos responsáveis pela resolução extrajudicial de litígios de consumo e a Comunicação da Comissão intitulada “A resolução extrajudicial dos conflitos de consumo”¹⁴.

Enquanto o legislador português utiliza o termo “investidor” quando se pretende referir a “consumidor de produtos financeiros”, na legislação comunitária o termo “consumidor” é utilizado com um sentido mais lato, pretendendo abranger um consumidor de qualquer tipo de produtos, o que inclui também o “investidor”¹⁵. No fundo, é considerado consumidor todo aquele que seja parte numa relação de clientela,

13- A referida Directiva poderá ser consultada no seguinte endereço electrónico: www.europa.eu.int/eur-lex/pt/archive/2003/l_33920031224pt.html . O sítio www.europa.eu.int/eur-lex/ permite o acesso ao Jornal Oficial da União Europeia.

14- Esta Recomendação pode ser consultada no seguinte endereço: www.europa.eu.int/comm/consumers/redress/out_of_court/adr/index_en.htm .

15- Este entendimento é controverso. No entanto, pensamos que é o mais adequado no contexto comunitário, já que no site da Comissão encontra-se incluído

que se pode caracterizar por certos requisitos, dos quais avulta o facto de uma das partes ser um profissional, agindo no âmbito dessa profissão (logo dispondo de um conhecimento e experiência qualificados acerca do objecto do negócio), enquanto a outra parte não goza desta característica.

Por outro lado, como se pode retirar de tudo quanto foi dito acima, um dos grandes objectivos da legislação comunitária a este respeito é facilitar a resolução de conflitos, tentando, tanto quanto for possível, que a mesma se consiga por mecanismos extrajudiciais, que são sempre mais céleres e menos dispendiosos que os processos judiciais.

7.1

Neste contexto, a Comissão emitiu uma Recomendação acerca dos princípios que deverão presidir a estes mecanismos de resolução extrajudicial de litígios, devendo os mesmos, nomeadamente guiar a conduta dos organismos responsáveis por dar execução aos mencionados mecanismos (no caso português, no que diz respeito aos consumidores de produtos financeiros ou investidores, o organismo responsável será a CMVM). O que se pretende, no fundo, é aumentar a confiança dos consumidores no funcionamento do mercado interno, que sairá bastante reforçada se forem reconhecidos aos organismos responsáveis pela resolução extrajudicial dos conflitos de consumos os atributos da *independência*, *imparcialidade* e ao procedimento em si os atributos da *eficácia*, *da publicidade* e *da transparência*. Assim, a Comissão recomenda que todos os organismos responsáveis pela resolução deste tipo de litígios deverão pautar a sua conduta pelos seguintes princípios:

- Independência, que se torna indispensável para garantir a imparcialidade da decisão do litígio;
- Transparência, que implicará não só a comunicação a quem o solicite das regras que presidem ao mecanismo de resolução de conflitos, do tipo de litígios que poderão ser resolvidos por seu intermédio e

dos eventuais custos do referido procedimento, mas também a publicação de um relatório anual relativo às decisões proferidas;

- Contraditório, indispensável para que ambas as partes possam dar a conhecer o seu ponto de vista sobre os factos, bem como para que as mesmas possam conhecer todas as posições e factos invocados;
- Eficácia, o que implicará o baixo custo ou a gratuidade do procedimento, a não obrigatoriedade de se fazer representar por um advogado, a celeridade da decisão, bem como o reconhecimento de um papel activo ao organismo decidente;
- Legalidade, o que não implica que tenha de ser este necessariamente o critério que guiará a decisão do litígio. Na verdade, podemos ter como base para a solução deste litígio o princípio da oportunidade, desde que a referida solução (e é este o sentido do princípio da legalidade aqui expresso) não prive o consumidor dos direitos a ele atribuídos por lei imperativa do país onde está estabelecido o organismo decidente. No caso de conflitos transfronteiriços, importa salvaguardar os direitos assegurados ao consumidor pela lei imperativa do país da sua residência habitual, em conformidade com o disposto na Convenção de Roma de 19 de Junho de 1980 relativa à lei aplicável às obrigações contratuais;
- Liberdade, o que implica que a obrigatoriedade da decisão estará dependente do acordo das partes;
- Representação, que quer significar a possibilidade reconhecida às partes de se fazer representar por um terceiro ao longo do processo.

15 (cont.)- no capítulo dedicado à política geral relativa aos consumidores um sub-capítulo dedicados aos serviços financeiros, o que legitima a nossa conclusão de que, no entendimento comunitário, os investidores são considerados consumidores. Por outro lado, a proposta da Comissão acerca de uma nova Directiva sobre o crédito ao consumo excepciona do seu âmbito de aplicação os contratos de crédito celebrados entre as empresas de investimento referidas no número 2 do artigo 1º da Directiva 93/22/CEE e um investidor. Ora se a Comissão sente necessidade de excepcionar estes contratos do âmbito de aplicação da sua proposta é porque considera-os crédito ao consumo e logo os investidores consumidores. Além disso, conclui-se que aos restantes contratos de crédito para o investimento será aplicada a futura Directiva, sendo assim os investidores considerados consumidores.

7.2

Por seu lado, a comunicação da Comissão relativa à resolução extrajudicial de conflitos de consumo acentua a necessidade da consagração deste género de procedimentos, nomeadamente devido à desproporção dos interesses económicos em jogo e ao custo da resolução judicial deste género de diferendos. Assim, a comunicação presentemente em análise inclui um formulário de reclamação destinado a facilitar a comunicação entre os consumidores e os profissionais e, em caso de não se conseguir uma solução amigável, facilitar o acesso aos procedimentos não judiciais. Por outro lado, a Recomendação analisada nos parágrafos anteriores é considerada parte integrante desta comunicação.

7.3

No entanto, esta Recomendação apresenta algumas limitações, principalmente devido ao facto de apenas se aplicar aos procedimentos que levam à resolução do diferendo através da intervenção de um terceiro imparcial que propõe ou impõe uma solução para o mesmo, não abrangendo aquelas situações em que o referido terceiro imparcial apenas procura aproximar as partes, para que sejam elas a encontrar uma solução de comum acordo. Este facto e a importância crescente que se reconhece aos mecanismos de solução extrajudicial de litígios, independentemente da sua forma de funcionamento. Assim, através de uma Recomendação e de uma Comunicação, ambas datadas de 4 de Abril de 2001¹⁶, a Comissão emanou os princípios que devem reger estes últimos procedimentos, que não se incluíam no âmbito de aplicação da Comunicação datada de 1998. Os referidos princípios são os seguintes:

- Imparcialidade (Secção II, A);
- Transparência (Secção II, B);
- Eficácia (Secção II, C);
- Equidade (Secção II, D).

Saliente-se que estes mecanismos não impedem o acesso ao tribunal, reconhecido como um Direito Fundamental do Homem e do Cidadão, pretendem apenas tentar que os referidos diferendos sejam resolvidos de forma mais célere,

com mais baixos custos, menos formalista, em poucas palavras, de forma mais vantajosa para os investidores.

7.4

Por outro lado, ainda dentro do mesmo âmbito, a Comissão propôs a criação de uma Rede Europeia Extrajudicial (EEJ-Net), que prestará serviços de informação e assistência através dos pontos de contacto nacionais criados em cada Estado-Membro (o documento de trabalho da Comissão em relação à criação da Rede Europeia Extrajudicial está disponível no seguinte endereço: www.europa.eu.int/comm/policy/developments/acce_just/acc_just06_pt.pdf . No domínio específico dos litígios relativos a serviços financeiros, foi criada a FIN-NET (rede de queixas no domínio dos serviços financeiros), que procede à articulação entre os vários mecanismos de resolução de conflitos nesta área previamente existentes ao nível dos Estados-Membros.

8- Recomendação do CESR de Abril de 2002 relativa à protecção do investidor não profissional (CESR/01-014d) e a Recomendação do mesmo comité de Julho de 2002 relativa à protecção do investidor profissional (CESR/02-098b)¹⁷

Como já foi referido acima, a legislação comunitária não distingue entre investidores institucionais e investidores não institucionais, seguindo, em vez deste o modelo da distinção entre investidores profissionais e não profissionais. Dando sequência a esta distinção, o CESR elaborou duas recomendações relativas às regras de conduta que deverão ser adoptadas pelos intermediários financeiros quando da contratação com investidores não profissionais e com investidores profissionais. Estas recomendações têm como base a distinção feita por altura da interpretação acima analisada do artigo 11º da Directiva 93/22. Como também foi mencionado acima, a referida Directiva encontra-se presentemente em processo de revisão, tendo sido a distinção entre investidores profissionais incluída no texto da proposta da futura Directiva. Sendo assim, serão também consagradas no mesmo as principais disposições das recomen-

16- Esta Recomendação pode ser encontrada no endereço electrónico mencionado na nota 15.

17- As referidas Recomendações poderão ser encontradas no seguinte endereço electrónico: www.europefesco.org , seleccionando "expert groups" e dentro do capítulo dedicado ao "expert group on standards for investor protection", seleccionar "a european regime of investor protection – The professional and counterparty regimes" e "A european regime of investor protection – the harmonization of conduct of business rules" (informação apenas disponibilizada em língua inglesa) .

dações agora em análise, que passarão portanto a ser dotadas de força imperativa.

8.1

Os principais objectivos da Recomendação de Abril de 2002 são assegurar a clareza e a correcção da informação prestada aos investidores, de forma a que estes possam tomar decisões de investimento de forma informada, possam reagir contra perdas actuais ou potenciais e reflectir acerca da coerência entre os seus objectivos e estratégias de investimento e a composição da sua carteira. Por outro lado, pretende-se assegurar que os dados fornecidos pelo cliente a dado intermediário financeiro *são suficientes para o conhecimento por parte deste último das características do investidor que possam ter relevância para a execução do contrato de prestação de serviços entre eles celebrado, permitindo-se assim assegurar a adequação das operações financeiras e dos conselhos prestados às referidas características*. É também necessário o conhecimento por parte do intermediário financeiro dos objectivos que dado cliente pretende alcançar com o investimento em instrumentos financeiros, de forma a que a informação prestada a este cliente seja adequada à tomada por este de decisões de investimento. Pretende-se também que um contrato escrito enumerando os deveres e direitos das partes seja celebrado entre elas antes da prestação de qualquer serviço por parte do intermediário financeiro. Pretende-se, por outro lado que os intermediários financeiros operem de forma eficiente, imparcial e no melhor interesse dos investidores ao executarem as suas ordens por estes transmitidas, obtendo o melhor resultado possível atendendo às características de determinado cliente e às condições do mercado financeiro em que se opere.

No que diz respeito à gestão de carteiras, o intermediário financeiro deverá assegurar-se que o cliente está ao corrente das características e natureza deste serviço. Além disto, o contrato de gestão de carteiras deverá conter todos os elementos necessários ao eficaz fornecimento deste serviço, nomeadamente instruções específicas por parte do cliente. *Este último deverá ser regularmente informado acerca das operações financeiras realizadas pelo intermediário financeiro em execução deste contrato*. Finalmente, a carteira de cada cliente deverá ser gerida de forma independente em relação a qual-

quer outra carteira gerida pelo mesmo intermediário e de acordo com os objectivos traçados pelo cliente.

Por outro lado, esta Recomendação inclui também disposições relativas aos conflitos de interesses, nomeadamente à forma como dado intermediário financeiro deve agir quando confrontado com uma situação que possa como tal ser qualificada. Por fim, pretende-se que os intermediários financeiros estabeleçam códigos de conduta que deverão ser respeitados por todos os seus trabalhadores.

Em resumo, os intermediários financeiros deverão, em todas as ocasiões, agir honestamente, de forma justa e profissional, de acordo com o melhor interesse dos seus clientes e com a defesa da integridade dos mercados. Para que o cumprimento destes objectivos seja possível, os intermediários financeiros deverão recorrer aos adequados meios materiais e humanos, devendo assegurar-se, por exemplo que os profissionais encarregues da execução de ordens por conta dos clientes estão autorizados para o exercício desta actividade.

8.2

No que concerne as comunicações não solicitadas com potenciais investidores, a presente Recomendação enumera regras estritas para a admissibilidade das mesmas. Com o mesmo objectivo de protecção dos investidores, são enunciados os requisitos informativos mínimos que deverão ser satisfeitos, nomeadamente no que diz respeito ao próprio intermediário financeiro, às comunicações com um objectivo de marketing, aos instrumentos financeiros e aos serviços de investimento. É também obrigatório dar-se a conhecer ao cliente o risco potencialmente envolvido na operação financeira proposta. Por outro lado, todo este elenco de informações deverá ser fornecida aos clientes em tempo útil.

A Recomendação estatui também um dever para os intermediários financeiros de conhecer o seu cliente, exigindo ao mesmo documentos identificativos, bem como provas da identidade de qualquer representante do referido cliente. Neste último caso, o intermediário financeiro deverá também exigir a prova dos poderes de representação, nomeadamente dever-lhe-á ser apresentada a relevante procuração. Tudo isto

deriva do dever que impende sobre os intermediários financeiros de zelarem pelos interesses dos seus clientes, devendo os primeiros tentar obter informações sobre os conhecimentos e experiência dos seus clientes no que diz respeito aos mercados de capitais, agindo na sua relação com os referidos clientes em conformidade os resultados de tal averiguação. Por outro lado, o intermediário financeiro deverá tentar assegurar-se que o cliente dispõe de fundos suficientes para levar a cabo a operação financeira que se propõe.

8.3

No que concerne a Recomendação emitida em Julho de 2002 relativa às regras de conduta a adoptar pelos intermediários financeiros aquando da contratação com investidores profissionais (a distinção entre investidores profissionais e não profissionais deve ser entendida nos termos analisados acima, quando nos referimos à Recomendação do CESR relativa à interpretação do artigo 11º da Directiva dos serviços de investimento) adopta um sistema não linear. Em primeiro lugar, descreve as regras que deverão ser aplicadas às relações com investidores profissionais em sentido estrito, ou seja àqueles investidores a que se refere a Recomendação acerca da interpretação do artigo 11º da Directiva sobre os serviços de investimento acima mencionada. Em segundo lugar, enuncia um regime, caracterizado pela consagração de um grau de protecção ainda menor, que poderá ser designado como o regime aplicável às “relações com uma contraparte”, significando que estamos aqui perante relações contratuais que se processam entre intermediários financeiros ou entre estes e outras entidades que, apesar de não se poderem considerar fornecedores de serviços financeiros, participam directamente no mercado de capitais por conta própria. Sendo assim não estamos aqui perante uma “relação de clientela”. Um exemplo de uma relação que pode ser abarcada pelo âmbito destas “relações com uma contraparte” será as transacções realizadas fora de mercado regulamentado entre instituições de crédito ou instituições financeiras autorizadas a exercer a actividade de corretagem. Pode-se concluir que a palavra “contraparte” é utilizada aqui num sentido estrito, querendo significar que as *partes estão em pé de igualdade, isto é têm igual grau de conhecimento e experiência* acerca do mercado de capitais e estão autorizadas a negociar nesse

mercado por conta própria e directamente, sem necessidade de recorrerem a um intermediário financeiro.

Apesar de a Recomendação enunciar claramente que os Estados Membros podem decidir se consideram conveniente ou não individualizar o regime descrito acima do regime que se aplica aos investidores profissionais, a futura Directiva sobre os Serviços de Investimento consagra, acrescentando apenas a necessidade de concordância da “contraparte” com o facto de, a uma ou várias transacções resultantes da execução de dado contrato, não serem aplicadas as normas protectoras que normalmente têm aplicação neste género de contratos.

8.4

Ambas as Recomendações (quer a relativa à protecção dos investidores profissionais, quer a relativa à protecção dos investidores não profissionais) adoptam idêntico esquema formal. Em primeiro lugar enunciam os “standards” que se aplicam a determinada matéria, seguidamente desenvolvem-nos através de regras (a primeira diferença é o facto de estas regras, no caso da Recomendação destinada à protecção dos investidores profissionais, serem de carácter geral e não detalhado). Assim, no fundo os “standards” são semelhantes em ambas as Recomendações, os objectivos a atingir também, só que se considera que o investidor profissional tem conhecimentos e experiência acerca do mercado financeiro suficientes para não necessitar de tão apertada protecção, numa palavra, parte-se do pressuposto que ele consegue defender os seus interesses. Deste modo, as regras são muito menos detalhadas, enunciando, por vezes apenas objectivos de carácter geral. Por exemplo, no caso da Recomendação relativa aos investidores profissionais a enumeração dos itens informativos obrigatoriamente fornecidos ao investidor é muito menos exaustiva, não existe uma secção específica sobre as comunicações com o investidor não solicitadas, quanto ao contrato apenas se especifica que o mesmo deverá adoptar a forma escrita, não incluindo esta Recomendação uma lista das matérias que devem constar do mesmo. No entanto, todas as regras incluídas na Recomendação de Abril de 2002 relativas à protecção da integridade do mercado, continuam a aplicar-se aqui.

Quanto às normas aplicáveis às “relações com uma contraparte”, as mesmas apenas incluem “standards” muito gerais, que, no fundo, se podem resumir ao dever de agir *lealmente*, com *profissionalismo*, rodeando-se dos meios materiais e humanos adequados ao desenvolvimento da actividade levada a cabo por dado operador financeiro, agindo sempre de acordo com os ditames da boa-fé. De uma leitura atenta dos “standards”, podemos concluir não serem eles muito diferentes daqueles que devem caracterizar o comportamento das partes quando celebram qualquer negócio jurídico, adaptados às especificidades da matéria em causa, adaptação esta que se manifesta, por exemplo na obrigação, aqui também existente de se manter uma gravação de todas as conversas telefónicas levadas a cabo no âmbito da execução do contrato.

8.5

Finalmente, a Recomendação datada de Julho de 2002 inclui, em anexo, uma categorização dos investidores em profissionais e não profissionais para os efeitos da aplicação das duas Recomendações aqui em análise. Esta categorização é em tudo idêntica à feita pela Recomendação do CESR acima analisada acerca da interpretação e aplicação do artigo 11º da Directiva sobre os serviços de investimento. Não estamos, portanto perante uma distinção de entes feita de forma estática já que, preenchidos os requisitos e seguido o procedimento enunciados no Anexo, aqueles que à partida veriam ser-lhes aplicado o regime dos investidores não profissionais podem ser tratados como investidores profissionais e vice-versa.

9- Relatório da IOSCO relativo ao papel da educação do investidor na supervisão efectiva dos Organismos de Investimento Colectivo e respectivas entidades gestoras¹⁸.

Apesar de não estarmos aqui perante normas vinculativas ou perante a tentativa de impor a todas as autoridades de supervisão a obrigação de instauração de um programa destinado a proceder à formação dos investidores, este relatório visa acentuar a importância da mesma. De facto, investidores bem informados acerca do mercado financeiro, podem zelar de forma consciente pelos seus interesses. A importância de tudo isto acentua-se no caso de investimento em

unidades de participação de organismos de investimento colectivo, já que muitos destes organismos de investimento destinam-se a investidores não institucionais, naturalmente menos providos de informação e mais necessitados de protecção. Não se pretende que os programas de educação dos investidores substituam a supervisão e a regulamentação da actividade dos OICs e das respectivas entidades gestoras, mas sim que funcionem como um complemento. Esta necessidade de fornecer formação aos investidores tornou-se ainda mais premente com a popularização da internet, que se tem revelado um veículo cada vez mais importante para a comercialização de unidades de participação de OICs.

Em primeiro lugar, estes programas de educação e formação dos investidores permitem o entendimento por parte dos mesmos do *papel e funções da entidade supervisora* dos mercados financeiros. Por outro lado, fornecem aos investidores os conhecimentos adequados para estes se poderem dar conta *do grau de risco associado ao OIC* cujas unidades de participação pretendem adquirir, permitindo também que os investidores se protejam contra fraudes e outros comportamentos abusivos por parte dos intermediários financeiros. Deste modo, permite-se a maximização dos recursos limitados de que dispõem as entidades supervisoras, aumentando, por outro lado, a confiança dos investidores na eficiência e transparência do mercado.

9.1

A IOSCO sugere alguns mecanismos através dos quais a formação dos investidores poderá ser realizada, nomeadamente:

- Publicações destinadas aos investidores incluindo material educativo. As referidas publicações poderão ser enviadas ao investidor a pedido deste, através de correio tradicional ou por correio electrónico;
- Instauração de uma linha verde e de sítios na internet através dos quais sejam divulgadas informações relevantes;

18- O referido Relatório poderá ser encontrado no sítio da internet da IOSCO em www.iosco.org, seleccionando “library”, seguidamente “IOSCO public documents” e neste capítulo, seleccionando o documento número 44, intitulado “Discussion Paper on the role of investor education in the effective regulation of CIS and CIS operators, Report of the Technical Committee”.

9.1

A IOSCO sugere alguns mecanismos através dos quais a formação dos investidores poderá ser realizada, nomeadamente:

- Publicações destinadas aos investidores incluindo material educativo. As referidas publicações poderão ser enviadas ao investidor a pedido deste, através de correio tradicional ou por correio electrónico;
- Instauração de uma linha verde e de sítios na internet através dos quais sejam divulgadas informações relevantes;
- Divulgação de alertas relativos a assuntos de particular relevância para o investidor;
- A entidade supervisora poderá conceber programas lectivos formativos, com o objectivo de desenvolver os conhecimentos relativos aos mercados financeiros de grupos específicos de pessoas, programas estes que serão seguidos, por exemplo, nos locais de trabalho, em grupos comunitários e nas escolas;
- A entidade supervisora poderá desenvolver sessões públicas de esclarecimento;
- Podem também ser fornecidas ferramentas específicas que ajudem os investidores a tomar as suas decisões de investimento. Por exemplo, algumas entidades supervisoras disponibilizam no seu site na internet mecanismos que possibilitam aos investidores o cálculo da taxa global de custos inerente à subscrição de unidades de participação de determinado OIC;
- As entidades de supervisão podem também exigir às entidades gestoras de OICs que utilizem nos prospectos linguagem simples, facil-

mente compreensível mesmo por quem não tem qualquer formação específica em matérias financeiras, o que permite que os investidores entendam melhor a natureza do investimento que se propõem realizar.

Sublinhe-se que, em caso algum deverá a entidade supervisora prestar consultadoria para investimento, não podendo em caso algum indicar de qual OIC específico deve o investidor comprar unidades de participação, devendo sempre manter-se independente e imparcial nas suas relações com os participantes dos mercados que supervisiona.

10- Relatório da IOSCO acerca da protecção dos investidores não institucionais que invistam em “hedge funds”¹⁹.

Um “hedge fund” pode ser definido como uma estrutura de investimento (constituída sob a forma contratual ou societária) que recorre aos mais variados instrumentos (nomeadamente ao investimento sem limitações em derivados) e técnicas de mercado com o objectivo de reduzir a volatilidade ou risco dos investimentos, procurando, ao mesmo tempo, os melhores rendimentos. Por serem muito pouco regulamentados, são maioritariamente destinados a investidores institucionais. Para este resultado, também contribui o facto de não serem comercializados junto do público e de, na grande maioria das vezes, exigirem como montante mínimo de investimento um valor relativamente alto. Por outro lado, por vezes, apesar de não se permitir o investimento directo destes investidores não-institucionais nos “hedge funds”, permite-se que estes invistam em “fundos de fundos” autorizados, por sua vez a investir em “hedge funds”.

10.1

O Relatório da IOSCO pretende salientar os principais problemas que adviriam da admissão da comercialização das unidades de participação deste género de fundos junto de investidores não institucionais. Em primeiro lugar, a própria definição precisa da figura em causa é extremamente difícil, o que só por si dificulta extremamente a elaboração de leis e

19- Este Relatório poderá ser consultado no endereço electrónico indicado na nota anterior, seleccionando o documento número 19, intitulado “Regulatory and Investor Protection issues arising from the participation by retail investors in (Funds of) Hedge Funds, Report of the Technical Committee of IOSCO”. Tanto este documento, como o indicado na nota anterior apenas estão disponíveis em língua inglesa.

regulamentos. A principal preocupação será assegurar que é fornecida suficiente informação ao público para que este possa tomar decisões conscientes de investimento, nomeadamente no que concerne ao risco inerente a este tipo de investimentos. De salientar que a prioridade parece ser a regulamentação dos fundos de “hedge funds”, já que estes são, sem dúvida o veículo privilegiado para o investimento, por parte de investidores não institucionais, neste género de fundos.

É discutível se será conveniente aplicar sem mais considerações o regime regulador dos OICs aos “hedge funds”. Nomeadamente, no que diz respeito à protecção dos investidores e, mais especificamente à divulgação de informação, podem-se observar algumas especificidades neste último tipo de fundos que requerem uma regulamentação própria, nomeadamente quanto às estratégias de investimento e mecanismos de divulgação do risco (já que as entidades gestoras de “hedge funds” utilizam muitas vezes estratégias que não são familiares aos investidores não-institucionais), comissões a pagar pelos participantes (já que as entidades gestoras deste género de fundos cobram, na maior parte das ocasiões uma comissão relacionada com os resultados do mesmo), técnicas de avaliação dos activos, entre outras. No caso específico dos fundos de “hedge funds”, outras questões devem ser levantadas, nomeadamente quanto ao facto de ser necessário divulgar ao público o nível de risco do “hedge fund” em que o fundo cujas unidades de participação são abertas à subscrição pública irá investir, quanto à necessidade de evitar o pagamento por parte do participante de “duplas comissões”, entre outras.

10.2

Atendendo a tudo isto, a IOSCO recomenda que se elabore, em primeiro lugar, uma definição de “hedge funds” unanimemente aceite. Sendo muito difícil alcançar uma definição positiva, recomenda-se que se tente definir esta figura pela negativa, recorrendo também a algumas características identificativas e estratégias de investimento típicas da figura em análise. No que mais especificamente concerne a protecção dos investidores, a IOSCO entende ser essencial que seja acessível aos investidores informação clara e precisa que seja adequada à compreensão por parte dos mesmos de todos os riscos

inerentes ao investimento. Por outro lado, o género de fundos aqui em análise exigem uma maior supervisão no que diz respeito à sua gestão, nomeadamente quanto aos requisitos de profissionalismo e experiência exigidos aos responsáveis pelas decisões de investimento.

11. Conclusão

A.

De tudo quanto foi acima exposto, pode-se retirar que as principais preocupações no que concerne à protecção do investidor são, em primeiro lugar, assegurar a máxima transparência do mercado, preocupação esta que se pode denotar em todos os documentos analisados. De facto:

i) procura-se que o investidor tenha sempre acesso, em linguagem clara e precisa, a toda a informação necessária para poder tomar decisões de investimento conscientes;

ii) as regras que devem reger as relações dos intermediários financeiros com os investidores variam consoante a experiência e os conhecimentos destes acerca dos mercados financeiros, o que encontra a sua justificação na tentativa de alcançar aquele objectivo;

iii) por outro lado, procura-se que, na eventualidade de ocorrer um litígio relacionado com o investimento em mercados financeiros, que o mesmo seja solucionado de forma célere, com baixos custos e, se possível, pelo recurso a procedimentos extrajudiciais (saliente-se que, neste aspecto, a Comissão equipara estes litígios a quaisquer outros litígios de consumo, aconselhando o mesmo procedimento para a solução de quaisquer deles);

iv) além disto, verifica-se uma exigência cada vez maior quanto às qualificações profissionais daqueles que vão gerir carteiras de valores mobiliários por conta de outrem e dos responsáveis pelas decisões de investimento nas sociedades gestoras de fundos de investimento. Com isto pretende-se aumentar a confiança dos investidores no mercado financeiro, o que originará também uma maior eficiência do mesmo.

B.

De tudo o que foi mencionado acima é justificável concluir que, em bastantes aspectos, a legislação e regulamentação portuguesa está ainda um pouco desactualizada em relação ao direito internacional sobre a protecção dos investidores. Apesar de se reconhecer que esta actualização se dará paulatinamente através da progressiva transposição das Directivas comunitárias sobre o assunto, este mecanismo não é suficiente. De seguida enumeram-se aqueles aspectos que consideramos necessitarem de uma mais urgente consideração na ordem jurídica portuguesa, aspectos estes que poderão ser considerados os actuais princípios que regem esta área do Direito:

i) O investidor deve ver-lhe ser aplicado um regime proteccionista adequado ao seu grau de conhecimento acerca do mercado financeiro. A tipificação rígida das categorias de investidores que deverão ser considerados investidores institucionais e não institucionais não é adequada a este objectivo. É conveniente que a distinção entre as diversas categorias de investidores não seja tão rígida, de forma a que se possa adequar o regime proteccionista ao efectivo conhecimento e experiência dos referidos investidores;

ii) Dever-se-á dar primazia à informação e educação do investidor. De igual ou superior importância que supervisionar a actividade dos intermediários financeiros, de forma a assegurar que os mesmos levam a cabo a sua actividade de acordo com toda a legislação e regulamentação em vigor, será realizar este objectivo. Isto porque de nada servirá a supervisão mencionada acima se os investidores continuarem mal informados sobre o mercado e os seus direitos. Assim, é de primordial relevância o desenvolvimento de mecanismos de educação e informação dos investidores;

iii) Relacionado com o princípio mencionado imediatamente acima está a necessidade de desenvolvimento de mecanismos para a resolução extrajudicial de litígios, mecanismos estes que, como já foi referido, deverão ser céleres, de baixo ou nenhum custo e eficientes. Não basta

criar estes mecanismos (ou melhor, desenvolver os já existentes), é necessário dá-los a conhecer ao grande público. Por exemplo, poder-se-ia exigir que os intermediários financeiros, ao negociarem com os particulares os informassem da existência e modo de funcionamento destes procedimentos, fornecendo-lhes obrigatoriamente folhetos informativos acerca dos mesmos;

iv) A nível comunitário verificam-se dois princípios essenciais. Por um lado, a supervisão dos intermediários financeiros e a efectivação das normas comunitárias deverá ser levada a cabo pelas entidades de supervisão do país de origem dos referidos intermediários, ainda que os primeiros ofereçam os seus serviços noutros Estados-Membros para além desse. Por outro lado, verifica-se uma crescente preocupação em criar condições para que os intermediários financeiros, autorizados e supervisionados pelo Estado de origem, possam exercer a sua actividade em todos os Estados-Membros da União Europeia, o que implica uma harmonização crescente a nível comunitário das normas de protecção dos investidores.

DESENVOLVIMENTO DO SISTEMA FINANCEIRO E CRESCIMENTO ECONÓMICO

INÊS DRUMMOND E ÁLVARO AGUIAR*

1. Introdução¹

Este artigo versa sobre os efeitos macroeconómicos de longo prazo do sistema financeiro, em particular sobre a influência que o seu desenvolvimento tem no crescimento económico. Não se trata de abordar os efeitos, mesmo que de longo prazo, das crises financeiras, nem a contribuição do sector financeiro e respectiva regulação para a estabilização macroeconómica ao longo do *business cycle*, mas antes os efeitos do seu desenvolvimento sobre a produtividade e acumulação de capital e sobre a capacidade de desenvolvimento tecnológico das actividades produtivas.

A abordagem funcional que prosseguimos neste estudo consiste em analisar a forma como as instituições financeiras (intermediários e mercados financeiros), ao desempenharem as suas funções, contribuem para o crescimento agregado da economia. Por exemplo, um sistema financeiro eficiente será capaz não só de mobilizar as poupanças necessárias à acumulação de capital, como também de obter e disponibilizar a informação necessária à correcta afectação dessa poupança. Nesse processo de afectação de recursos, o sistema financeiro, ao facilitar a diversificação e a partilha do risco, permite o financiamento de investimentos em tecnologias com elevado risco idiossincrático, incluindo investimentos com forte conteúdo de inovação tecnológica.

Em alternativa a esta análise baseada nas funções desempenhadas pelo sistema financeiro, poder-se-ia seguir uma perspectiva centrada nas instituições, mercados e instrumentos financeiros. Porém, as delimitações destes três elementos que compõem a estrutura financeira são muito mais instáveis do que as funções financeiras. Enquanto que ao nível das instituições

financeiras e dos produtos financeiros oferecidos é possível constatar grandes diferenças, quer entre países, quer ao longo do tempo, as funções desempenhadas pelo sistema financeiro mantêm-se relativamente estáveis. A forma como essas funções são desempenhadas é que está em constante mutação, devido a factores como o desenvolvimento tecnológico, a inovação financeira e a concorrência entre instituições financeiras, sendo precisamente esse processo de mudança que constitui o desenvolvimento do sistema financeiro. Daí - e sem prejuízo de, ao longo do trabalho, várias vezes se fazer o cruzamento entre os dois tipos de abordagem - a nossa opção pela análise funcional.

Embora o nosso objectivo seja analisar a influência do desenvolvimento do sistema financeiro sobre o crescimento económico, a possibilidade de existência de uma relação de causalidade reversa não pode ser ignorada. O facto de não termos enveredado por uma análise histórica, que procuraria analisar a relação de causalidade recíproca entre o crescimento económico e o sistema financeiro, e termos optado por encarar o desenvolvimento do sistema financeiro como o desenvolvimento de um conjunto de instituições capazes de cumprir as funções financeiras de forma mais eficiente, não afasta da presente análise a possibilidade do crescimento económico poder influenciar o desenvolvimento destas instituições.

Isso é patente, não só na secção 2 - em que se classifica e explica as funções do sistema financeiro e os canais de influência sobre o crescimento económico -, como também na análise dos modelos teóricos de crescimento endógeno que incorporam explicitamente o sistema financeiro (secção 3), e na comparação de alguns estudos empíricos relevantes (secção 4).

* O CEMPRE- Centro de Estudos Macroeconómicos e Previsão, Faculdade de Economia, Universidade do Porto, é apoiado pela Fundação para a Ciência e a Tecnologia, através do Programa Operacional Ciência, Tecnologia e Inovação (POCTI) do Quadro Comunitário de Apoio III, o qual é comparticipado por fundos nacionais e FEDER.

1- Esta co-autoria, baseada no material da tese de Mestrado de Inês Drummond (2002), consubstancia o trabalho conjunto que a orientação e produção da tese proporcionou.

As conclusões deste artigo são resumidas na secção 5, que também procura apontar algumas pistas para prosseguimento da investigação das relações entre sistema financeiro e crescimento económico.

2. Funções do Sistema Financeiro e Canais de Transmissão para o Crescimento Económico

Tendo como objectivo central analisar a influência do sistema financeiro no crescimento económico, o presente estudo segue uma perspectiva funcional, centrando-se nas funções desempenhadas pelo sistema financeiro e nos canais através dos quais este último, ao desempenhar essas funções, influencia o crescimento económico.

Nesta linha de raciocínio, é fundamental ter em conta os serviços essenciais fornecidos pelas instituições financeiras nas economias modernas. Por um lado, ao permitir a utilização de um meio de troca estável e de aceitação generalizada, o sistema financeiro possibilita a redução dos custos de transacção e uma maior especialização na produção. Por outro lado, os agentes económicos, ao terem acesso a uma maior variedade de instrumentos financeiros, poderão avaliar, partilhar e diversificar o risco de forma mais eficaz, favorecendo a aplicação financeira das poupanças. As instituições financeiras contribuem, ainda, para o aumento da eficiência na utilização dos recursos, avaliando de forma mais eficiente os projectos de investimento e fiscalizando a actividade dos agentes aos quais foi concedido crédito. A importância destas funções é confirmada pelo relatório do Banco Mundial (1990, pág. 1), quando se afirma que as transacções, a poupança, o uso eficiente dos recursos e a tomada de risco são os pilares duma economia em crescimento.

Para além da análise das funções financeiras e dos canais através dos quais o sistema financeiro influencia o crescimento económico, esta secção debruça-se sobre uma outra questão (muito embora esta não constitua o objectivo central da presente análise): a possibilidade de existir uma relação de causalidade recíproca entre o crescimento económico e o desenvolvimento do sistema financeiro, ou seja, até que

ponto é que o desenvolvimento financeiro não só influencia como é também influenciado pelo crescimento económico.

Funções do Sistema Financeiro

Tal como é definido por Levine (1997) e Merton e Bodie (1995), num ambiente de incerteza, caracterizado pela existência de custos de transacção e de aquisição de informação, o sistema financeiro tem como função primária facilitar a afectação de recursos, ao longo do tempo e no espaço. De facto, neste contexto, as instituições financeiras têm um papel fundamental na avaliação da capacidade dos empresários, na análise da qualidade dos projectos de investimento, e na definição de formas de diversificação do risco. Porém, e também seguindo de perto a opinião destes autores, é possível a desagregação desta função principal, de forma a facilitar a análise funcional do sistema financeiro. Consideramos, então, que as instituições financeiras têm a capacidade de desempenhar as seguintes funções²:

- Mobilizar poupanças;
- Facilitar a diversificação e a partilha do risco idiossincrático;
- Fornecer liquidez;
- Adquirir e disponibilizar informação sobre investimentos;
- Fiscalizar os empresários;
- Facilitar a transacção de bens e serviços.

Segue-se uma descrição de cada uma destas funções:

Mobilizar poupanças

A mobilização de poupanças envolve a aglomeração de capital para investimento, proveniente de vários aforradores, ou seja, trata-se de assegurar a mobilização de fundos dos aforradores para os investidores.

2- De referir que a desagregação adoptada não é exactamente igual nem à de Levine (1997), nem à de Merton e Bodie (1995).

O investimento exigido para levar a cabo um projecto de elevada dimensão ultrapassa, geralmente, a riqueza do(s) agente(s) que pretende (m) implementá-lo. Sem o acesso a vários investidores muitos dos processos produtivos e de inovação estão estrangidos a ineficiências de escala. Assim, a possibilidade de mobilizar poupanças beneficia as empresas, já que, tendo acesso a vários investidores, deixam de estar numa situação de autarcia, podendo produzir a uma escala eficiente.

Os próprios aforradores também beneficiam da aglomeração de poupanças. Na ausência de aglomeração, os indivíduos apenas podiam deter os activos que pudessem comprar na totalidade, ou seja, aqueles que detivessem menos recursos não teriam a oportunidade de investir nas empresas maiores e mais rentáveis. Além do mais, a mobilização de poupanças pertencentes a vários indivíduos possibilita que estes detenham um grande número de pequenos investimentos, e que manipulem mais eficazmente o risco e os possíveis choques de liquidez que possam enfrentar.

Num contexto de assimetrias de informação (quer quanto aos recursos disponíveis na economia, quer quanto às necessidades e desempenho das empresas) e custos de transacção (que podem anular os benefícios associados à diversificação), associados à mobilização de poupanças pertencentes a diferentes indivíduos, as instituições financeiras têm a capacidade de criar instrumentos financeiros que facilitam a aglomeração dos recursos, a sua canalização para as empresas e permitem que os aforradores participem em investimentos de grande dimensão e detenham uma carteira de activos financeiros diversificada. Assim, sistemas financeiros mais eficientes no desempenho desta função, para além do efeito directo que têm sobre a acumulação de capital, tendem a favorecer uma melhor afectação dos recursos e a adopção de novas e mais adequadas tecnologias³.

Facilitar a diversificação e a partilha do risco idiossincrático

Esta função torna-se essencial se tivermos em

conta que o retorno dos projectos de investimento está sujeito a riscos de produtividade e de procura, ou seja, riscos que resultam de *know-how* tecnológico imperfeito e riscos associados à intensidade da procura futura do produto⁴. Estes dois tipos de risco podem ter efeitos adversos sobre a afectação de recursos:

- podem desencorajar o investimento por parte dos agentes económicos avessos ao risco. Os potenciais investidores tenderão a manter uma fracção considerável da sua riqueza pessoal sob a forma de activos com um nível de risco e de retorno relativamente baixos;

- os agentes tenderão a fazer escolhas tecnológicas ineficientes, já que uma das formas de se protegerem contra o risco idiossincrático é através da adopção de tecnologias mais flexíveis, em detrimento de uma maior especialização e de melhorias de produtividade.

Assim, o sistema financeiro, tendo a capacidade de fornecer meios de diversificação do risco idiossincrático, tenderá a fomentar a afectação de recursos a projectos mais rentáveis e a adopção de tecnologias mais especializadas e produtivas.

Para melhor compreender a forma como o sistema financeiro desempenha esta função, podemos referir brevemente o papel do mercado accionista e do sistema bancário neste contexto. O primeiro, ao permitir que os agentes detenham uma carteira diversificada de títulos, possibilita a diversificação directa do risco. Por sua vez, o sistema bancário fornece, também, instrumentos que protegem os agentes contra o risco idiossincrático: os bancos, ao deterem uma carteira altamente diversificada, têm a capacidade de oferecer aos seus depositantes um retorno garantido e, simultaneamente, permitir a implementação de projectos de investimento mais arriscados, com um retorno esperado superior.

Para além de permitir a afectação de recursos a projectos mais rentáveis e a adopção de tecnologias mais especializadas e produtivas, a diversificação do risco pode também afectar a

3- De referir que esta função de mobilização de poupanças poderá ter custos relacionados com a dispersão excessiva da propriedade, que acentua os problemas relacionados com as assimetrias de informação. Se os aforradores detiverem um grande número de pequenos investimentos terão menos incentivos a monitorizar as empresas e os empresários poderão tomar decisões não observáveis pelos investidores e até contrárias aos interesses destes últimos.

4- Seguindo a terminologia de Levine (1997) o risco idiossincrático engloba estes dois tipos de risco distinguindo-se, assim, do risco de liquidez, que é analisado separadamente no ponto seguinte.

própria evolução tecnológica: tendo em conta que os processos de inovação são arriscados⁵, a possibilidade de detenção de uma carteira diversificada reduz o risco e promove o investimento em actividades de inovação.

Fornecer liquidez

Para além dos riscos de procura e de produtividade, referidos anteriormente, os agentes económicos estão também sujeitos ao risco de liquidez, provocado pela incerteza associada à conversão dos activos em meios de pagamento. Alguns projectos de elevado retorno requerem um investimento de longo prazo e os aforradores podem não estar dispostos a perder o controlo sobre as suas poupanças durante um período tão longo de tempo.

Num contexto caracterizado pela existência de assimetrias de informação e custos de transacção, a possibilidade de se investir em projectos de investimento altamente ilíquidos, ou seja, projectos cuja liquidação prematura leva a uma grande diminuição do seu retorno, cria incentivos ao desenvolvimento de instituições financeiras. Estas instituições permitem que os agentes que enfrentam choques de liquidez transacionem os seus activos, directa ou indirectamente, com outros agentes.

Assim, o risco de liquidez pode ser atenuado, por exemplo, com o desenvolvimento do mercado accionista: tal como é referido por Demirgüç-Kunt e Levine (1996), mercados de capitais mais líquidos⁶ tornam os investimentos menos arriscados e mais atractivos, já que permitem que os aforradores adquiram activos e os vendam rapidamente, e sem grandes custos, se tiverem necessidade de reaver as suas poupanças ou se pretenderem alterar a composição das suas carteiras. Por outro lado, as empresas têm a possibilidade de efectuar aumentos de capital, através da emissão de títulos. Ao facilitarem os investimentos de mais longo prazo e mais rentáveis, os mercados líquidos tendem a contribuir para uma mais eficiente afectação do capital. De referir, adicionalmente, a importância da

existência de mercados de acções com elevada liquidez no surgimento de empresas financiadas por capital de risco. Em muitas dessas empresas a proporção de activos intangíveis é bastante elevada, tornando mais difícil o acesso ao crédito bancário, pela insuficiência de garantias e maior dificuldade de monitorização. Além do mais, mercados de capitais com elevados níveis de liquidez tornam mais fácil o desinvestimento neste tipo de projectos⁷, verificando-se, assim, que a proliferação de investimentos de capital de risco é superior onde existem mercados de capitais desenvolvidos.

O sistema bancário tem também aqui um papel relevante: tal como é referido por Berthélemy e Varoudakis (1996), estes intermediários, embora estejam também sujeitos ao risco de liquidez - na medida em que os seus depositantes, que tenham problemas de liquidez, possam levantar os seus depósitos -, pela lei dos grandes números e tendo em conta que nem todos os depositantes sofrem este tipo de choques no mesmo momento do tempo, estão muito menos expostos do que os agentes individuais⁸. Assim, os bancos têm a capacidade de deter uma menor fracção de activos líquidos na sua carteira, do que os indivíduos considerados isoladamente. Ou seja, o surgimento de intermediários financeiros faz com que a gestão do risco de liquidez na economia seja mais eficiente, o que permite que uma maior percentagem de recursos seja investida em capital produtivo.

Neste contexto, Freixas e Rochet (1997, pág. 18), ao identificarem o fornecimento de serviços de transformação da divisibilidade, do prazo e do risco dos activos por parte das instituições financeiras, levantam uma questão interessante: por que é que estes serviços não são fornecidos pelos próprios agentes devedores? Para Freixas e Rochet isto deve-se à existência de economias de escala, ao nível dos custos de transacção e de informação, e de economias de gama entre actividades de crédito e de depósito que fazem com que seja rentável a existência de unidades especializadas em transformar os activos emitidos pelos agentes devedores⁹.

5- Envolvendo quer o risco de produtividade, quer o risco de procura.

6- Mercados de capitais líquidos são mercados onde é relativamente barato transaccionar instrumentos financeiros e onde existe pouca incerteza relativamente ao momento em que essas transacções podem ser levadas a cabo.

7- Facilitando a sequência típica do comportamento dos investidores em capital de risco: investimento – interferência na gestão e organização da empresa – desinvestimento e recolha de mais-valias – investimento em nova empresa.

8- Diamond e Dybvig (1983) também analisam o papel dos bancos no fornecimento de liquidez, pela transformação de activos ilíquidos em responsabilidades líquidas. Estes autores dão especial atenção aos contratos que são estabelecidos entre os bancos e os depositantes, identificando aqueles que tornam estas instituições menos vulneráveis a situações de “corrida aos bancos” para levantamento dos depósitos.

9- Aliás, esta justificação é aplicável a todas as funções desempenhadas pelo sistema financeiro, e não apenas à função específica de fornecimento de liquidez.

Adquirir e disponibilizar informação sobre investimentos

Apesar da diversificação do risco idiossincrático, existe ainda a possibilidade de se investir em projectos não rentáveis, possibilidade essa que está inversamente correlacionada com a quantidade de informação disponível sobre a qualidade dos projectos de investimento. Na ausência de um sistema financeiro desenvolvido, quando os custos de recolha de informação são demasiado elevados, os agentes, considerados isoladamente, tendem a não efectuar essa pesquisa, aumentando, assim, a probabilidade de investimento em maus projectos.

Porém, a existência de custos de aquisição de informação incentiva o surgimento de instituições especializadas na recolha e tratamento de informação relativa aos projectos de investimento. Quando esta é recolhida para um grande número de investidores, as instituições financeiras poderão partilhar estes custos, evitando que haja a duplicação de esforços. Este “economizar de custos” faz com que sejam efectuadas mais avaliações, o que por sua vez diminui as hipóteses de se financiarem maus projectos.

De referir, ainda, que os intermediários financeiros podem também fazer aumentar a taxa de inovação tecnológica, ao localizarem os empresários com maiores hipóteses de terem sucesso na produção de novos bens e na utilização de novos processos produtivos.

Demirgüç-Kunt e Levine (1996) referem que a existência de mercados accionistas de elevada dimensão e liquidez pode estimular os agentes a adquirirem informação sobre as empresas, já que esta lhes permitirá a obtenção de lucros pela compra e venda de acções. Desta forma, na medida em que o desenvolvimento dos mercados accionistas aumente os incentivos à investigação e fiscalização das empresas, a melhoria da informação irá beneficiar a afectação dos recursos. Porém, tal como afirma Levine (1997), existe alguma controvérsia relativamente à importância dos mercados accionistas no processo de criação e distribuição de informação sobre as empresas. Mesmo os agentes que optam por não despendere recursos na obtenção de informação podem observar os preços das acções que reflectem a informação obtida por outros. Este carácter de bem público da infor-

mação pode fazer com que o estímulo dos investidores, em despendere recursos na obtenção de informação sobre as empresas e as condições de mercado, seja reduzido. Ainda nesta linha, Stiglitz (1985) defende que mercados mais líquidos, facilitando a venda das acções por parte dos agentes insatisfeitos e possibilitando a difusão excessiva da propriedade, podem fazer reduzir os incentivos dos investidores em exercer *corporate control*, fiscalizando a performance da empresa. Esta ideia de Stiglitz permite-nos fazer a transição para uma outra função do sistema financeiro:

Fiscalizar os empresários

A função de fiscalização dos empresários relaciona-se com a anterior na medida em que diz também respeito à obtenção de informação. Porém, enquanto que o ponto anterior tratava da aquisição de informação sobre os projectos de investimento que necessitam de financiamento, esta função diz respeito à fiscalização *ex-post*, na terminologia de Levine (1997), ou seja, depois de concedido o financiamento ao projecto. Este tipo de fiscalização tem como objectivo prevenir comportamentos oportunistas por parte dos agentes financiados (acaso moral).

Se considerarmos que os projectos de investimento são financiados por vários agentes, os intermediários financeiros, ao mobilizarem as suas poupanças, para além de disponibilizarem contratos que permitem reduzir os custos de fiscalização, vão fazer diminuir os custos agregados de monitorização: o devedor é apenas fiscalizado pelo intermediário financeiro e não por todos os aforradores.

De acordo com Freixas e Rochet (1997), a delegação da fiscalização põe o problema da monitorização do fiscalizador. Segundo Levine (1997), os aforradores não têm que fiscalizar o intermediário financeiro se este detiver uma carteira de activos diversificada, já que, se assim for, este estará sempre em condições de pagar os juros relativos aos depósitos efectuados. Levine conclui, assim, que nestas condições o investimento eficiente tende a aumentar com a diminuição dos custos de monitorização. Além disso, se as relações entre os investidores e os intermediários financeiros se mantiverem no longo prazo, os custos de aquisição de informação serão ainda menores, facilitando a

obtenção de crédito por parte das empresas e potenciando uma melhor afectação de recursos.

Os mercados accionistas também podem desempenhar esta função:

- Por um lado, a transacção de acções, que reflectem de forma eficiente informação sobre as empresas, permite que os proprietários estabeleçam uma relação entre a remuneração dos gestores e o preço das acções. Esta relação possibilita, por sua vez, alinhar os interesses dos proprietários com os dos gestores;

- Por outro lado, se se considerar que os processos de *takeover* são facilitados com o desenvolvimento dos mercados accionistas e se se admitir que os gestores das empresas em má situação são afastados do seu controle após estes processos, então, mercados accionistas desenvolvidos podem fomentar o *corporate control* ao facilitar os processos de *takeover* sobre empresas mal geridas¹⁰.

Facilitar a transacção de bens e serviços

Um outro problema associado com as assimetrias de informação diz respeito aos recursos gastos nas transacções financeiras, ou seja, aos chamados custos de transacção.

Romer (1987) demonstra que a especialização (na produção de bens intermédios) gera crescimento económico, através de um modelo onde a presença de rendimentos crescentes à escala é justificada por essa mesma especialização. Porém, o aumento da especialização, para além de estimular a produtividade e o crescimento económico, tem associado um número crescente de transacções, que, num contexto de assimetrias de informação, implicam custos. Assim, o sistema financeiro, ao disponibilizar instrumentos que permitam a redução dos custos de transacção, tende a promover a especialização¹¹.

Em resumo, articulando o argumento de Romer (1987), relativo aos benefícios da especialização, com os custos de transacção e respectiva

redução via intermediação monetária, compreende-se que o funcionamento de um sistema de pagamentos eficiente, na presença de assimetrias de informação, constitua uma função essencial do sistema financeiro. Na ausência desse sistema, os elevados custos de transacção associados à especialização, poderão anular os ganhos de produtividade e o crescimento económico daí resultante.

Canais de Influência do Sistema Financeiro no Crescimento Económico

Após a análise das funções financeiras, torna-se indispensável investigar como é que, ao desempenharem estas funções, as instituições financeiras influenciam o crescimento económico, ou seja, quais são os canais através dos quais o sistema financeiro pode influenciar o crescimento¹². Esta ideia é resumida esquematicamente no quadro 1, no final da presente secção, onde se consideram quatro possíveis canais de transmissão¹³:

- Acumulação de capital;
- Afectação da poupança a investimentos mais produtivos;
- Inovação tecnológica;
- Especialização tecnológica.

A ligação entre o desempenho das funções financeiras e os quatro canais de transmissão foi já efectuada na descrição das referidas funções, faltando apenas fazer a subsequente ligação ao crescimento económico. Já se referiu, por exemplo, o efeito positivo da mobilização de poupanças por parte do sistema financeiro sobre a acumulação de capital. Ora, a mobilização de recursos para investimento é certamente uma condição necessária para o crescimento económico. E aqui importa não só realçar o efeito do aumento da intensidade capitalística, como também o facto da acumulação de capital permitir a incorporação do progresso tecnológico no processo produtivo.

10- A eficácia dos *takeovers* como mecanismo capaz de fomentar o *corporate control* foi posta em causa por alguns autores (ver, por exemplo, Stiglitz, 1985). Para além da instabilidade que estes processos podem gerar nas empresas, podendo mesmo levar à deterioração da afectação eficiente dos recursos, existem outros problemas ligados, por exemplo, a atitudes de *free rider* que põem em causa a sua eficácia.

11- Os modelos que explicam a moeda como instrumento de intermediação das trocas, são uma boa base para a formalização desta função, embora não incluam explicitamente o sistema financeiro (ver, a título de exemplo, King e Plosser, 1986 e Williamson e Wright, 1994).

12- Por simplificação denominar-se-ão canais de transmissão.

13- De notar que na literatura que foca a relação entre sistema financeiro e crescimento económico é possível encontrar classificações alternativas (ver, a título de exemplo, Levine, 1997, Berthélemy e Varoudakis, 1996, e Pagano, 1993).

Ou seja, pelo menos uma parte das inovações¹⁴ é incorporada na função de produção através da utilização de novo equipamento, e, portanto, a magnitude do seu impacto no produto depende do investimento efectuado. Tendo o sistema financeiro a capacidade de estimular a formação de capital, terá, pelas duas vias, um efeito positivo sobre o crescimento.

Para além da quantidade de recursos afectos a investimento, importa também analisar a influência do sistema financeiro sobre a qualidade da afectação desses mesmos recursos. Trata-se, então, dos restantes três canais de transmissão, de cariz estático - a afectação da poupança a investimentos mais produtivos - ou dinâmico - a inovação e especialização tecnológicas. A análise funcional também deixou entrever o papel destes canais através dos quais o sistema financeiro influencia o crescimento, ao evidenciar a forma como as instituições financeiras, no desempenho das suas funções, fomentam a afectação de recursos a projectos mais rentáveis, permitem a adopção de tecnologias mais especializadas e aumentam a taxa de inovação tecnológica.

A qualidade da afectação dos recursos aos vários projectos de investimento existentes é um importante factor de crescimento, já que o investimento em projectos mais eficientes leva a maiores níveis de produtividade e, consequentemente, de crescimento económico. Nesta linha, pode ler-se no relatório do Banco Mundial (1990, pág. 8),

“The biggest difference between rich and poor countries is the efficiency with which they have used their resources. The financial system’s contribution to growth lies precisely in its ability to increase efficiency.”

No que diz respeito à inovação tecnológica, são vários os modelos de crescimento endógeno que a consideram como factor essencial de crescimento económico (ex.: Romer, 1990, Grossman e Helpman, 1991, Aghion e Howitt, 1998). Tendo o sistema financeiro capacidade de mobilizar recursos, de diversificar o risco associado à inovação, e de adquirir informação de forma mais eficiente, poderá também exercer influência sobre o crescimento económico

impulsionando a actividade de inovação.

Finalmente, o sistema financeiro pode afectar o crescimento económico permitindo uma maior especialização tecnológica. Ou seja, ao cumprirem as funções analisadas na secção anterior, com especial destaque para a diversificação e partilha do risco idiossincrático e para o facilitar da transacção de bens e serviços, as instituições financeiras tendem a promover uma maior especialização tecnológica, já que os custos de transacção diminuem e os empresários deixam de ter que adoptar tecnologias mais flexíveis (menos especializadas), como forma de protecção contra o risco. Ora, quanto maior for a especialização, maior tenderá a ser a produtividade da economia e, portanto, maiores as taxas de crescimento económico.

Taxa de poupança

Em estreita ligação com dois dos canais de transmissão analisados - a acumulação de capital e a afectação da poupança a investimentos mais produtivos - está o efeito do desenvolvimento do sistema financeiro sobre a taxa de poupança.

A acumulação de capital depende claramente da evolução da taxa de poupança. Porém, embora o desenvolvimento do sistema financeiro tenha sem dúvida influência sobre esta taxa, esse efeito é ambíguo, pela seguinte razão: ao possibilitar uma afectação mais eficiente dos recursos, o desenvolvimento do sistema financeiro permite o aumento do valor esperado do retorno da poupança. Por sua vez, este efeito pode afectar positiva ou negativamente a taxa de poupança, dependendo da conjugação dos efeitos substituição e rendimento. Ou seja, se, por um lado, maiores retornos fazem aumentar o custo de oportunidade do consumo presente em termos de consumo futuro, encorajando os agentes a adiar mais consumo (efeito substituição), por outro lado, maiores retornos permitem que os agentes realizem um maior volume de consumo futuro para um dado nível de consumo presente, o que, por sua vez, pode levar a uma diminuição da taxa de poupança (efeito rendimento).

Assim, o efeito substituição actua no sentido de aumentar a taxa de poupança, enquanto que o

14- Solow (1988) põe até a hipótese de ser a maior parte das inovações.

efeito rendimento actua no sentido da sua diminuição¹⁵. Esta ambiguidade faz com que o desenvolvimento do sistema financeiro tenha, por esta via, um efeito igualmente ambíguo sobre a acumulação de capital e, consequentemente, sobre o crescimento económico.

Relação de Causalidade entre o Sistema Financeiro e o Crescimento Económico

A ideia fundamental que conduz este estudo é a de que o sistema financeiro ao desempenhar determinadas funções, tem a capacidade de impulsionar o crescimento económico, através dos canais de transmissão analisados no ponto anterior. Porém, o próprio desenvolvimento económico cria procura para determinados serviços financeiros, ou seja, à medida que uma economia cresce a procura por serviços financeiros tende a aumentar, impulsionando o desenvolvimento do sistema financeiro.

Esta ideia está patente em Patrick (1966, pág. 174, 175) quando este afirma que:

“(...) as the economy grows it generates additional and new demands for [financial] services, which bring about a supply response in the growth of the financial system. (...) As a consequence of real economic growth, financial markets develop, widen, and become more perfect, thus increasing the opportunities for acquiring liquidity and for reducing risk, which in turn feeds back as a stimulant to real growth.”

Este autor defende que existe uma interacção entre o sistema financeiro e o crescimento económico, que denomina de “*supply-leading and demand following phenomena*”: em economias subdesenvolvidas a criação de instituições financeiras tende a estimular o crescimento económico, impulsionando, por exemplo, o investimento em actividades de inovação; porém, à medida que essas economias se desenvolvem, esta relação torna-se menos importante, e o sistema financeiro passa a responder apenas aos aumentos de procura derivados do crescimento económico.

Berthélemy e Varoudakis (1996) aperfeiçoam a análise de Patrick introduzindo, nesta discussão, a complementaridade existente entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento económico derivada da existência de custos associados à formação e manutenção das instituições financeiras. A consideração destes custos faz com que o desenvolvimento do sistema financeiro apenas se torne viável a partir de um determinado patamar de desenvolvimento económico¹⁶. Ou seja, o crescimento económico torna o desenvolvimento do sistema financeiro rentável que, uma vez estabelecido, fomenta o crescimento no sector real da economia.

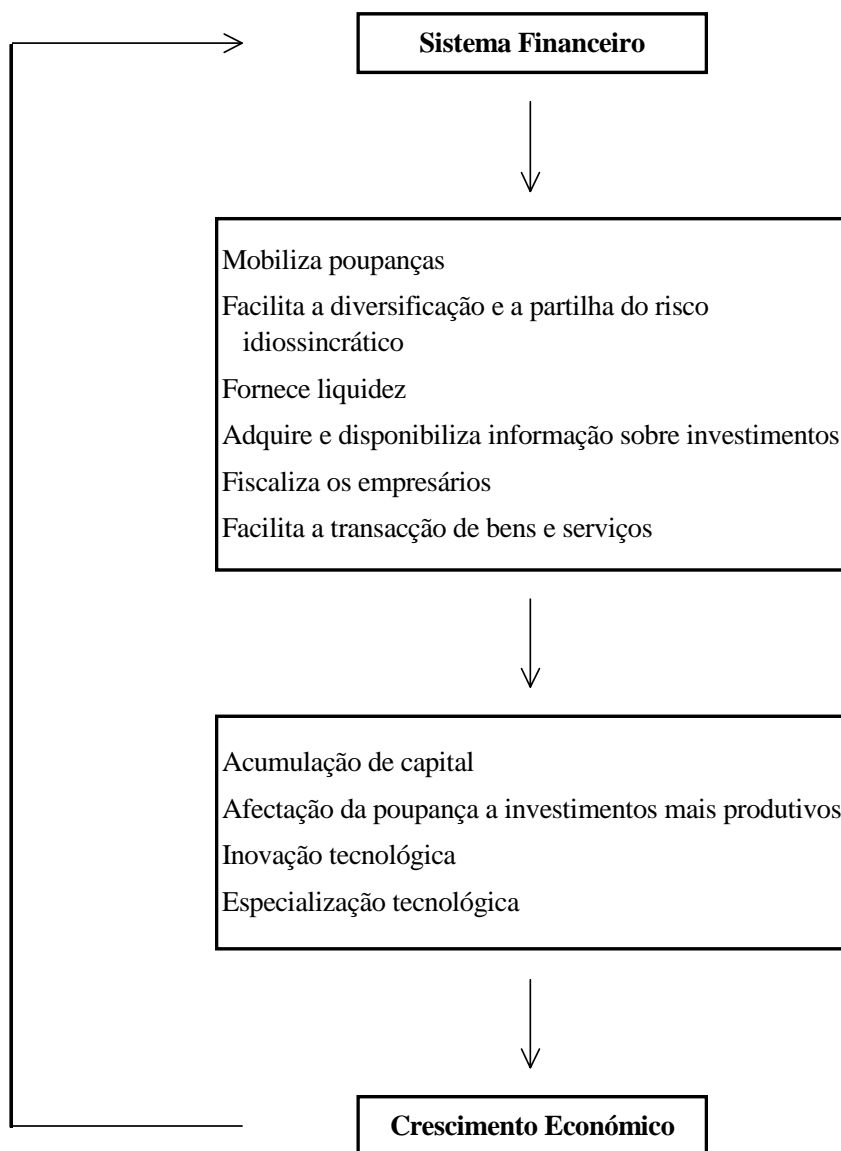
É esta ideia que está por detrás de alguns modelos que são analisados adiante, na secção 3 (Greenwood e Jovanovic, 1990, Saint-Paul, 1992, De la Fuente e Marín, 1996, Greenwood e Smith, 1997, e Blackburn e Hung, 1998): a consideração de custos no processo de formação das instituições financeiras faz com que esta apenas se torne viável a partir de um determinado patamar de rendimento. Uma vez formado, o sistema financeiro influenciará o crescimento económico.

Assim, e sublinhando uma vez mais, embora o presente trabalho não tenha seguido uma abordagem baseada na análise da relação de causalidade recíproca entre o crescimento económico e o desenvolvimento do sistema financeiro, esta relação de *feedback* é indissociável do objectivo principal deste trabalho, e será, inclusivamente, tida em conta na abordagem empírica patente na secção 4. De notar que esta ideia está reflectida no quadro resumo apresentado em seguida: a influência do desenvolvimento do sistema financeiro no crescimento económico é a questão central do trabalho, e que se pretende investigar através das funções desempenhadas pelas instituições financeiras e dos canais através dos quais estas podem afectar o crescimento; a influência do crescimento económico sobre o desenvolvimento do sistema financeiro está presente, mas não é analisada de forma aprofundada.

15- De notar que, para além destes efeitos, existem mais algumas consequências do desenvolvimento do sistema financeiro que influenciam a taxa de poupança - como, por exemplo, o desenvolvimento das seguradoras, que reduzem a necessidade de detenção de poupanças por questões de prevenção, e o aumento do crédito ao consumo, que tendem a reduzir a necessidade de detenção de poupanças por questões de liquidez (ver, a este respeito, Pagano, 1993, e Jappelli e Pagano, 1994). A conjugação de todos estes factores leva a que o efeito do desenvolvimento do sistema financeiro sobre a taxa de poupança seja ambíguo. Como ambíguo é, também, o efeito desta última sobre o bem-estar: taxas de poupança demasiado elevadas podem ser prejudiciais para os níveis de consumo e bem-estar sustentáveis ao longo do tempo.

16- A análise histórica da relação de causalidade entre o sistema financeiro e o crescimento económico permitir-nos-ia obter informação sobre estes patamares, tentando identificar os momentos e as razões pelas quais o sentido predominante da causalidade se inverte ao longo do tempo.

Quadro 1: Funções do Sistema Financeiro e Canais de Transmissão



3. O Sistema Financeiro nos Modelos Teóricos de Crescimento

Após terem sido analisadas as funções desempenhadas pelo sistema financeiro e a forma como este, ao desempenhar essas funções, pode influenciar o crescimento económico, interessa agora analisar algumas contribuições teóricas que se debruçam sobre esta relação. Neste contexto, iremos privilegiar a análise dos modernos modelos de crescimento endógeno, isto é, modelos caracterizados pela endogeneização das principais fontes de crescimento de longo prazo, já que o seu desenvolvimento permitiu dar um novo impulso ao estudo da relação existente entre o sistema financeiro e o crescimento económico. Nestes modelos, e ao contrário do que acontecia na teoria neoclássica do crescimento, iniciada por Solow (1956), o sistema financeiro é directamente englobado, passando a ter um papel relevante na determinação das taxas de crescimento no longo prazo (em *steady state*). Tal como afirma Pagano (1993, pág. 613),

“The recent revival of interest in the link between financial development and growth stems mainly from the insights and the techniques of endogenous growth models, which have shown that there can be self-sustaining growth without exogenous technical progress and that the growth rate can be related to preferences, technology, income distribution and institutional arrangements. This provides the theoretical underpinning that early contributors lacked: financial intermediation can be shown to have not only level effects, but also growth effects.”

O modelo neoclássico, no entanto, continua a ser útil para enquadrar a análise contabilística do crescimento¹⁷. Este tipo de análise permite a decomposição da taxa de crescimento do produto em duas partes (factores de crescimento): acumulação dos factores de produção e resíduo de Solow¹⁸, que por sua vez reflecte o progresso tecnológico e outros elementos que afectam a eficiência na utilização dos factores de produção. Que influência poderá ter o sistema financeiro sobre estes factores de crescimento? Desde logo, há que considerar o efeito sobre a acumulação de capital. Se o sistema financeiro,

mobilizando e canalizando as poupanças para as empresas e alterando a própria taxa de poupança, influenciar a acumulação de capital, vai, de acordo com a decomposição de Solow, afectar o crescimento do produto. Por outro lado, é possível, como foi já referido, considerar o sistema financeiro um factor exógeno que influencia o resíduo de Solow. Ou seja, tendo em conta a análise que foi feita sobre os canais de transmissão na secção anterior, o sistema financeiro ao favorecer a afectação da poupança a investimentos mais produtivos, e ao estimular a inovação e especialização tecnológicas, pode permitir uma aceleração do crescimento da produtividade total dos factores e, conseqüentemente, do crescimento económico. De referir que este tipo de análise não está isento de problemas: por um lado não é possível distinguir por qual dos três canais (afecção da poupança a investimento mais produtivos, e estímulo à inovação e à especialização tecnológicas) o sistema financeiro influencia o resíduo de Solow, e, por outro, esta análise não permite distinguir o sistema financeiro dos outros factores que influenciam o resíduo¹⁹.

Embora não existisse nenhum modelo formal de crescimento que contemplasse explicitamente o sistema financeiro, já nos anos 60 a ligação entre o desenvolvimento económico e o financeiro era tema de debate constante. A título de exemplo, Gurley e Shaw (1955) analisaram alguns aspectos financeiros no processo de desenvolvimento económico, entre os quais a importância das instituições financeiras na canalização de recursos dos aforradores para os investidores e no fornecimento de liquidez, defendendo que a discussão do processo de desenvolvimento não poderia passar apenas pelos aspectos reais, mas também pela esfera financeira.

Por sua vez, Goldsmith (1969) chamou a atenção para o facto de que, tendo em conta as diferenças existentes entre os vários agentes económicos, e a existência de externalidades e economias de escala na produção, o desenvolvimento do sistema financeiro, fomentando a acumulação de capital e aumentando a eficiência do investimento, permitiria acelerar o crescimento.

17- Ou contabilidade do crescimento, ou, ainda, decomposição de Solow.

18- Ou taxa de crescimento da produtividade total dos factores.

19- Uma análise mais detalhada do papel do sistema financeiro na teoria neoclássica do crescimento está presente em Drumond (2002).

Isto é possível, segundo Goldsmith, porque as instituições financeiras podem financiar projectos que pela sua forma, risco, duração, localização, e outras características, não seriam financiados se apenas fosse possível o financiamento directo.

Porém, quer estes estudos²⁰, quer a teoria neoclássica do crescimento, sofrem de uma limitação particularmente relevante no contexto do presente trabalho, que é o facto de não contemplarem explicitamente a ligação entre o desenvolvimento do sistema financeiro e o crescimento económico (no sentido de não apresentarem nenhum modelo formal que contemple esta ligação). Isto só veio a ser feito com o desenvolvimento de modelos de crescimento endógeno que incorporam directamente o sistema financeiro e que passamos, então, a analisar.

Para não tornar a exposição demasiado extensa ou técnica, os aspectos mais relevantes de cada um desses modelos são apresentados no quadro 2, em anexo. Aí, os modelos estão organizados de acordo com a função que o sistema financeiro desempenha. Porém, como a identificação de cada modelo de crescimento com uma determinada função financeira não é unívoca, já que em vários modelos o sistema financeiro desempenha mais do que uma função, tentou-se identificar a função principal em causa e incluir o modelo no ponto relativo a essa função. Nas restantes colunas do quadro, e para cada modelo analisado, estão patentes o(s) canal(ais) de transmissão através dos quais o sistema financeiro afecta o crescimento económico, a estrutura financeira considerada em cada modelo de crescimento endógeno, as previsões de cada um destes modelos numa situação de ausência ou subdesenvolvimento do sistema financeiro, as consequências directas do desenvolvimento das instituições financeiras e a sua ligação com o crescimento económico e a possibilidade de existência duma relação de causalidade recíproca entre o desenvolvimento do sistema financeiro e o crescimento económico²¹.

Como facilmente se pode detectar, a função mobilização de poupanças não está patente na

primeira coluna do quadro 2. Isto não significa que esta função esteja ausente dos modelos analisados. De facto, em vários modelos de crescimento endógeno que incorporam o sistema financeiro está implícito o desempenho desta função por parte deste último. Porém, em nenhum deles a mobilização de poupanças é a função principal em causa. Isto pode dever-se ao facto do sistema financeiro, ao desempenhar outras funções - como por exemplo o fornecimento de liquidez, a diversificação do risco idiossincrático e a monitorização dos empresários - incentivar a própria mobilização de poupanças, o que é notório em alguns modelos. Por exemplo, em Blackburn e Hung (1998) é visível o papel do sistema financeiro na canalização de fundos dos aforradores para as empresas. Porém, a mobilização de poupanças efectuada pelos intermediários financeiros é estimulada porque estes são capazes de monitorizar os agentes, aos quais foi concedido crédito, de uma forma muito mais eficiente. Ou seja, o sistema financeiro apresenta vantagens na monitorização dos empresários e, conseqüentemente, leva a que um maior nível de recursos seja canalizado para investimento por seu intermédio. Portanto, a função fundamental desempenhada pelo sistema financeiro neste modelo, e que está na origem do efeito que este possa ter no crescimento, é a fiscalização dos empresários e não a mobilização das poupanças, embora esta última esteja também presente.

Ainda neste contexto, a análise dos modelos descritos no quadro 2 permite-nos concluir que existe uma forte ligação entre as funções financeiras, no sentido de que o desempenho de uma delas, por parte do sistema financeiro, possa levar ao cumprimento de outras, igualmente importantes. Assim, justifica-se que na maior parte dos modelos de crescimento endógeno analisados (mesmo sendo modelos e, portanto, simplificadores da realidade), o sistema financeiro tenda a desempenhar mais do que uma função²².

Embora tenhamos optado por uma perspectiva funcional, a estrutura financeira presente em cada um dos modelos não deve ser descurada.

20- Que são objecto duma análise mais detalhada em Drumond (2002), que, por sua vez, abrange também os estudos seminais de Shaw (1973) e McKinnon (1973).

21- De referir que uma análise mais detalhada destes modelos de crescimento endógeno que incorporam o sistema financeiro está disponível em Drumond (2002). Essa análise, tal como o quadro 2, está estruturada de acordo com a principal função financeira inerente a cada um dos modelos analisados.

22- Esta constatação não diz apenas respeito à mobilização de poupanças. No modelo de King e Levine (1993b), por exemplo, embora a principal função financeira em causa seja a aquisição e disponibilização de informação, as instituições financeiras permitem também a diversificação e partilha do risco idiossincrático. O mesmo acontece em Levine (1991), cuja função principal é o fornecimento de liquidez, e Greenwood e Jovanovic (1990).

É possível detectar, neste ponto, situações bastante díspares. King e Levine (1993b), por exemplo, apresentam uma estrutura financeira bem definida, composta por intermediários financeiros e o mercado accionista, sendo que este último tem como funções revelar o valor das empresas e permitir a partilha e a diversificação do risco proveniente da detenção de direitos sobre essas empresas, enquanto que os primeiros asseguram a avaliação dos empresários e a recolha dos fundos (financiamento dos projectos de inovação mais promissores). Já o modelo de Obstfeld (1994) não define uma estrutura financeira específica, optando por analisar os efeitos da integração financeira internacional. O modelo de Greenwood e Smith (1997) não chega a contemplar o papel específico do sistema financeiro no crescimento económico, mas sim a relação de causalidade entre a formação dos mercados em geral e o desenvolvimento económico²³.

Atendendo ao que acaba de ser referido relativamente a este último modelo, que demonstra que a formação de mercados, não especificamente financeiros, ao facilitar a transacção de bens e serviços, vai estimular o aumento da especialização e, conseqüentemente, o crescimento económico, podemos afirmar que a função respeitante à transacção de bens e serviços parece ser aquela que é menos específica ao sistema financeiro. Continua a faltar, como afirma Levine (1997), um modelo que contemple especificamente o surgimento de instituições financeiras que permitam a diminuição dos custos de transacção e, conseqüentemente, estimulem, por essa via, a especialização. Mas por ser menos específica, esta função não deixa de ser importante e está indissociavelmente ligada a outras funções. A título de exemplo, o sistema financeiro, ao fornecer meios de diversificação do risco idiossincrático, permite uma maior especialização na produção, o que, por sua vez, exige um maior número de transacções. Se o sistema financeiro fornecer instrumentos que permitam a diminuição dos custos de transacção estará, também por esta via, a fomentar o crescimento económico.

Podemos concluir que, de uma forma geral, os modelos de crescimento endógeno que incorporam directamente o sistema financeiro prevêem que o sector financeiro, ao desempenhar as referidas funções, é capaz de impulsionar o crescimento económico, através dos vários canais de transmissão (acumulação de capital, afectação da poupança a investimentos mais produtivos, e inovação e especialização tecnológicas)²⁴.

Não devemos esquecer que, de acordo com estes modelos, as vantagens que as instituições financeiras apresentam na prestação destes serviços são válidas num contexto económico específico, caracterizado pela existência de assimetrias de informação e de custos de transacção (que resultam dessas assimetrias), e/ou de aversão ao risco por parte dos agentes económicos. Neste contexto de incerteza, relativamente aos recursos disponíveis, ao retorno dos projectos ou ao comportamento dos empresários, por exemplo, o sistema financeiro apresenta economias de escala e de gama que o tornam mais eficiente na prestação dos serviços acima referidos.

Há ainda que referir um último aspecto destes modelos, respeitante à relação de causalidade recíproca entre o desenvolvimento do sistema financeiro e o crescimento económico. Em alguns dos modelos analisados esta relação de reciprocidade é tida em conta²⁵. As instituições financeiras apenas se tornam viáveis quando a economia atinge um determinado patamar de desenvolvimento, sendo que, uma vez criadas irão estimular o crescimento (gerando um ciclo virtuoso). Isto remete-nos para uma outra questão: se a criação ou desenvolvimento do sistema financeiro se tornam viáveis apenas quando se atinge um determinado patamar de desenvolvimento, alguns países poderão estar retidos numa situação de baixo crescimento e baixo desenvolvimento financeiro (ciclo vicioso). Como defendem Blackburn e Hung (1998), sem a implementação de algumas reformas políticas e institucionais, economias que inicialmente se encontrem estagnadas e financeiramente pouco

23- Em rigor, Greenwood e Smith (1997) desenvolvem dois modelos. O primeiro analisa, de facto, o impacto específico do desenvolvimento do sistema financeiro no crescimento económico, mas na mesma linha de Bencivenga e Smith (1991) e Levine (1991) e, portanto, optamos por não o considerar na presente análise. O segundo, ao qual se referem as últimas linhas do quadro 2, foca as ligações existentes entre a especialização, o desenvolvimento dos mercados em geral e o crescimento económico.

24- De referir que, sob determinadas condições específicas, dois dos modelos analisados, nomeadamente Bencivenga e Smith (1991) e Bencivenga *et al.* (1995, 1996), admitem a possibilidade do desenvolvimento do sistema financeiro ser prejudicial ao crescimento económico. Acrescente-se a isso o facto do sistema financeiro, ao permitir uma afectação mais eficiente dos recursos, levar ao aumento do retorno dos projectos de investimento e, conseqüentemente, à diminuição da taxa de poupança se o efeito rendimento for dominante.

25- Nomeadamente nos modelos que assumem a presença de custos na formação e manutenção das instituições financeiras.

desenvolvidas podem permanecer nesse estado para sempre. Este é um ponto que não foi analisado neste trabalho (por não ser esse o seu objectivo): é feita a análise de como o sistema financeiro pode influenciar o crescimento económico, mas não se questionam os determinantes do desenvolvimento financeiro, ou seja, não se investigam as formas de desenvolver o sector financeiro.

4. Sistema Financeiro e Crescimento Económico: Evidência Empírica

Na sequência da análise teórica sobre a influência do desenvolvimento do sistema financeiro no crescimento económico, a presente secção tem como objectivo principal apresentar e analisar alguma evidência empírica sobre esta questão. Assim, são apresentados alguns estudos recentes que testam empiricamente a possível relação existente entre o desenvolvimento do sector financeiro e o crescimento económico, estudos esses que foram incentivados pelo impulso que o surgimento dos modelos de crescimento endógeno, que incorporam directamente o sistema financeiro, representou nesta área de investigação.

A evidência empírica analisada nesta secção incide apenas sobre dados agregados por países. Tratando-se apenas de estudos empíricos que visam o crescimento dos países, os dados e as variáveis (financeiras ou não) aqui presentes, são sempre macroeconómicos. Claro que existe outro tipo de evidência, embora fora do âmbito da nossa investigação actual:

- estudos de casos, como a análise de King e Levine (1993b) sobre as reformas no sector financeiro levadas a cabo na Argentina, Chile, Indonésia, Coreia do Sul e Filipinas;

- estudos que envolvem regiões em vez de países, como Jayaratne e Strahan (1996), que analisa os efeitos da diminuição das restrições impostas ao estabelecimento de agência bancárias dentro de cada estado, dos EUA, a partir dos anos 70, sobre o crescimento do produto *per capita* desse mesmo estado;

- estudos sectoriais, como o de Rajan e Zingales (1998), que testa a hipótese de indústrias mais dependentes do financiamento externo (por exemplo, a indústria farmacêutica) crescerem mais rapidamente em países com sistemas financeiros mais desenvolvidos;

- estudos de cariz microeconómico que analisam, por exemplo, os efeitos do desenvolvimento do sistema financeiro na performance das empresas.

Os estudos empíricos aqui apresentados, incluindo Drumond (2002) que contempla um painel de 23 países da OCDE, fazem geralmente a divisão do sector financeiro em intermediação financeira e mercado accionista. A principal razão que está por detrás desta partição é subespecialização existente dentro do próprio sector financeiro, derivada do facto de algumas instituições financeiras serem mais ou menos eficientes na prestação das funções analisadas atrás, na secção 2. Como é aí referido, embora as funções desempenhadas pelo sistema financeiro permaneçam relativamente estáveis, a forma como são desempenhadas está em constante mutação, o que faz com que a especialização dentro do sector financeiro também se vá alterando.

De acordo com a divisão feita, os intermediários financeiros incluem o Banco Central e as Outras Instituições Monetárias (OIM)²⁶, e, ainda, as Instituições Financeiras Não Monetárias (IFNM)²⁷. Por sua vez, o mercado accionista deveria ser substituído por um conceito mais abrangente que englobasse não só este mercado, mas também o mercado de obrigações e de derivados financeiros. Porém, a falta de dados estatísticos agregados (principalmente em termos de dimensão temporal) leva a que em alguns estudos apenas se considere o mercado accionista dentro do mercado de capitais, e o Banco Central e as OIM, dentro dos intermediários financeiros (como, por exemplo, em Drumond, 2002).

As variáveis representativas do estado de desenvolvimento financeiro utilizadas nos estudos desta secção reflectem, essencialmente,

26- Que, em conjunto, formam as denominadas Instituições Financeiras Monetárias (IFM).

27- As IFNM incluem actualmente, e a título de exemplo, as sociedades de capital de risco, as sociedades de locação financeira, as companhias de seguros e os fundos de pensões, as sociedades gestoras de fundos de investimento e as sociedades financeiras de corretagem.

(i) o peso na economia dos activos dos intermediários financeiros e do crédito por eles concedido, (ii) a penetração financeira, medida pelo peso das responsabilidades líquidas dos intermediários financeiros no PIB, e (iii) a dimensão e liquidez do mercado accionista²⁸.

Antes de passarmos à análise dos principais resultados dos estudos empíricos, é de referir que a aplicação empírica patente em Drumond (2002) deve muito aos recentes estudos efectuados por um grupo de economistas ligados ao Banco Mundial, entre os quais se destacam Ross Levine, Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt, Sara Zervos e Norman Loayza. Este grupo tem contribuído decisivamente, e mesmo liderado, o desenvolvimento desta área, onde o presente estudo se insere, não só através da publicação de análises empíricas e teóricas, como também através da construção e divulgação de bases de dados²⁹.

Conclusões de Alguns Estudos Empíricos Recentes

Como já foi referido, nesta secção apenas são analisados estudos que consideram os dados agregados por país. Alguns desses estudos, para além de testarem a possível influência do sistema financeiro no crescimento económico, testam também, tendo como base a análise contabilística do crescimento³⁰, os possíveis canais através dos quais o sistema financeiro poderá afectar o crescimento (nomeadamente, a acumulação de capital físico e a produtividade total dos factores). Em particular, a aplicação empírica de Drumond (2002) é constituída por duas análises distintas, mas em certa medida complementares. A primeira tem como base a análise de convergência condicional, e pretende testar a possibilidade do desenvolvimento do sistema financeiro, ao afectar a definição do *steady state*, de cada país e em cada momento do tempo, influenciar o crescimento económico. A segunda baseia-se na contabilidade do crescimento, e tem como objectivo principal investigar se o desenvolvimento financeiro influencia os factores directos de crescimento, que se deduzem deste tipo de análise: trabalho, capital (físico e humano) e produtividade total dos factores. Ou

seja, nesta segunda abordagem, testa-se se o sistema financeiro tem capacidade de afectar a evolução dos factores directos de crescimento e, consequentemente, influenciar o crescimento económico através da velocidade de convergência.

Os aspectos mais relevantes de cada um dos estudos empíricos são apresentados no quadro 3, em anexo. Mais especificamente, está patente nesse quadro, para cada estudo analisado, a(s) instituição(ões) financeira(s) considerada(s), a amostra, a(s) variável(eis) dependente(s), a(s) variável(eis) financeira(s), as variáveis de controlo e instrumentais, o método de estimação utilizado, os resultados obtidos e algumas limitações. Em nota de rodapé encontra-se uma definição sucinta das variáveis utilizadas.

A instrumentação de variáveis, efectuada em vários estudos do quadro 3, reflecte, pelo menos parcialmente, a preocupação que a causalidade recíproca ponha em causa as estimativas obtidas. Em particular, ambas as abordagens seguidas em Drumond (2002) seguem este procedimento. A este propósito, será de notar que o facto dos resultados não serem significativamente enviesados pela causalidade recíproca, não afasta a possibilidade da sua existência.

A seguir, limitamo-nos à análise das principais conclusões que se podem retirar dos estudos presentes no quadro 3, remetendo o leitor interessado para uma análise mais detalhada e técnica em Drumond (2002).³¹

Potencial de Crescimento Económico

Analisando os resultados relativos à influência do desenvolvimento do sistema financeiro sobre o potencial de crescimento das economias, constata-se que geralmente as variáveis financeiras têm, por esta via, uma influência significativa e positiva sobre o crescimento de longo prazo e, portanto, como cada uma dessas variáveis está positivamente correlacionada com o desenvolvimento financeiro³², este parece influenciar positivamente a taxa de crescimento do produto real *per capita* de *steady state*.

28- As variáveis são descritas de forma mais pormenorizada no quadro 3, em anexo.

29- Grande parte desses estudos e bases de dados estão disponíveis em <http://econ.worldbank.org/programs/finance/>.

30- Sucintamente descrita na secção 3.

31- Nesta referência está disponível, entre outras coisas, uma descrição bastante pormenorizada das variáveis financeiras geralmente utilizadas neste tipo de estudo, assim como a sua relação com o desenvolvimento do sistema financeiro (ver Drumond, 2002, ponto 3.3.2, pp. 118 a 123).

32- À excepção de CBAY (*dimensão do Banco Central*): se o aumento do peso do Banco Central na economia for feito à custa do respectivo peso das OIM, um aumento de CBAY implicará um menor desenvolvimento financeiro (ver Drumond, 2002).

Tendo em conta este resultado, os estudos empíricos parecem corroborar, de certa forma, os modelos teóricos que demonstram existir uma influência positiva do desenvolvimento do sistema financeiro no crescimento económico. Porém, essa influência parece ser mais clara quando a amostra é constituída por um conjunto alargado de países (como por exemplo em King e Levine, 1993a, e Beck *et al.*, 2000). Se forem considerados apenas os países mais desenvolvidos, como é o caso de Drumond (2002), a relação de influência passa a depender das variáveis utilizadas para representar o desenvolvimento do sistema financeiro. Isto vem ao encontro da seguinte afirmação de Leahy *et al.* (2001, pág. 14):

“Most empirical studies of the determinants of growth in a broad sample of countries conclude that financial development provides a significant contribution to growth (...). Drawing lessons for OECD countries from these studies is difficult, however, as strong results are obtained only when low and middle income economies are included in the sample (...). Studies focused on OECD countries have typically failed to find significant links between financial development and growth (...).”

Estes autores apontam algumas razões que podem estar por detrás destes resultados, entre as quais se encontram as fortes ligações internacionais existentes entre os mercados financeiros da OCDE, que fazem com que seja difícil identificar a influência do desenvolvimento financeiro interno sobre a taxa de crescimento de cada país, e o facto dos países da OCDE se situarem num nível de desenvolvimento mais avançado, em que o sistema financeiro pode ter um impacto diferente, e mais difícil de medir, sobre o crescimento económico, do que nos estados iniciais de desenvolvimento.

Uma adversidade comum a todos os estudos analisados, e que influencia certamente os resultados obtidos, diz respeito à qualidade das variáveis financeiras. Por um lado, não é possível construir variáveis que representem directamente as funções desempenhadas pelo sistema

financeiro, para uma amostra constituída por vários países durante um período relativamente longo de tempo. Por outro lado, as variáveis utilizadas não têm em conta os fluxos financeiros internacionais, que, tal como Leahy *et al.* (2001) afirmam, são cada vez mais intensos entre os países da OCDE.

Ainda um outro problema relacionado com a construção das variáveis financeiras diz respeito à forte inovação financeira que se tem feito sentir, principalmente nos países mais desenvolvidos. Analisando, em particular, Drumond (2002), a indisponibilidade de dados agregados (principalmente em termos de dimensão temporal) levou a que as variáveis relativas à intermediação financeira não incluíssem as instituições financeiras não monetárias (IFNM). Ora, nos últimos anos, e especialmente nos países incluídos na amostra (23 países da OCDE), estas instituições desenvolveram-se substancialmente, o que implicou um aumento da sua importância dentro do sistema financeiro. Esta evolução tem naturalmente repercussões na esfera real da economia. Veja-se, por exemplo, o caso das sociedades de capital de risco, cujo desenvolvimento tem contribuído para o surgimento de inovações tecnológicas em alguns países desenvolvidos. Porém, ao se excluírem, por falta de dados, as IFNM na construção das variáveis relativas à intermediação financeira, todos estes efeitos, provenientes da inovação financeira que se tem feito sentir neste sector, estão ausentes das estimações efectuadas. Isto pode justificar, em grande parte, a evidência que aponta para uma relação pouco robusta entre o desenvolvimento da intermediação financeira e o crescimento económico, nos países da OCDE: em Drumond (2002) os resultados relativos à influência positiva do sistema financeiro no crescimento económico são sensivelmente mais claros quando se consideram como variáveis financeiras as variáveis relativas ao desenvolvimento do mercado accionista, em alternativa às variáveis de intermediação financeira.^{33,34} Tal como afirmam Rousseau e Wachtel (1998, pág. 658):

33- Mais uma vez, a indisponibilidade de dados agregados impede que se entre em conta com o desenvolvimento do mercado de obrigações e de derivados financeiros.

34- Esta constatação é corroborada pelos resultados de um outro estudo empírico (não incluído no quadro 3) efectuado por Beck e Levine (2001), que, abrangendo um painel mais vasto, em termos do número de países, do que o considerado na referida aplicação empírica (40 países, entre os quais apenas 19 pertencem à OCDE), conclui que, quer o sistema bancário (representado pelo *crédito bancário ao sector privado*), quer o mercado accionista (representado pelo *turnover ratio*), influenciam positivamente o crescimento económico.

“In contemporary developed economies, organized equity, debt, and derivative markets may substitute for traditional intermediaries markets; thus intermediated finance may become less important as the financial system become more sophisticated.”

Canais de Transmissão

A análise dos principais resultados dos estudos patentes no quadro 3 permite-nos também concluir que, quando estes se centram no estudo do canal através do qual o sistema financeiro pode influenciar o crescimento económico, - para tal considerando como variáveis explicadas, a taxa de crescimento do stock de capital físico *per capita*, ou a taxa de crescimento da produtividade total dos factores (PTF), ou a taxa de investimento ou, ainda, a taxa de poupança - os resultados obtidos são bastante ambíguos: alguns estudos apontam no sentido duma relação mais forte entre o desenvolvimento do sistema financeiro e o crescimento da produtividade total dos factores, enquanto outros apontam para uma relação mais forte entre o primeiro e a acumulação de capital físico.³⁵ A título de exemplo, enquanto que Drumond (2002) evidencia uma ligação mais forte entre o peso das OIM na economia e as variáveis relativas ao desenvolvimento do mercado de acções, por um lado, e a acumulação de capital físico, por outro, De Gregorio e Guidotti (1995) e Levine e Zervos (1998) concluem que o principal canal de transmissão é o crescimento da PTF e não a acumulação de capital.

A falta de clareza na identificação empírica dos canais de transmissão, através da PTF, tem, quanto a nós, vários motivos. Desde logo, uma regressão baseada na contabilidade do crescimento, que faz depender a evolução da PTF das variáveis financeiras, tem como objectivo captar a influência que, à parte da via acumulação de capital, o desenvolvimento do sector financeiro tem no crescimento económico. Porém, como já foi referido atrás, na secção 3, não se consegue, através do crescimento da PTF, distinguir por qual dos três canais possíveis - afectação de recursos a projectos mais rentáveis e estímulo à inovação e à especialização tecnológicas - o sector financeiro poderá estar a

influenciar o crescimento económico. Junte-se a isto o facto da taxa de crescimento da PTF ser uma variável não observável, sendo calculada residualmente a partir de variáveis observáveis. Em algumas situações, constata-se que diferentes formas de cálculo da taxa de crescimento da PTF levam, também, a diferentes resultados, pondo-se em causa a robustez da relação entre esta variável e as variáveis financeiras. Finalmente, talvez os resultados pudessem apontar para uma relação mais clara entre o desenvolvimento do sistema financeiro e o crescimento da PTF, se fossem consideradas variáveis financeiras que reflectissem, por exemplo, o desenvolvimento das sociedades de capital de risco, já que estas apresentam à partida uma relação mais directa com a inovação tecnológica do que as variáveis consideradas. Há aqui, nitidamente, trabalho a fazer no sentido de coleccionar dados agregados relativamente a estas instituições financeiras.

5. Notas de Conclusão

Os modelos de crescimento endógeno que incorporam explicitamente o sistema financeiro prevêem que este, (i) ao desempenhar as suas funções económicas, é capaz de influenciar positivamente o crescimento económico, (ii) através dos vários canais de transmissão - acumulação de capital, afectação da poupança a investimentos mais produtivos, e inovação e especialização tecnológicas.

A contrapartida empírica não é tão coerente. Sobre as previsões teóricas (i) - a forma reduzida, digamos - a comparação dos resultados empíricos mostra que geralmente as variáveis financeiras têm um efeito significativo e positivo sobre o crescimento de longo prazo. E, como cada uma dessas variáveis está positivamente correlacionada com o desenvolvimento financeiro, conclui-se que este influencia positivamente a taxa de crescimento potencial do produto real *per capita*.

Sobre as previsões teóricas (ii) - a forma estrutural da relação, por assim dizer - concluímos que os estudos empíricos não foram ainda capazes de isolar claramente, nem as funções financeiras, nem os canais de transmissão.

35- Relativamente à taxa de poupança, a evidência aponta para a não existência de uma relação significativa entre esta e as variáveis financeiras, o que parece indicar que os efeitos contraditórios referidos atrás se anulam mutuamente.

Além dos problemas genéricos associados aos estudos empíricos de crescimento económico - relacionados com a definição empírica de *steady state*, com a captação das relações de longo prazo entre as variáveis, e com a possibilidade da existência duma relação de causalidade recíproca entre a variável dependente e as variáveis explicativas -, os investigadores deste tema deparam-se com desafios específicos. Para avaliar empiricamente o que os modelos de crescimento endógeno prevêm relativamente aos canais de influência do desenvolvimento do sector financeiro no crescimento económico, seria necessário construir medidas que reflectissem a capacidade do sistema financeiro em mobilizar poupanças, em diversificar o risco idiossincrático, em fornecer liquidez, em adquirir informação sobre projectos de investimento, em fiscalizar os empresários e em facilitar a transacção de bens e serviços, o que não tem sido conseguido para o tipo de amostras consideradas, constituídas por vários países durante um período relativamente longo de tempo.

A discrepância entre a clareza das previsões teóricas e o ruído das conclusões empíricas abre, claramente, diversas vias de investigação empírica e teórica, já sugeridas ao longo do texto. Adicionalmente, consideramos muito promissoras - em termos de previsível valor acrescentado para a compreensão e utilização em política económica do papel do sistema financeiro no crescimento económico - as seguintes:

- Modelização explícita da causalidade recíproca do crescimento económico para o desenvolvimento do sistema financeiro. Será essencial ter em conta os aspectos institucionais que moldam o desenvolvimento do sistema financeiro, incluindo o quadro legal de protecção dos direitos de propriedade e de execução dos contratos e os modos de governação.

- Consideração da influência do sistema financeiro sobre o crescimento económico via estabilidade macroeconómica. Se a estabilidade macroeconómica é decisiva para o crescimento económico sustentado - como tem sido apontado pela literatura -, então o papel do sector financeiro e da sua regulação pública na estabilização dos ciclos económicos constitui um canal adicional de influência deste sector sobre o crescimento económico.

Curiosamente, mas não por acaso, todas estas propostas de linhas de investigação apontam para a insuficiência da abordagem meramente funcional e para a conseqüente necessidade de a complementar e cruzar, de forma mais aprofundada, com a análise das estruturas financeiras - uma perspectiva centrada nas instituições, mercados e instrumentos financeiros.

Anexo: Quadros 2 e 3

Quadro 2: Modelos de Crescimento Endógeno com Sistema Financeiro

Função Financeira ⁽¹⁾ (principal)	Modelo de Crescimento	Canal de Transmissão	Estrutura Financeira	Previsões numa situação de ausência ou subdesenvolvimento do sistema financeiro	Consequências directas do desenvolvimento do sistema financeiro (SF)
Facilitar a Diversificação e Partilha do Risco Idiossincrático	Saint-Paul (1992)	especialização tecnológica	mercado de capitais	- agentes só adquirem quotas de empresas situadas próximas do seu local de residência - empresas adoptam tecnologias mais flexíveis e de baixo risco e retorno (diversificação tecnológica)	- agentes passam a poder adquirir quotas de empresas situadas fora do seu local de residência - especialização tecnológica das empresas
	Obstfeld (1994)	afecção da poupança a investimentos mais produtivos	- não especificada - análise dos efeitos da integração fin. internacional	- na ausência de integração financeira internacional, os agentes investem grande parte dos seus recursos em projectos de baixo risco e retorno	a integração financeira internacional possibilita a diversificação dos portfólios de activos detidos pelos residentes dos vários países
Fornecer Liquidez	Bencivenga e Smith (1991)	afecção da poupança a investimentos mais produtivos e acumulação de capital	sistema bancário	- agentes asseguram-se contra necessidades imprevistas de liquidez investindo em activos líquidos mas improdutos - acumulação de capital é autofinanciada (sujeita a liquidação prematura caso surjam necessidades imprevistas de liquidez)	- bancos aceitam depósitos dos aforadores e aplicam-nos em dois tipos de activos: act. líquido (reservas) e investimento de capital ilíquido (cujo retorno é superior se não houver liquidação prematura) - eliminação da liq. prematura do capital
	Levine (1991)	afecção da poupança a investimentos mais produtivos e acumulação de capital	mercado accionista	- liquidação prematura do capital por parte dos agentes que enfrentam choques de liquidez, prejudicando a acumulação de capital humano ⁽²⁾ - desencoraja-se o investimento produtivo	agentes que enfrentam choques de liquidez vendem as suas acções a outros investidores (que estão dispostos a comprá-las já que passam a usufruir duma mais elevada taxa de retorno esperada)
	Bencivenga, Smith e Starr (1995, 1996)	afecção da poupança a investimentos mais produtivos e acumulação de capital	mercado de capitais secundário	elevados custos de transacção no mercado de capitais	aumento de liquidez (diminuição dos custos de transacção) no mercado de capitais
Adquirir e Disponibilizar Informação sobre Investimentos	Greenwood e Jovanovic (1990)	afecção da poupança a investimentos mais produtivos	intermediários financeiros ⁽³⁾	problemas de coordenação na recolha de informação sobre o retorno esperado dos projectos de produção (devido ao carácter de bem público da informação)	- agentes que recorrem aos intermediários fin. beneficiam da informação por estes recolhida sobre os retornos dos projectos de produção - diversificação do risco idiossincrático associado a cada projecto de produção - maior facilidade na transferência do consumo ao longo do tempo
	King e Levine (1993b)	inovação tecnológica	intermediários financeiros ⁽⁴⁾ e mercado accionista	distorções no SF, provocadas, por exemplo, pela tributação do rendimento gerado pelos intermediários financeiros, fazem aumentar o custo de inovar no sector de produção de bens intermédios	- SF avalia os empresários na iniciação da actividade de inovação de forma mais eficiente e menos dispendiosa - maior eficácia na mobilização de recursos e no financiamento dos empresários - diversificação do risco idiossincrático inerente à actividade de inovação
Fiscalizar os Empresários	De la Fuente e Marín (1996)	inovação tecnológica	sistema bancário	- custos excessivos incorridos na fiscalização dos empresários que pretendem levar a cabo projectos de I&D ⁽⁵⁾ - agentes detêm portfólios não totalmente diversificados (já que não estão dispostos a fiscalizar projectos dos quais possam vir a deter uma fracção muito pequena)	- diminuição dos custos de fiscalização - canalização mais eficiente de poupanças para as empresas
	Blackburn e Hung (1998)	inovação tecnológica	sistema bancário	custos excessivos de fiscalização dos empresários => nível baixo de I&D ⁽⁵⁾	- diminuição dos custos de fiscalização - canalização mais eficiente de poupanças para as empresas
Facilitar a Transacção de Bens e Serviços	Greenwood e Smith (1997)	especialização tecnológica	não contempla especificamente o SF ⁽⁶⁾	custos de transacção muito elevados prejudicando a especialização tecnológica	criação de instrumentos financeiros que permitem a diminuição dos custos de transacção nos mercados

Quadro 2: Modelos de Crescimento Endógeno com Sistema Financeiro (continuação)

Função Financeira ⁽¹⁾ (principal)	Modelo de Crescimento	Ligação entre o desenvolvimento do SF e o crescimento económico (CE)	Funções financeiras secundárias e respectivos canais de transmissão	Presença de causalidade recíproca
Facilitar a Diversificação e Partilha do Risco Idiossincrático	Saint-Paul (1992)	a especialização tecnológica das empresas no produto relativamente ao qual têm vantagens comparativas na produção leva ao aumento da taxa de crescimento económico	não estão presentes no modelo	ao se assumir que o desenvolvimento dos mercados financeiros envolve custos (fixos), o surgimento do SF apenas se torna rentável a partir dum nível mínimo de rendimento na economia
	Obstfeld (1994)	substituição de investimentos de baixo risco e retorno por investimentos mais ariscados e com retorno superior => aumento da taxa de crescimento económico	não estão presentes no modelo	não está presente no modelo
Fornecer Liquidez	Bencivenga e Smith (1991)	crescimento económico acelera se a fracção da poupança investida em capital (líquido) por intermédio do SF for superior ou igual à fracção da poupança investida nesse mesmo capital na ausência de SF (condição suficiente: aforradores suficientemente avessos ao risco)	não estão presentes no modelo	não está presente no modelo
	Levine (1991)	eliminação da liquidação prematura do capital e aumento da fracção de recursos investidos nas empresas (em activos líquidos) => aceleração da acumulação de capital humano => aumento da taxa de crescimento económico	diversificação e partilha do risco idiossincrático (ao permitir que os agentes invistam num número mais elevado de empresas) <u>canal</u> : afectação da poupança a investimentos mais produtivos	não está presente no modelo
	Bencivenga, Smith e Starr (1995, 1996)	Efeitos que levam à aceleração do CE: - adopção de tecnologias com períodos de gestação superiores ^{(7), (8)} - aumento da produtividade, líquida de custos de transacção, de todas as tecnologias - aumento da taxa de poupança	não estão presentes no modelo	não está presente no modelo
Adquirir e Disponibilizar Informação sobre Investimentos	Greenwood e Jovanovic (1990)	Efeitos que levam à aceleração do CE: - aumento do valor esperado da taxa de retorno do investimento (informação recolhida permite que os recursos sejam investidos nos projectos mais rentáveis) - partilha do risco idiossincrático entre um grande número de investidores	diversificação e partilha do risco idiossincrático - <u>canal</u> : afectação da poupança a investimentos mais produtivos	o CE e a estrutura financeira estão intensamente ligados: o crescimento fornece os meios para o desenvolvimento do SF, e este, por sua vez, gera um maior crescimento ao permitir uma afectação de recursos mais eficiente
	King e Levine (1993b)	diminuição dos custos de investimento em aumentos de produtividade => estímulo à inovação => diminuição dos custos de produção e melhorias na qualidade dos bens produzidos => aumento da taxa de crescimento económico	mobilizar poupanças - <u>canal</u> : inovação tecnológica diversificação e partilha do risco idiossincrático <u>canal</u> : inovação tecnológica	não está presente no modelo
Fiscalizar os Empresários	De la Fuente e Marín (1996)	ao fiscalizarem os empresários (cujas acções não são directamente observáveis) a um menor custo, os intermediários financeiros incentivam a canalização de recursos para a actividade de inovação que, por sua vez, estimula o CE	mobilizar poupanças - <u>canal</u> : inovação tecnológica	é necessário que a economia atinja um stock de capital mínimo para que a actividade de fiscalização por parte do SF se torne rentável (a acumulação de capital, ao alterar os preços relativos dos factores, leva ao aumento da fiscalização por parte do SF, o que, por sua vez, estimula o CE)
	Blackburn e Hung (1998)	diminuição dos custos de monitorização => => diminuição dos custos associados à I&D => estímulo ao CE	mobilizar poupanças - <u>canal</u> : inovação tecnológica	à medida que a economia cresce, os custos de delegação da monitorização ao SF diminuem, o que leva à substituição do financiamento directo pela intermediação financeira (mas só a partir dum nível mínimo de projectos de I&D é que se torna rentável a delegação da fiscalização dos empresários aos interm. financeiros)
Facilitar a Transacção de Bens e Serviços	Greenwood e Smith (1997)	os mercados, ao promoverem as transacções, vão fomentar ganhos de produtividade porque permitem uma maior especialização por parte das empresas => aumento da taxa de CE	não estão presentes no modelo	o surgimento dos mercados, ao envolver custos (fixos), torna-se dependente do estado de desenvolvimento das economias

Notas:

⁽¹⁾A mobilização de poupanças foi propositadamente omitida por não ser considerada função financeira principal em nenhum dos modelos analisados; ⁽²⁾Que neste modelo depende positivamente do montante médio de capital físico mantido nas empresas; ⁽³⁾Não definidos especificamente; ⁽⁴⁾Podem ser vistos como empresas de capital de risco que financiam o início de actividades de inovação; ⁽⁵⁾Investigação e Desenvolvimento; ⁽⁶⁾Este modelo não contempla especificamente o papel dos mercados financeiros no crescimento económico, mas sim o papel dos mercados em geral; ⁽⁷⁾Tecnologias mais produtivas, por pressuposto; ⁽⁸⁾Este efeito pode ter consequências adversas sobre o CE se levar à diminuição da fracção da poupança investida na iniciação de novos investimentos.

Quadro 3: Sistema Financeiro e Crescimento Económico: Estudos Empíricos Recentes

Estudo	Instituição Financeira	Amostra	Variável Dependente (VD)	Variáveis Financeiras (VF)	Variáveis de Controle (VC) e Instrumentais (VI)
King e Levine (1993a)	Interm. Fin.: IFM ⁽¹⁾ e IFNM ⁽²⁾	- 80 países entre 1960 e 1989 - <i>Cross-section</i> ou dados em painel (valores médios de 10 anos) => 3 observações por país	g_y ou g_k ou g_{PTF1} ou INV	LLY ou BANK ou PRIVATE ou PRIVY	VC: y_0 , $\ln(\text{SEC}_0)$, INFL, GOV e EXT
De Gregorio e Guidotti (1995)	IFM	- <i>Cross-section</i> : 100 países entre 1960 e 1985	g_y	PRIVY	VC: y_0 , SEC_0 , PRIM_0 , GOV, REV, ASS, INV
		- Dados em painel: 12 países da Am. Latina entre 1950 e 1985 (valores médios de 6 anos)	g_y	PRIVY	VC: y_0 , SEC_0 , PRIM_0 , GOV, REV, ASS, INV
Levine e Zervos (1998)	IFM e Mercado Accionista	- 47 países entre 1976 e 1993 - <i>cross-section</i>	g_y ou g_k ou g_{PTF1}	CBY ₀ ou VTY ₀ ou TR ₀ PRIVY ₀ (esta última entra em todas as regressões) ⁽³⁾	VC: y_0 , $\ln(\text{SEC}_0)$, INFL ₀ GOV ₀ , REV, BMERP ₀
Beck, Levine e Loayza (2000)	Interm. Fin.: IFM e IFNM	- <i>Cross-section</i> : 63 países entre 1960 e 1995 (exceção: para SAV' apenas estão disponíveis dados para 61 países entre 1971 e 1995)	g_y ou g_k ou g_{PTF1}	PRIVY ⁽³⁾ (definida em ln)	VC1: y_0 , $\ln(\text{tyr}_0)$ VC2: VC1, $\ln(\text{GOV})$, $\ln(1+\text{INFL})$, $\ln(1+\text{BMERP})$, $\ln(\text{EXT})$ VC3: VC2, REV, ASS, medida de diversidade étnica VI: origem legal de cada país
		- dados em painel: 77 países entre 1961 e 1995 (valores médios de 5 anos) => 7 obs. por país (exceção: para SAV' apenas estão disponíveis dados para 72 países entre 1971 e 1995)	g_y ou g_k ou g_{PTF1}	PRIVY ⁽³⁾ (definida em ln)	VC1: y_0 , $\ln(\text{tyr}_0)$ VC2: VC1, $\ln(\text{GOV})$, $\ln(1+\text{INFL})$, $\ln(1+\text{BMERP})$, $\ln(\text{EXT})$ VI: valores desfasados das variáveis explicativas (financeiras e de controle)
Leahy <i>et al.</i> (2001) Bassanini <i>et al.</i> (2001)	IFM e Mercado Accionista	- dados em painel: 21 países da OCDE entre 1971 e 1998	g_y	PRIVY _{t-1} ⁽³⁾ ou CBY _{t-1} (definidas em ln)	VC: y_{t-1} , $\ln(\text{INV})$, $\ln(\text{tyr})$, n VC para INV' como VD: $\ln(\text{INFL})$, $\ln(\text{INVGov})$, medida de abertura ao exterior
Drumond (2002)	IFM	- dados em painel: 23 países da OCDE entre 1960 e 1994 (valores médios de 5 anos => 7 obs. por país)	g_y (análise via convergência condicional)	BANK ou LLY ⁽⁴⁾ ou CBAY ou DMBAY ou PRIVY ⁽³⁾ (definidas em ln)	VC: y_0 , $\ln(\text{tyr}_0)$, $\ln(1+\text{INFL})$, $\ln(\text{GOV})$, $\ln(\text{EXT})$ Outras VC: DPINFL e INV VI para VIF ⁽⁵⁾ : LLY ou LLY e INFL_{t-1} ; DMBAY ou DMBAY e INFL_{t-1} (se VIF = LLY)
			g_k ou g_{PTF2} ou g_{PTF3} ou INV (análise via contabilidade do crescimento)	BANK ou LLY ⁽⁴⁾ ou CBAY ou DMBAY ou PRIVY ⁽³⁾ (definidas em ln)	VC: $\ln(1+\text{INFL})$, $\ln(\text{GOV})$, $\ln(\text{EXT})$ Outras VC: DPINFL VI para VIF ⁽⁵⁾ : LLY ou LLY e INFL_{t-1} ; DMBAY ou DMBAY e INFL_{t-1} (se VIF = LLY)
Drumond (2002)	IFM e Mercado Accionista	- dados em painel: 16 países da OCDE entre 1975 e 1994 (valores médios de 5 anos => 4 obs. por país)	g_y (análise via convergência condicional)	BANK ou LLY ⁽⁴⁾ ou PRIVY ⁽³⁾ ou CBY ou VTY ou TR (todas definidas em ln)	VC: y_0 , $\ln(\text{tyr}_0)$, $\ln(1+\text{INFL})$, $\ln(\text{GOV})$, $\ln(\text{EXT})$ Outras VC: DPINFL e INV VI para VMA ⁽⁶⁾ : BANK e INFL_{t-1} ou INFL_{t-1}
			g_k ou g_{PTF2} ou g_{PTF3} ou INV (análise via contabilidade do crescimento)	BANK ou LLY ⁽⁴⁾ ou PRIVY ⁽³⁾ ou CBY ou VTY ou TR (todas definidas em ln)	VC: $\ln(1+\text{INFL})$, $\ln(\text{GOV})$, $\ln(\text{EXT})$ Outras VC: DPINFL VI para VMA ⁽⁶⁾ : PRIVY e INFL_{t-1} ou INFL_{t-1} (com g_{PTF2} como VD também se considerou BANK e INFL_{t-1})

Quadro 3: Sistema Financeiro e Crescimento Económico: Estudos Empíricos Recentes (continuação)

Estudo	Método de Estimação	Resultados Principais	Outras Regressões e Resultados
King e Levine (1993a)	OLS (com correcção de White)	- LLY, BANK, PRIVY, PRIVATE significativas ($p\text{-value} \leq 0,05$) - estimativas do coeficiente associado às VF sempre positivas	- incluindo INV nas VC: só LLY se mantém robustamente correlacionada com a VD
De Gregorio e Guidotti (1995)	OLS (com correcção de White)	- PRIVY significativa ($p\text{-value} < 0,05$) - estimativa do coeficiente associado à VF positiva	- excluindo INV das VC a estimativa do coeficiente associado a PRIVY e o nível de significância aumentam muito ligeiramente - sub-amostra (32 países mais desenvolvidos da amostra inicial): ⁽⁷⁾ PRIVY não significativa; excluindo INV aumento mais acentuado do coeficiente de PRIVY, do que nos países menos desenvolvidos
	Efeitos Aleatórios (com correcção de White)	- PRIVY significativa ($p\text{-value} < 0,05$) - estimativa do coeficiente associado à VF negativa	- excluindo INV das VC: PRIVY significativa com estimativa do coeficiente a ela associada negativa
Levine e Zervos (1998)	OLS (com correcção de White)	- CBY_0 , VTY_0 , TR_0 , $PRIVY_0$ sempre significativas ($p\text{-value} \leq 0,05$) - estimativas dos coeficientes associados às VF positivas	- utilizando SAV como VD as VF são geralmente não significativas - retirando da amostra o Japão, Coreia e Singapura, CBY_0 deixa de ser significativa - incluindo numa mesma regressão CBY_0 e VTY_0 , a primeira deixa de ser significativa - os resultados não se alteram significativamente se em vez dos valores iniciais das VF e VC se utilizarem valores médios anuais
Beck, Levine e Loayza (2000)	GMM (com correcção de White)	- g_y , g_k ou g_{PTF} como VD, PRIVY significativa ($p\text{-value} \leq 0,05$) - estimativas do coeficiente associado à VF sempre positivas	- retirando PRIVY, INFL torna-se significativa (com sinal -) - LLY ou BANK não significativas com g_k como VD - LLY ou BANK significativas com g_y , g_{PTF} como VD (com sinal +) - SAV' como VD (VC distintas das descritas anteriormente): não existe uma relação robusta entre PRIVY e SAV'; o mesmo acontece com LLY ou BANK como VF
	GMM (com correcção de White)	- g_y , g_k ou g_{PTF} como VD, PRIVY significativa ($p\text{-value} \leq 0,05$) - estimativas do coeficiente associado à VF sempre positivas	- retirando PRIVY, INFL torna-se significativa (com sinal -) - LLY ou BANK significativas com g_y , g_k ou g_{PTF} como VD (sinal +) - SAV' como VD (VC distintas das descritas anteriormente): não existe uma relação robusta entre PRIVY e SAV'; o mesmo acontece com LLY ou BANK como VF
Leahy <i>et al.</i> (2001) Bassanini <i>et al.</i> (2001)	Polled mean group estimators	- CBY significativa ($p\text{-value} < 0,05$); com estimativa do coeficiente a ela associada positiva - PRIVY significativa ($p\text{-value} < 0,05$); com estimativa do coeficiente a ela associada negativa - INV' geralmente significativa ($p\text{-value} < 0,05$); com estimativa do coeficiente a ela associada positiva	- incluindo uma variável relativa à inflação nas VC, PRIVY torna-se significativa (a 5%), com estimativa do coeficiente positiva - considerando INV' como VD: - PRIVY significativa (a 5%) com sinal (+), considerando adicionalmente $\ln(GOV)$ e $DPINFL$ como VC - CBY significativa ($p\text{-value} < 0,05$) com sinal (+), considerando ou não $\ln(GOV)$ como VC
Drumond (2002)	Efeitos Fixos Individuais e Temporais (com correcção de White)	- BANK e CBAY significativas ($p\text{-value} < 0,1$); com estimativas dos coef. a elas associadas positiva e negativa (respectivamente) - LLY, DMBAY e PRIVY não significativas	- incluindo numa mesma regressão CBAY e DMBAY, a primeira mantém-se significativa (com sinal -) e a segunda não significativa - diferenças entre OLS e 2SLS não estatisticamente significativas - incluindo INV como VC: INV significativa (a 5%) com estimativa do coeficiente positiva; nenhuma variável financeira significativa
	e 2SLS ⁽⁸⁾ (para teste de endogeneidade)	- g_k como VD: BANK e CBAY são as únicas VIF ⁽⁵⁾ significativas ($p\text{-value} < 0,05$); estimativas dos coef. a elas associadas positiva e negativa (respectivamente) - g_{PTF2} como VD: BANK é a única VIF significativa ($p\text{-value} < 0,1$); estimativa do coef. a ela assoc. positiva	- efectuada correcção de Cochrane-Orcutt - diferenças entre OLS e 2SLS não estatisticamente significativas - INV como VD: BANK e LLY significativas com sinal (+) - g_{PTF3} como VD: BANK e PRIVY significativas (a 5%); com estimativas dos coeficientes a elas associadas positivas
Drumond (2002)	Efeitos Fixos Individuais e Temporais (com correcção de White)	- variáveis bancárias não significativas - CBY e VTY significativas ($p\text{-value} < 0,05$); com estimativas dos coef. a elas associadas positivas - TR significativa ($p\text{-value} < 0,05$) e com estimativa do coef. a ela associada positiva, mas apenas quando	- excluindo variáveis do merc. accionista: variáveis bancárias mantêm-se não significativas - incluindo numa mesma regressão CBY e VTY, a segunda deixa de ser significativa - diferenças entre OLS e 2SLS não estatisticamente significativas
	e 2SLS ⁽⁸⁾ (para teste de endogeneidade)	BANK é a variável bancária tida em conta - g_k como VD: todas as VMA ⁽⁶⁾ significativas ($p\text{-value} < 0,05$) e com sinal esperado (+); VIF ⁽⁵⁾ geralmente não significativas (excepção: BANK) - g_{PTF2} como VD: TR é a única VF significativa, mas apenas quando BANK é a variável bancária tida em conta	- incluindo INV como VC: INV não significativa - efectuada correcção de Cochrane-Orcutt - diferenças entre OLS e 2SLS não estatisticamente significativas - INV como VD: das VMA apenas CBY significativa (com sinal +); BANK e PRIVY significativas (com sinal +) - g_{PTF3} como VD: resultados semelhantes aos obtidos com g_{PTF2}

Quadro 3: Sistema Financeiro e Crescimento Económico: Estudos Empíricos Recentes
(continuação)

Estudo	Principais Limitações
King e Levine (1993a)	- para entrar em linha de conta com a possível endogeneidade da VF limita-se a considerar como variável explicativa o valor inicial da VF - amostra engloba países com características muito distintas (que são tratados como se fossem homogéneos), não considerando possíveis efeitos, não observáveis, inerentes a cada um
De Gregorio e Guidotti (1995)	- amostra engloba países com características muito distintas (que são tratados como se fossem homogéneos) - para entrar em linha de conta com a possível endogeneidade da VF limita-se a considerar como variável explicativa o valor inicial da VF - a VF não reflecte a elevada inovação financeira que se fez sentir fora do sistema bancário nas décadas de 70 e 80, principalmente nos países mais desenvolvidos - não se considera o mercado accionista
Levine e Zervos (1998)	- para entrar em linha de conta com a possível endogeneidade da VF limita-se a considerar como variável explicativa o valor inicial da VF - amostra engloba países com características muito distintas (que são tratados como se fossem homogéneos), não considerando possíveis efeitos, não observáveis, inerentes a cada um
Beck, Levine e Loayza (2000)	- amostra engloba países com características muito distintas (que são tratados como se fossem homogéneos), não considerando possíveis efeitos, não observáveis, inerentes a cada um - tal como em todos os estudos <i>cross-section</i> anteriores, não se aproveita a dimensão temporal da amostra - só se considera a possível endogeneidade das VF - não se considera o mercado accionista (também aplicável à análise <i>cross-section</i>)
Leahy <i>et al.</i> (2001) Bassanini <i>et al.</i> (2001)	- não se considera o problema da possível endogeneidade das VF
Drumond (2002)	- as VF não representam directamente as funções desempenhadas pelo sistema financeiro e não têm em conta os fluxos financeiros internacionais - indisponibilidade de dados agregados relativamente às IFNM - utilizando g_{PIF} como VD não se consegue distinguir por qual dos seguintes canais o sector financeiro poderá estar a afectar o crescimento económico: afectação de recursos a projectos mais rentáveis, estímulo à inovação e à especialização tecnológicas - a divisão da amostra em períodos temporais de 5 anos pode não ser suficiente para captar apenas as relações de longo prazo entre as variáveis
Drumond (2002)	- as VF não representam directamente as funções desempenhadas pelo sistema financeiro e não têm em conta os fluxos financeiros internacionais - indisponibilidade de dados agregados relativamente às IFNM - utilizando g_{PIF} como VD não se consegue distinguir por qual dos seguintes canais o sector financeiro poderá estar a afectar o crescimento económico: afectação de recursos a projectos mais rentáveis, estímulo à inovação e à especialização tecnológicas - a divisão da amostra em períodos temporais de 5 anos pode não ser suficiente para captar apenas as relações de longo prazo entre as variáveis

Notas:

⁽¹⁾ Instituições Financeiras Monetárias = Banco Central + OIM;

⁽²⁾ Instituições Financeiras Não Monetárias;

⁽³⁾ Não inclui crédito concedido pelo Banco Central;

⁽⁴⁾ Não inclui respons. líquidas das IFNM;

⁽⁵⁾ Variável de Intermediação Financeira;

⁽⁶⁾ Variável do Mercado Accionista;

⁽⁷⁾ Inclui 22 países da OCDE;

⁽⁸⁾ Two Stage Least Squares.

Variáveis:

g_y = taxa de crescimento do PIB real *per capita*;

g_k = taxa de crescimento do stock de capital real *per capita*;

$g_{PIF1} = g_y - 0,3g_k$;

$g_{PIF2} = g_y - 0,3(3)g_k - 0,3(3)g_h$, com g_h = taxa de crescimento de *tyr*;

$g_{PIF3} = g_y - 0,3(3)g_k - 0,3(3)g_h$, com g_h = taxa de crescimento de *hyr*

(em Drumond, 2002, g_{PIF3} corresponde a g_{PIF2});

INV = Investimento Bruto/PIB;

SAV = Poupança Bruta Privada / PIB;

INV' = Investimento bruto privado (não residencial) / PIB;

SAV' = Poupança Bruta Privada / Rendimento Disponível Bruto Privado;

LLY = Responsabilidades Líquidas das IFM e IFNM / PIB;

BANK = (Activos das OIM sobre os sectores internos não financeiros) / (Activos das OIM e do Banco Central sobre os sectores internos não financeiros);

DMBAY = Activos das OIM sobre os sectores internos não financeiros / PIB;

PRIVATE = Crédito concedido ao sector privado (interno) não financeiro pelos interm. fin. em causa / crédito interno total concedido pelos interm. fin. em causa;

PRIVY = Crédito concedido ao sector privado (interno) não financeiro pelos interm. fin. em causa / PIB;

CBAY = Activos do Banco Central sobre os sectores internos não financeiros / PIB;

CBY = Capitalização Bolsista / PIB;

VTY = Valor Transaccionado em Bolsa / PIB;

TR = VTY/CBY;

y_0 = ln(PIB real *per capita* inicial);

PRIM = taxa de matrícula no ensino primário;

SEC = taxa de matrícula no ensino secundário;

tyr = n° médio de anos de escolaridade da população com mais de 25 anos;

hyr = n° médio de anos de escolaridade no ensino superior da população com mais de 25 anos;

INFL = taxa de inflação;

GOV = despesas do governo / PIB;

EXT = (importações + exportações) / PIB;

REV = n° de revoluções e golpes de Estado;

ASS = índice de assassinatos;

BMERP = black market exchange rate premium;

n = taxa de crescimento da população entre os 15 e os 64 anos de idade;

DPINFL = desvio padrão da taxa de inflação;

INGOV = Investimento bruto público / PIB.

Referências Bibliográficas

- Aghion, P. e P. Howitt (1998), *Endogenous Growth Theory*, Cambridge, Mass.: The MIT Press.
- Banco Mundial (1990), *Financial Systems and Development*, Policy and Research Series, 15, Washington D.C.
- Bassanini, A., S. Scarpetta e P. Hemmings (2001), “Economic Growth: The Role of Policies and Institutions. Panel Data Evidence from OECD Countries”, *OECD, Economics Department Working Papers* Nº 283.
- Beck, T. e R. Levine (2001), “Stock Market, Bank, and Growth: Correlation or Causality”, *World Bank, Policy Research Working Paper* 2670.
- Beck, T., R. Levine e N. Loayza (2000), “Finance and the Sources of Growth”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, Nº 1-2, pp. 261-300.
- Bencivenga, V. e B. Smith (1991), "Financial Intermediation and Endogenous Growth", *Review of Economic Studies*, Vol. 58, Nº 2, pp. 195-209.
- Bencivenga, V., B. Smith e R. Starr (1995), “Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth”, *Journal of Economic Theory*, Vol. 67, Nº 1, pp. 153-177.
- Bencivenga, V., B. Smith e R. Starr (1996), “Equity Markets, Transactions Costs, and Capital Accumulation: An Illustration”, *The World Bank Economic Review*, Vol. 10, Nº 2, pp. 241-265.
- Berthémely, J. C. e A. Varoudakis (1996), “Models of Financial Development and Growth” in *Financial Development and Economic Growth, Theory and Experiences from Developing Countries*, Niels Hermes e Robert Lensink (editores), pp. 7-34, London: Routledge.
- Blackburn, K. e V. Hung (1998), “A Theory of Growth, Financial Development and Trade”, *Economica*, Vol. 65, Nº 257, pp. 107-124.
- De Gregorio, J. e P. Guidotti (1995), “Financial Development and Economic Growth”, *World Development*, Vol. 23, Nº 3, pp. 433-448.
- De la Fuente, A. e J. M. Marín (1996), “Innovation, Bank Monitoring, and Endogenous Financial Development”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 38, Nº 2, pp. 269-301.
- Demirgüç-Kunt, A. e R. Levine (1996), “Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth: An Overview”, *The World Bank Economic Review*, Vol. 10, Nº 2, pp. 223-239.
- Diamond, D. e P. Dybvig (1983), “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity”, *Journal of Political Economy*, Vol. 91, Nº 3, pp. 401-419.
- Drumond, I. (2002), *Sistema Financeiro e Crescimento Económico Endógeno*, Série Moderna Finança, Nº 27, Euronext Lisbon.
- Freixas, X. e J. Rochet (1997), *Microeconomics of Banking*, Cambridge, Mass.: The MIT Press.
- Goldsmith, R. W. (1969), *Financial Structure and Development*, New Haven and London: Yale University Press.

Greenwood, J. e B. Jovanovic (1990), "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, Nº 5, pt. 1, pp. 1076-1107.

Greenwood, J. e B. Smith (1997), "Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets", *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 21, Nº 1, pp. 145-181.

Grossman, G. e E. Helpman (1991), "Quality Ladders in the Theory of Growth", *Review of Economic Studies*, Vol. 58 (1), Nº 193, pp. 43-61.

Gurley, J. e E. Shaw (1955), "Financial Aspects of Economic Development", *American Economic Review*, Vol. 45, Nº 4, pp. 515-538.

Jappelli, T. e M. Pagano (1994), "Saving, Growth, and Liquidity Constraints", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, Nº 1, pp. 83-109.

Jayaratne, J. e P. Strahan (1996), "The Finance-Growth Nexus: Evidence From Bank Branch Deregulation", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 111, Nº 3, pp. 639-670.

King, R. e R. Levine (1993a), "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, Nº 3, pp. 717-737.

King, R. e R. Levine (1993b), "Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, Nº 3, pp. 513-542.

King, R. e C. Plosser (1986), "Money as the Mechanism of Exchange", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 17, Nº 1, pp. 93-115.

Leahy, M., S. Schich, G. Wehinger, F. Pelgrin e T. Thorgeirsson (2001), "Contributions of Financial Systems to Growth in OECD Countries", *OECD, Economics Department Working Papers* Nº 280.

Levine, R. (1991), "Stock Markets, Growth, and Tax Policy", *Journal of Finance*, Vol. 46, Nº 4, pp. 1445-1465.

Levine, R. (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, Nº 2, pp. 688-726.

Levine, R. e S. Zervos (1998), "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*, Vol. 88, Nº 3, pp. 537-558.

McKinnon, R. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D. C.: The Brookings Institution.

Merton, R. e Z. Bodie (1995) "A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment" in *The Global Financial System, a Functional Perspective*, Dwight Crane et al. (editores), pp. 3-31, Boston: Harvard Business School Press.

Obstfeld, M. (1994), "Risk-Taking, Global Diversification, and Growth", *American Economic Review*, Vol. 84, Nº 4, pp. 1310-1329.

Pagano, M. (1993), "Financial Markets and Growth", *European Economic Review*, Vol. 37, Nº 2/3, pp. 613-622.

Patrick, H. (1966), "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 14, Nº 2, pp. 174-189.

Rajan, R. e L. Zingales (1998), “Financial Dependence and Growth”, *American Economic Review*, Vol. 88, Nº 3, pp 559-586.

Romer, P. (1987), “Growth Based on Increasing Returns Due to Specialization”, *American Economic Review*, Vol. 77, Nº 2, pp. 56-62.

Romer, P. (1990), “Endogenous Technological Change”, *Journal of Political Economy*, Vol. 98, Nº 5, pt. 2, pp. S71-S102.

Rousseau, P. e P. Wachtel (1998), “Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 30, Nº 4, pp. 657-678.

Saint-Paul, G. (1992), “Technological Choice, Financial Markets and Economic Development”, *European Economic Review*, Vol. 36, Nº 4, pp. 763-781.

Shaw, E. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, New York, London, Toronto: Oxford University Press.

Solow, R. (1956), “A Contribution to the Theory of Economic Growth”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 70, Nº 1, pp. 65-94.

Solow, R. (1988), “Growth Theory and After”, *American Economic Review*, Vol. 78, Nº 3, pp. 307-317.

Stiglitz, J. (1985), “Credit Markets and the Control of Capital”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 17, Nº 2, pp. 133-152.

Williamson, S. e R. Wright (1994), “Barter and Monetary Exchange Under Private Information”, *American Economic Review*, Vol. 84, Nº 1, pp. 104-123.

DOSSIER

O PROCESSO REGULATÓRIO EUROPEU

NOTAS PESSOAIS SOBRE O PROCESSO LAMFALUSSY

JOSÉ BRITO ANTUNES*

Este escrito não é um escrito jurídico, na acepção científica do termo, sobre o processo Lamfalussy. É um testemunho de quem assistiu ao seu nascimento e nele esteve - e continua a estar - envolvido. Não procura ser um relato circunstanciado, mas tenta ser rigoroso e fiel aos acontecimentos, sem deixar de, aqui e ali, estar pintado por impressões subjectivas e opiniões pessoais.

1. Fundação do processo Lamfalussy

O primeiro passo formal para a criação do processo Lamfalussy foi dado durante a presidência francesa. O Conselho ECOFIN realizado em 17 de Julho de 2000 deliberava criar um Comité de Sábios presidido pelo barão Alexandre Lamfalussy, ex-presidente do Instituto Monetário Europeu (IME), predecessor do Banco Central Europeu (BCE). Comité que deveria apresentar pistas sobre como resolver o problema do atraso e da lentidão do processo legislativo comunitário em matéria de serviços financeiros, em particular no domínio dos valores mobiliários, de molde a permitir a realização do ambicioso Plano de Acção para os Serviços Financeiros (PASF)¹ dentro do calendário previsto, ou seja, até 2005.

Não obstante a nomeação desse comité, a reflexão e as suas conclusões foram, em muito, determinadas pelo relator dos dois relatórios apresentados ao Conselho ECOFIN (um primeiro relatório intercalar em Novembro de 2000 e um relatório final em Fevereiro de 2001). Esse relator foi a Comissão, a qual se apoderou, astuciosamente, do processo e, à boleia da necessidade identificada de acelerar o procedimento legislativo, tentou – e conseguiu – reforçar o seu poder em matéria de regulamentação de

serviços financeiros (através duma maior utilização do procedimento comitológico). Suspeito que, por detrás da Comissão, se escondiam alguns Estados-membros, que pretendiam precipitar a criação dum verdadeiro mercado interno de serviços financeiros e pensavam conseguir dominar esse processo comitológico.

O reforço do poder da Comissão não escapou ao escrutínio crítico dos Estados-membros. Embora aceitando as conclusões do Relatório Final do Comité de Sábios (mais conhecido como Relatório Lamfalussy), designadamente o estabelecimento de um processo em quatro níveis², o Conselho Europeu de Estocolmo - em Março de 2001 - adoptou uma «Resolução sobre uma regulamentação mais eficaz dos mercados de valores mobiliários na União Europeia» (UE), na qual exigia que a Comissão respeitasse, no Comité de Valores Mobiliários, o “interesse predominante” dos Estados-membros. Linguagem que nos remetia para a designada “cláusula aerosol”³ que pretendia modificar politicamente (que não juridicamente) as regras da Decisão de Comitologia. De acordo com estas regras, uma proposta apresentada pela Comissão a um comité de regulamentação (natureza do Comité de Valores Mobiliários) apenas podia ser rejeitada, em última instância, por uma maioria qualificada de

* - Mestre em Direito pela FDL

Conselheiro da Representação Permanente de Portugal junto da UE
Membro-suplente do Comité de Serviços Financeiros e do Comité de Valores Mobiliários

1- Plano que foi apresentado pela Comissão através da Comunicação intitulada «*Serviços Financeiros – aplicação de um enquadramento para os mercados financeiros: Plano de Acção*» [COM(1999)232, de 11.05.1999], tendo sido sancionado pelo Conselho ECOFIN de 25 de Maio de 1999 e apoiado pelo Conselho Europeu de Colónia de 3 e 4 de Junho de 1999 (cfr. § 25 e 26 das suas conclusões).

2- Um primeiro nível constituído pelo processo normal de co-decisão (dominado pelo Conselho e pelo Parlamento Europeu - PE), em que se deveriam adoptar actos-quadro (directivas ou regulamentos), com os princípios que orientariam todo o processo legislativo. Um segundo nível comitológico, com um comité de regulamentação, o «*European Securities Committee*» - ESC (Comité de Valores Mobiliários), responsável – nos termos da delegação de poderes recebida - pela regulamentação, actualização e adaptação das regras adoptadas no primeiro nível. Um terceiro nível seria o nível da cooperação entre autoridades de supervisão. Institucionalizava-se o FESCO («*Forum of European Securities Commissions*») que passava a ter uma nova designação («*Committee of European Securities Regulators*» - CESR) e uma dupla função: constituir uma rede de supervisores e assistir o ESC e a Comissão nas tarefas regulamentares do segundo nível. Um derradeiro nível – o quarto – onde a Comissão deveria arquitectar mecanismos mais eficazes de fazer cumprir («*enforcement*») o direito comunitário em vigor. No jargão comunitário é habitual fazer referência a estes níveis como níveis 1, 2, 3 e 4.

3- Esta cláusula deve o seu nome ao facto de ter sido originariamente aceite pela Comissão num dossiê no domínio da saúde. Porém, o Conselho Europeu de Estocolmo recorre aos termos da cláusula repetidos pela Comissão numa declaração anexa à Decisão de Comitologia (Decisão do Conselho – 1999/468/CE - de 28 de Junho de 1999 - JO L184 de 17.7.1999, p. 23 e ss.). Esta declaração dizia que, em sectores particularmente sensíveis e na procura de uma solução equilibrada, a Comissão «*will act in such a way as to avoid going against any predominant position which might emerge in the Council ...*». Quando o Conselho Europeu retoma estes termos (§ 5, sub-parágrafo 3, da Resolução do Conselho Europeu de Estocolmo) parte do pressuposto que o sector dos valores mobiliários é um sector particularmente sensível.

Estados-membros. Com a referência ao “interesse predominante”, aceite pela Comissão, esta comprometia-se politicamente a respeitar a vontade expressa, pelo menos, por uma maioria simples de Estados-membros. Digo pelo menos, porque não resulta claro o alcance da vinculação, já que estamos a falar de um compromisso político e não jurídico, pelo que são admissíveis outros entendimentos e interpretações (por exemplo, poderíamos entendê-la como uma referência aos mercados mais importantes).

Esta determinação (exigência) do Conselho Europeu acabou por inquinar politicamente o processo e impediu que, durante um ano, até Fevereiro de 2002, se reunissem as condições necessárias (ou seja, se obtivesse o acordo do PE) para por a funcionar a estrutura idealizada pelo Relatório Lamfalussy.

O PE – e em especial a Comissão Parlamentar de Assuntos Económicos e Monetários (EMAC) – aproveitou o debate suscitado por esse relatório para o estender ao problema mais geral do uso do artigo 202º TCE como base jurídica para a comitologia. Esta disposição datada do tempo em que o legislador comunitário se confundia com quem detinha o domínio dos poderes de execução do direito comunitário, Conselho e Estados-membros, não se mostrava adequada a um tempo em que, crescentemente, o PE assumia o papel de co-legislador (como acontece no domínio dos serviços financeiros). Este não queria obter apenas informação sobre o processo comitológico, tal como previsto na Decisão de Comitologia. Queria mais, queria ser tratado como co-legislador e como co-delegante e, por isso, reclamava o direito de avocar («*call-back*») o poder de legislar sempre que a Comissão excedesse as competências de execução no nível comitológico.

Para o Conselho, esta reivindicação parlamentar não podia ser debatida e satisfeita fora da

sede própria, isto é, fora da Conferência Inter-governamental (CIG), pois implicaria debater o próprio artigo 202º TCE. Estava criado um impasse.

Depois de difíceis e prolongadas negociações, só no último trimestre de 2001 se começou a vislumbrar a possibilidade de um acordo com o PE. Para este facto contribuíram indirectamente, mas de forma decisiva, os atentados de 11 de Setembro de 2001 nos EUA.

O processo Lamfalussy deveria estrear-se com duas directivas, a Directiva do abuso de informação privilegiada e manipulação de mercado (abuso de mercado)⁴ e a Directiva do Prospecto⁵. Depois desses atentados, a presidência belga decidiu dar prioridade máxima à negociação da primeira destas directivas⁶ e obteve um acordo sobre uma orientação geral⁷ no Conselho ECOFIN de 13 de Dezembro de 2001. Com este acordo, aumentava a pressão política sobre o PE. Este tinha que mostrar abertura. Não podia assumir a responsabilidade pela não adopção de uma directiva que tinha sido considerada peça importante, no domínio dos serviços financeiros, para o combate contra o terrorismo e seu financiamento (mesmo que no plano da realidade e dos factos seja duvidosa a importância do seu contributo para essa luta). É assim que, a partir de Dezembro de 2001, a Comissão Parlamentar de Assuntos Constitucionais do PE e o relator VON WOGAU passam a liderar o processo negocial (retirando o protagonismo e a liderança à EMAC e à sua presidente, Sra RANDZIO-PLATH), permitindo que um acordo se obtenha e formalize através de uma declaração do Presidente da Comissão, Romano PRODI, proferida a 5 de Fevereiro de 2002 na sessão plenária do PE.

Os elementos mais importantes⁸ deste compromisso político da Comissão foram os seguintes: 1) as disposições de delegação de competências de execução dos actos jurídicos (regulamentos

4 - Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de Janeiro de 2003, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado) – JO L96, de 12.04.2003.

5 - Directiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Novembro de 2003, relativa ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação e que altera a Directiva 2001/34/CE – JO L345, de 31.12.2003.

6 - Reafirmada pelos Ministros das Finanças dos 15 Estados-membros na reunião informal de Liège de 21 e 22 de Setembro de 2001.

7 - Orientação Geral é a designação que se dá a um acordo no Conselho sempre que ainda não existe um parecer em primeira leitura do PE (sobre a proposta da Comissão), já que um Acordo Político (acto não formal que precede uma Posição Comum do Conselho - esta só é adoptada depois do texto do acordo político passar pelo crivo dos juristas linguistas do Conselho e do PE) só pode consumir-se depois desse parecer do PE. Será depois esta Posição Comum que será objecto de parecer do PE em segunda leitura.

8 - Nas palavras do Comissário BOLKESTEIN, o PE podia contar com sete garantias: «1) *the extent of the delegated powers is co-decided by Parliament*; 2) *it will be an open, transparent process, including a committee of market participants*; 3) *there is a sunset clause restricting the delegation to four years*; 4) *the Commission will take utmost account of the views of Parliament and of any resolution that notes that the Commission exceeded its powers*; 5) *during the next IGC the Commission will support a change of Article 202*; 6) *there will be a full review in 2004*; and 7) *if the Commission fails to respect its commitments, the Parliament will not grant it any further powers.*»

ou directivas) de nível 1 passariam a conter uma cláusula de caducidade de 4 anos, o que permitiria visitar o esquema depois de concluída a CIG; 2) diferentemente das regras previstas no artigo 8º da Decisão de Comitologia, tal como regulamentado pelo ponto 6 do acordo entre o PE e a COM⁹, o PE passaria a dispor de um prazo de 3 meses - contados a partir da data de transmissão dos projectos de medidas de execução¹⁰ - para adoptar a resolução prevista naquela disposição; 3) a Comissão apoiaria na CIG as pretensões do PE quanto à revisão do artigo 202º TCE. Para além destes elementos, a Comissão prometeu ainda reforçar a transparência do processo comitológico, ou seja, das reuniões e decisões do ESC e do funcionamento do CESR, aumentando não só o nível de informação (por comparação com o previsto na Decisão de Comitologia) do PE e da sua comissão especializada (EMAC), como também a informação e a participação do mercado, mediante um reforço significativo do processo de consulta a montante das tomadas de decisão.

Este acordo permitiu que o ESC, que já tinha iniciado os seus trabalhos a 21 de Setembro de 2001, como comité consultivo da Comissão, pudesse, formalmente, começar a funcionar como comité de regulamentação.

Nas suas primeiras reuniões, durante o último trimestre de 2001, o ESC debateu o seu regulamento interno. Os debates centraram-se nos aspectos de organização dos trabalhos e respectiva transparência e foi manifesta alguma dificuldade, mesmo desconforto, na adaptação dos Estados-membros ao modelo preconizado pelo Relatório Lamfalussy, que implicava, por um lado, uma perda do domínio do processo de negociação (agora controlado pela Comissão) e, por outro, uma maior transparência do processo negocial em relação ao PE¹¹. Foi, apesar disso, um período profícuo que permitiu decidir a

composição do comité¹² e dar início a discussões substanciais sobre a metodologia de trabalho e sobre os primeiros mandatos ao CESR.

2. Funcionamento do processo Lamfalussy: o nível 2

2.1. Metodologia de trabalho

Na sua reunião de 5 de Dezembro de 2001, o ESC fixou a metodologia de trabalho para adopção das medidas de execução dos actos jurídicos de nível 1.

O comité basearia o seu trabalho em pareceres do CESR, os quais deveriam ser submetidos a amplos processos de consulta pública e não deveriam assumir forma legislativa ou regulamentar. Esta forma ser-lhes-ia conferida pela Comissão, no exercício do seu direito de iniciativa¹³. Para dar início ao processo, o CESR seria mandatado pela Comissão, depois de auscultado o ESC¹⁴.

Independentemente do filtro que o exercício do direito de iniciativa sempre representa, o esquema e a metodologia escolhidos já indiciavam a importância que o CESR viria a assumir na conformação dos instrumentos jurídicos de nível 2. Todo o trabalho técnico estaria a seu cargo, pelo que o conteúdo desses instrumentos seria, na sua maior parte, determinado pelos seus pareceres. Ficava reservado para a Comissão e para o ESC apenas um exercício de «*fine tuning*» político. Exercício que, sem querer menosprezar o seu relevo político, passava a estar fortemente condicionado por aqueles pareceres, que não permitiam, na prática, mais do que uma “escassa” margem de manobra, tanto à Comissão como ao ESC. Os pareceres transportavam não apenas a autoridade técnica de reguladores e supervisores, mas fundavam-se num processo de consultas públicas e na

9 - JOCE L256 de 10.10.2000, pp. 19-20.

10- É neste ponto que reside a diferença. No ponto 6 do mencionado acordo, o PE dispunha dum prazo de um mês, contado a partir da data de transmissão das versões linguísticas já adoptadas das medidas de execução, para exercer o direito conferido pelo artigo 8º da Decisão de Comitologia. Nas negociações com o PE, a propósito do Relatório Lamfalussy, a Comissão acabou por não aceitar o que o PE pretendia, isto é, alargar esse prazo para 3 meses. Concedeu-lhe 3 meses, mas contados a partir da data de transmissão do projecto (não da medida adoptada), o que, na prática, pode não corresponder efectivamente a uma extensão do referido prazo.

11- Não nos podemos esquecer que o processo negocial conduzido no Conselho, preparatório de uma decisão, não é público e que, em especial nos processos de co-decisão (como é o caso dos dossiês de serviços financeiros), se tenta velar pela sua opacidade, garantindo, assim, a unidade em torno da posição institucional do Conselho.

12- Passaria a funcionar com duas composições distintas, uma de membros, mais política, e outra de suplentes, mais técnica, não existindo, como acontece noutros grupos (por exemplo, no Comité Económico e Financeiro), uma relação de subordinação entre as agendas das respectivas reuniões (quer isto dizer que as reuniões dos suplentes não teriam necessariamente como finalidade a preparação das reuniões dos membros). Para além disto, também ficou decidido que o Banco Central Europeu - BCE - e o CESR, para além dos países EFTA, se passariam a fazer representar nas reuniões como observadores.

13- Mais tarde, o comité decidirá que estas propostas de medidas de execução, apresentadas pela Comissão ao ESC, devem ser novamente sujeitas a um processo de consulta pública, justificado pelas diferenças que possam existir entre essas propostas e o parecer do CESR, bem como pela forma que revestem.

14- Ficou também decidido que estes mandatos deveriam ser específicos, muitas vezes temáticos, correspondendo a secções ou disposições do acto jurídico de nível 1.

ponderação dos interesses expressos e das sugestões formuladas pelos intervenientes nessas consultas. Detinham a autoridade dos seus autores e a legitimidade conferida pelo processo. Divergir do seu conteúdo exigia uma boa fundamentação, que politicamente justificasse o dissentimento e que tecnicamente provasse. Os pareceres do CESR adquiriam, assim, uma inércia semelhante à detida pelas propostas da Comissão no processo legislativo (de nível 1).

Este facto, a par do nível de detalhe desses pareceres, viria a indispor alguns Estados-membros, em particular os que tinham pensado dominar o processo e usá-lo para esterilizar o processo de harmonização do direito comunitário em matéria de serviços financeiros, através de uma acção concertada da redução do nível de detalhe dos actos jurídicos de nível 1 (instrumentos-quadro que incorporariam princípios) e do esvaziamento do conteúdo das respectivas medidas de execução no nível 2. Menor harmonização, passaporte comunitário para os prestadores de serviços e aplicação do princípio do Estado-membro de origem destes prestadores constituem pilares da mais recente política de serviços financeiros na UE e elementos-chave de uma estratégia que serve, obviamente, os interesses da Comissão, enquanto facilita a prestação transfronteiriça de serviços financeiros no espaço do mercado interno¹⁵, mas também serve os interesses daqueles Estados-membros onde a grande maioria dos prestadores europeus se encontra sediada. No contexto desta estratégia, o uso do processo Lamfalussy, enquanto via para reduzir o nível de harmonização, não parecia resultar e a incomodidade destes Estados-membros tornar-se-ia patente, por exemplo, na crescente resistência evidenciada na negociação e adopção das cláusulas de delegação de poderes nos instrumentos jurídicos de nível 1. Facto que foi flagrante nos debates da nova Directiva de Serviços de Investimento (DSI 2), agora chamada Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF)¹⁶.

2.2. Prazo para adopção e forma dos instrumentos jurídicos

Para além da metodologia de trabalho, as primeiras reuniões do ESC foram marcadas por outra preocupação, a da urgência em por em marcha o processo.

Constatou-se que os prazos de transposição das medidas de execução (nível 2) seriam muitos curtos, já que os prazos de transposição das directivas adoptadas no nível 1 constituiriam igualmente o limite para a transposição dessas medidas¹⁷. Este facto suscitou duas reacções. Por um lado, o ESC aceitou e a Comissão decidiu informalmente conferir, de imediato, mandatos ao CESR para que este comesse a preparar o conteúdo das propostas legislativas de nível 2. Por outro, essa urgência deu azo a um debate sobre a forma que deveriam revestir essas medidas. Tratou-se do primeiro grande debate político no seio do ESC.

Tratava-se de dar resposta à seguinte questão: deveriam ser necessariamente adoptadas directivas ou poderiam ser adoptados regulamentos como medidas de execução das directivas adoptadas no nível 1? Ultrapassada a querela jurídica¹⁸, passaram a ser esgrimidos argumentos de índole mais política. De um lado, os opositores ao uso de regulamentos como medidas de execução de directivas (de nível 1), defendiam que os regulamentos criariam dificuldades práticas de aplicação por não admitirem a flexibilidade (admitida pelas directivas) de ajustamento das regras jurídicas aos ordenamentos jurídicos nacionais e invocavam (com razão, diga-se) o facto da Comissão não ter anunciado a intenção de os adoptar no nível 2 aquando da negociação das cláusulas de delegação (para a comitologia) no nível 1. No campo oposto, os defensores do seu uso brandiam a urgência e o rigor e uniformidade de regimes jurídicos como argumentos principais. Urgência que se justificava pela sobreposição dos prazos de transposição dos instrumentos jurídicos dos níveis 1 e 2.

15- Não só agiliza o processo de adopção das regras aplicáveis, porque evita a harmonização, como permite atingir uma das mais importantes finalidades da harmonização, que é a de aplicar o mesmo regime jurídico – no mercado interno – ao prestador de serviços financeiros.

16- Directiva 2004/39/CE do PE e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as Directivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Directiva 2000/12/CE do PE e do Conselho e que revoga a Directiva 93/22/CEE do Conselho – JO L145, de 30 de Abril de 2004.

17- Tanto uns como outros constituiriam um conjunto interdependente de regras jurídicas que obrigavam a uma transposição (tendencialmente) simultânea dos instrumentos jurídicos de nível 1 e 2, em cada um dos Estados-membros.

18- Os serviços jurídicos da Comissão esclareceram que o TCE não limitava, nem condicionava, a escolha da forma dos instrumentos jurídicos que a Comissão podia utilizar quando fizesse uso de poderes comitológicos. Limites existiriam apenas quando se tratasse de *adaptar* (e não *regulamentar*) o regime jurídico previsto numa directiva adoptada a nível 1 (pelo PE e Conselho) ou 2 (pela Comissão). Neste último caso a Comissão estaria obrigada a adoptar uma directiva.

Rigor e uniformidade de regimes que eram indispensáveis quando, por exemplo, os próprios instrumentos jurídicos de nível 1 carecessem, para serem aplicados, da regulamentação de nível 2. Os opositores ao uso de regulamentos como medidas de execução defendiam ainda que estes arrebatavam o debate e afastavam o envolvimento dos parlamentos nacionais. Do outro lado, os partidários replicavam que as orientações políticas de diversos Conselhos Europeus apelavam ao incremento do uso de regulamentos.

Depois de ouvir estas opiniões, a Comissão decidiu que adoptaria regulamentos com ponderação, sempre que estes se justificassem, não só por motivos de celeridade do procedimento, mas também por razões de certeza jurídica. Prometeu também que anunciaria prontamente a sua intenção de recorrer ao regulamento como medida de execução. Se possível, ainda durante a negociação das cláusulas de delegação nos instrumentos jurídicos de nível 1. Nestes termos e relativamente às duas directivas objecto do primeiro exercício comitológico, anunciou que adoptaria uma proposta de regulamento para dar execução ao artigo 8º da Directiva 2003/6/CE e outra para regulamentar a Directiva 2003/71/CE. No primeiro caso, justificando-a com o rigor necessário para determinar o que se devia entender por «programas de recompra» ou «medidas de estabilização de instrumentos financeiros», conceitos que eram decisivos para delimitar negativamente o âmbito de aplicação daquela directiva. No segundo caso, fundamentou a sua decisão com a tecnicidade e uniformidade da regulamentação requeridas para um bom funcionamento do passaporte comunitário do prospecto.

2.3. Medidas de execução da Directiva 2003/6/CE e da Directiva 2003/71/CE

Não pretendo enveredar por uma análise jurídica detalhada dos aspectos técnicos debatidos no ESC (sobre as propostas de directivas e regulamentos apresentadas pela Comissão), mas tão somente enunciar os principais pontos focados e descrever os problemas sentidos, ao mesmo

tempo que aproveito para destacar algumas tendências (políticas) verificadas nos debates.

Uma primeira tendência foi a confirmação do pressentimento inicial sobre a importância dos pareceres do CESR. Todas as (cinco) propostas apresentadas pela Comissão (três directivas e um regulamento no caso da Directiva 2003/6/CE e um regulamento no caso da Directiva 2003/71/CE) basearam-se, em grande medida, nesses pareceres e o resultado final das negociações, ocorridas no seio do ESC, não modificou substancialmente o seu conteúdo.

Como seria normal em qualquer processo negocial, as propostas foram objecto de comentários críticos e sofreram modificações, mas curiosamente (ou não) o debate político foi mais intenso nas medidas de execução da Directiva 2003/6/CE que na medida de execução da Directiva 2003/71/CE. Este facto talvez revele e antecipe uma tendência futura, a de que quanto maior for o grau de tecnicidade das medidas de execução menor será a margem para a intervenção da Comissão e menos numerosas serão as modificações sugeridas pelos representantes dos Estados-membros no ESC. O que constitui uma expressão da ideia, atrás enunciada, de inércia da autoridade técnica dos pareceres do CESR. Se o grau de tecnicidade da medida for elevado, mais difícil será rebater esse argumento de autoridade.

No que respeita a cada uma das medidas em concreto, vários pontos concentraram os comentários feitos no seio do ESC.

Em relação às medidas de execução da Directiva 2003/6/CE, a proposta de directiva que visava regulamentar a apresentação imparcial de recomendações de investimento e a divulgação de conflitos de interesse (ou seja, o artigo 6º/5 da Directiva 2003/6/CE)¹⁹ era a que continha um conteúdo politicamente mais sensível, não só porque lidava com o problema dos jornalistas económicos, mas também porque o seu âmbito de aplicação deveria ser cuidadosamente delimitado de molde a não abranger certas actividades desenvolvidas, por exemplo, pelos analistas financeiros²⁰

19- Directiva 2003/125/CE da Comissão, de 22 de Dezembro de 2003, que estabelece as modalidades de aplicação da Directiva 2003/6/CE do PE e do Conselho no que diz respeito à apresentação imparcial de recomendações de investimento e à divulgação de conflitos de interesses – JO L339, de 24.12.2003.

20- O ESC discutiu os resultados do trabalho do «Forum Group on Financial Analysts» e da subsequente consulta pública. Concluiu que a Directiva 2003/6/CE se aplicava a estes profissionais e cobria suficientemente (quando estivessemos em face de recomendações de investimento) os problemas de conflito de interesses. Em relação a outras questões, como a relacionada com um eventual registo obrigatório dos analistas, a da inexistência de um passaporte europeu para as firmas independentes (já que não é um serviço de investimento para a DMIF) ou a da criação dum código de «melhores práticas» e/ou imposição de regras de governo das empresas, o ESC considerou que estas deveriam ser abordadas no contexto das medidas que viessem a ser tomadas como resposta ao escândalo PARMALAT.

ou pelas agências de notação («rating»)²¹. De todo o modo, o debate no ESC não foi excessivamente controvertido, nem sequer excessivamente vivo. Esta aparente modorra não se explica pela indolência dos membros do ESC, mas pela qualidade do parecer do CESR e da proposta da Comissão. Esta optou por uma abordagem material e não pessoal, preocupando-se, sobretudo, em definir um regime jurídico aplicável a recomendações de investimento de divulgação generalizada, independentemente da profissão ou actividade do seu autor, tentando, assim, escapar ao ardid que um regime específico para certas profissões ou actividades poderia representar. Objectivamente o que interessava era a recomendação e o responsável pela sua formulação e, por isso, diferenciava, também, o regime jurídico aplicável ao autor (responsável pela formulação) da recomendação do regime aplicável a quem apenas a divulgasse, que só deveria ser abrangido quando alterasse (por modificar o sentido ou por sintetizar) a recomendação de investimento, objecto de divulgação. Diferenciação que concentrou a maior parte dos comentários dos membros do ESC, que acabaram por apoiar as linhas gerais da proposta da Comissão.

No que respeita aos jornalistas económicos, a medida de execução manteve a possibilidade de auto-regulação, já admitida pela Directiva 2003/6/CE. Possibilidade que apenas suscitou alguma controvérsia quando se discutiu a natureza dos efeitos que se deviam exigir a essa auto-regulação. Na proposta inicial da Comissão falava-se em «*same effects*». Depois de alguma disputa sobre o termo, em que ficou demonstrada a impossibilidade de se atingirem idênticos efeitos, o ESC optou por falar em «*similar effects*», permanecendo, no entanto, uma ambiguidade que causará, concerteza, dificuldades de aplicação prática do conceito.

Outra medida incidiu sobre o disposto nos artigos 1º e 6º/1 e 2 da Directiva 2003/6/CE²². Os comentários centraram-se em três temas. O primeiro relacionou-se com o conceito de «investidor razoável» (cfr. artigo 1º/1 da Directiva 2003/124/CE da Comissão). Tratou-se,

principalmente, de uma discussão jurídica. Não só alguns Estados-membros, mas também a Comissão, arguíam que esse conceito era desconhecido dos ordenamentos jurídicos nacionais e dos juízes e, portanto, preferiam usar o conceito de «pessoa média» («*average person*»). O CESR, com o apoio da maioria dos membros do ESC, sustentou posição contrária, argumentando que era importante fazer referência ao investidor razoável, pois uma informação não deve ser considerada capaz de “influenciar de maneira sensível o preço dos instrumentos financeiros” («*price-sensitive information*») se não for aferida por referência a um investidor e a um investidor médio, que conhece os mercados e que normalmente baseia nessa informação as suas decisões de investimento. Esta tese acabou por vencer e ficar plasmada no texto adoptado.

Um segundo tema relacionou-se com os sistemas de divulgação da informação privilegiada sobre os emitentes (a que antes se prendia com o conceito de “factos relevantes”). Todos os Estados-membros, entre eles Portugal, nos quais existia um mecanismo aprovado ou designado pelas autoridades competentes («*officially appointed mechanism*»), através do qual essa informação era divulgada, reclamaram que a directiva em análise contivesse uma referência expressa a essa possibilidade de designação, preservando a prerrogativa, até agora, concedida aos Estados-membros. Neste caso, a Comissão acabou por aceitar um texto (artigo 2º/1 da Directiva 2003/124/CE da Comissão) que manteve em vigor o adquirido comunitário, remetendo para os artigos 102º/1 e 103º da Directiva 2001/34/CE²³.

Por último, as observações dos membros do ESC relacionaram-se com a natureza das listas (exaustivas ou não) e com o conteúdo, demasiado detalhado, dessas listas de interesses legítimos para o diferimento da divulgação pública e confidencialidade, de comportamentos manipuladores relativo à divulgação de sinais falsos ou enganadores ou à fixação de preços ou de comportamentos manipuladores relativos ao uso de mecanismos fictícios ou quaisquer outras

21- Cujas actividades principais não se reconduz à formulação de recomendações de investimento. Contrariamente ao parecer do CESR, que pretendia que esta medida se aplicasse a essas agências (pelo menos as regras que obrigam a «*fair presentation practices*» e à divulgação de conflitos de interesses), a Comissão e o ESC preferiram tratar autonomamente esta problemática. Para a Comissão, é importante que o futuro trabalho incida sobre 4 questões: 1) acesso dessas agências a informação privilegiada; 2) transparência: metodologias de notação devem ser conhecidas dos notados; 3) falta de concorrência: mercado encontra-se monopolizado por 3 ou 4 agências de notação; 4) conflitos de interesse: deve ser focado o problema da remuneração.

22- Directiva 2003/124/CE da Comissão, de 22 de Dezembro de 2003, que estabelece as modalidades de aplicação da Directiva 2003/6/CE do PE e do Conselho no que diz respeito à definição e divulgação pública de informação privilegiada e à definição de manipulação de Mercado – JO L339, de 24.12.2003;

23- JO L184, de 06.07.2001.

formas de induzir em erro ou de artifício. Tanto a Comissão como o CESR argumentaram que a listas não eram exaustivas, indicavam sinais, mas que, em qualquer caso, não constituíam só por si um indicador absoluto de manipulação de mercado. Haveria que fazer sempre apelo à noção da Directiva 2003/6/CE. Com alguns ajustamentos (a Comissão introduziu, por exemplo, alguma flexibilidade na lista de interesses legítimos), o texto final não se afastou muito do parecer do CESR e da proposta inicial da Comissão.

Outra medida, adoptada ainda no final de 2003, foi o regulamento²⁴ de execução do artigo 8º da Directiva 2003/6/CE. Neste caso tratava-se, como já referi, de delimitar negativamente o âmbito de aplicação desta directiva, o que se mostrava imperioso para permitir a sua aplicação²⁵.

Não obstante a relutância, demonstrada por alguns membros, em aceitarem o recurso generalizado a regulamentos como forma das medidas de execução, registou-se um consenso em torno desta particular escolha da Comissão, muito pela especial fundamentação por esta invocada. Justificava-se um regulamento, não apenas porque se pretendia delimitar negativamente a directiva de nível 1, mas também porque havia que garantir segurança jurídica absoluta, caso contrário, poderia dar-se azo ao surgimento de arbitragem regulamentar. Sem surpresa, esta motivação foi aceite pelos membros do ESC, cujos comentários incidiram, então, no grau de detalhe da proposta e na rigidez e carácter restritivo do regime aplicável aos programas de recompra. O CESR e a Comissão explicaram que se as operações realizadas no âmbito de programas de recompra ou se as medidas de estabilização não observarem as condições fixadas no regulamento de execução, tal não significa, por si só, que essas operações ou medidas devam ser consideradas abuso de mercado (e que, conseqüentemente, estejam proibidas ou sejam vedadas), mas sim que devem ser exami-

nadas, tal como qualquer outro comportamento, à luz do regime previsto na Directiva 2003/6/CE. Esta explicação confortou membros do ESC e, por isso, não se produziram modificações significativas²⁶ no conteúdo da proposta.

Na última medida de execução da Directiva 2003/6/CE²⁷ registaram-se mais dificuldades justificadas pelo maior número de pontos controversos. Destes pontos salientaria os seguintes: definições de «pessoa estreitamente associada a uma pessoa com responsabilidades directivas num emitente de instrumentos financeiros» e de «*person professionally arranging transactions*» (artigo 1º da Directiva 2004/72/CE da Comissão); relação entre os procedimentos de consulta ao mercado, previstos como acto preparatório do procedimento de apreciação de uma prática de mercado, e as investigações, fiscalização ou procedimento sancionatório (em curso) de uma certa prática de mercado (artigo 3º da Directiva 2004/72/CE da Comissão); listas de iniciados (artigo 5º da Directiva 2004/72/CE da Comissão); limites quantitativos como condição do dever de notificação das operações realizadas por pessoas com responsabilidades directivas (artigo 6º da Directiva 2004/72/CE da Comissão); procedimento para notificação de operações suspeitas (artigo 7º da Directiva 2004/72/CE da Comissão).

No que respeita às definições, as dificuldades residiram em tentar afiná-las, de maneira que estas cobrissem todas as pessoas que deveriam estar cobertas. No primeiro caso e como as relações visadas eram, principalmente, relações familiares ou equivalentes, havia que ajustar e testar as definições à luz dos direitos nacionais. Mesmo assim, foi necessário fazer uma referência à necessária conformidade com a lei nacional no caso do artigo 1º/2, b) da Directiva 2004/72/CE da Comissão. No segundo caso, a complicação estava associada à necessidade de, por um lado, facilitar a pronta identificação destas pessoas, o que apontava para uma referência concreta a exemplos, enquanto, por outro, estes

24- Regulamento (CE) n.º 2273/2003 da Comissão, de 22 de Dezembro de 2003, que estabelece as modalidades de aplicação da Directiva 2003/6/CE do PE e do Conselho no que diz respeito às derrogações para os programas de recompra e para as operações de estabilização de instrumentos financeiros – JO L336, de 23.12.2003.

25- Já que o artigo 8º dispunha que «as proibições impostas na presente directiva não se aplicam às operações sobre acções próprias efectuadas no âmbito de programas de recompra, nem às medidas de estabilização de um instrumento financeiro, desde que essas operações se efectuem em conformidade com as medidas de execução adoptadas nos termos do n.º 2 do artigo 17º».

26- Por exemplo, ajustaram-se os prazos de divulgação de transacções num programa de recompra e de notificação de operações de estabilização às autoridades competentes, respectivamente, previstas nos artigos 4º/4 e 9º/2 do Regulamento 2273/2003 da Comissão.

27- Directiva 2004/72/CE da Comissão, de 29 de Abril de 2004, relativa às modalidades de aplicação da Directiva 2003/6/CE do PE e do Conselho no que diz respeito às práticas de mercado aceites, à definição de informação privilegiada em relação aos instrumentos derivados sobre mercadorias, à elaboração de listas de iniciados, à notificação de operações efectuadas por pessoas com responsabilidades directivas e à notificação de operações suspeitas – JO L162 de 30.04.2004.

deveriam ser tão exaustivos quanto possível. Optou-se por uma lista não exaustiva («at least»).

Já na questão das práticas de mercado, o problema residia em saber o que se passaria se o dever de consulta colidisse (temporalmente) com um procedimento investigatório ou sancionatório em curso. Ficariam as autoridades impedidas de tomar uma decisão sem consultar o mercado? Poderiam tomar uma decisão sem consulta prévia, mas teriam que prosseguir ou realizar essa consulta imediatamente após a decisão sobre o caso individual? No final e apesar das dificuldades expressas por alguns membros²⁸, o regime adoptado no artigo 3º/4 prevê apenas a possibilidade de diferimento da consulta até que o processo sancionatório termine. Não se verifica, assim, qualquer contaminação jurídica dos dois processos. O processo sancionatório conclui-se pela aplicação do regime jurídico em vigor (provavelmente, o que interdita uma determinada prática) ao caso individual e é autónomo do processo de avaliação da prática de mercado, que prosseguirá com a consulta. É evidente que politicamente a questão não é tão simples. Será muito difícil a uma autoridade competente aplicar uma sanção a uma prática de mercado não autorizada quando desconfia que existe uma possibilidade, mesmo que remota, de essa prática ser validada subsequentemente.

Neste ponto convém sublinhar uma outra característica do processo negocial no âmbito do ESC. Uma razão forte para a rejeição das propostas de modificação do regime jurídico que veio a ser adoptado no artigo 3º/4 foi exclusivamente formal. Entre os membros do ESC vigora um acordo de cavalheiros, segundo o qual todos se comprometem a evitar modificações de última hora (especialmente na reunião em que os textos têm que ser votados), se estas não tiverem sido previamente divulgadas e explicadas (tendo sido, também, previamente anunciada a intenção de as suscitar numa futura reunião do ESC). Ora, neste caso, as emendas sugeridas não foram distribuídas com antecedência, nem foi anunciada a intenção de as propor. Para se ter uma ideia da importância deste facto basta dizer que a maioria dos oponentes no ESC das modificações sugeridas usou (e, na minha opi-

nião, sem segundas intenções) este argumento formal!

Um terceiro ponto prendeu-se com as listas de iniciados. Aqui as intervenções giraram em torno da composição das listas e da sua actualização, tendo sido bastante escarpada a referência aos «motivos» pelos quais certas pessoas com acesso à informação privilegiada constam dessas listas. O que se devia entender por «motivos» suscitou muitas dúvidas, tendo ficado acordado que esta exigência não podia ser satisfeita com uma mera referência às funções desempenhadas por uma determinada pessoa no emitente, mas devia ser mencionado o tipo ou forma de acesso dessa pessoa a uma dada informação privilegiada.

Na medida de execução relacionada com o artigo 6º/4 da Directiva 2003/6/CE, a dificuldade surgiu porque alguns Estados-membros não queriam ser inundados com notificações de transacções de pessoas que exerçam responsabilidades dirigentes no seio do emitente, realizadas sobre valores mobiliários deste e, por isso, reclamavam a fixação de um limite (montante) mínimo para o funcionamento do dever de notificar. O dilema traduziu-se em compaginar essa pretensão com o previsto no próprio artigo 6º/4 da Directiva 2003/6/CE, que aludia a “todas” as transacções. Como compromisso, previu-se a possibilidade de dispensa ou diferimento da notificação se o montante total das transacções realizadas num ano civil não exceder os cinco mil euros (artigo 6º/2 da Directiva 2004/72/CE da Comissão).

Por último, causou alguns engulhos o regime de notificação das transacções suspeitas do artigo 7º da Directiva 2004/72/CE da Comissão. Segundo a Comissão, seria mais eficiente estabelecer uma relação entre quem deve notificar a autoridade competente do Estado-membro em que se encontra sediado ou registado, cabendo a esta remeter essa notificação, de imediato, às autoridades do mercado regulamentado em causa. Este sistema facilitaria o contacto com as autoridades, entre outras razões, porque a notificação se faria numa língua usada por quem estava obrigado a essa notificação, de acordo com as regras procedimentais desse

28- Chegou a ser proposta (não tendo sido aceite) a seguinte redacção alternativa para o artigo 3º/4: «The consultation procedures set out in paragraphs 1 to 3 may not be followed in the course of sanction procedures when the competent authority has to consider whether to accept or not a particular market practice in the specific case under consideration, in accordance with Art.1(1), subpar.2 and (2), (a) of the Directive».

Estado-membro, proximidade que poderia inclusive facilitar a aplicação de sanções em caso de incumprimento. O problema é que o regime de operações suspeitas não se encontra harmonizado, nem as sanções apresentam a mesma natureza em toda a UE. Sendo assim e neste cenário, que lei seria aplicável, sabendo-se que a Directiva 2003/6/CE não dirimiu esta questão e que, em muitos casos, essa lei deverá ser a lei do mercado? Impunha-se, pois, algum cuidado na referência às regras da lei do Estado-membro da sede ou do registo, de modo a que esta referência não fosse entendida como a escolha da lei aplicável à determinação do que se deve entender por operação suspeita, mas apenas uma remissão para a lei procedimental que deve reger a forma de notificação. Isto mesmo foi esclarecido pela Comissão. No entendimento desta, o uso da expressão «regras de notificação» é uma mera remissão para o regime jurídico procedimental de notificação vigente no Estado-membro do registo ou da sede. Com esta explicação, a redacção do artigo 7º foi aceite.

Fechado o capítulo da Directiva 2003/6/CE, cabe, agora, uma breve alusão à medida de execução da Directiva 2003/71/CE ²⁹.

Para além doutras modificações pontuais³⁰, a proposta de medida de execução apresentada pela Comissão divergiu do parecer do CESR, essencialmente em quatro questões: tratamento de «*specialist issuers*» (emitentes a quem pode ser exigida - em razão da sua particular actividade - informação especial ou adicional); informação financeira *pro forma*; regime transitório para a informação financeira de emitentes de países terceiros; meios para a divulgação de anúncios publicitários.

Todas estas diferenças denotavam uma vontade da Comissão em regulamentar estes vários aspectos no nível 2, reduzindo, assim, a discricionariedade das autoridades de supervisão ou a incerteza na aplicação do regime jurídico.

No regime dos «*specialist issuers*» foi encontrada uma fórmula de compromisso entre o

CESR e a Comissão. Esta não aceitou a cláusula geral que permitiria às autoridades competentes exigirem informação adicional, potencialmente a todos os emitentes, sem excepção. Preferiu nomear os tipos de emitentes a quem pode ser exigida informação adicional, ajustada à natureza da respectiva actividade, estabelecendo também um mecanismo de actualização dessa lista (artigo 23º e Anexo XIX do Regulamento 809/2004 da Comissão). Facto que permitirá alcançar a flexibilidade almejada pelos supervisores.

Quanto à informação financeira *pro forma*, a Comissão retirou o poder das autoridades competentes determinarem como deveria ser preparada essa informação, se de acordo com as regras contabilísticas seguidas para a preparação da demonstração financeira do ano (n) ou do ano (n-1). Esta escolha passa a caber ao emitente (cfr. item 4 do Anexo II do Regulamento 809/2004 da Comissão).

Para os emitentes de terceiros países, as diferenças não se centraram na abordagem (necessidade de um regime transitório para acomodar a aplicação - súbita - de um novo regime contabilístico na UE ³¹), mas no concreto regime proposto. O CESR discriminava positivamente os emitentes que usassem US GAAP e/ou aqueles cujos valores mobiliários estivessem admitidos à negociação num mercado regulamentado na UE antes da publicação da Directiva 2003/71/CE (31 de Dezembro de 2003). Já a Comissão propôs estabelecer um mecanismo para avaliar e aceitar ou rejeitar a equivalência dos princípios e normas contabilísticos usados por emitentes de terceiros países, o qual deverá ser a pedra de toque do regime desses emitentes depois de 1 de Janeiro de 2007. Até lá, distinguindo entre aqueles que seguem princípios e normas contabilísticos internacionalmente aceites (por exemplo, US GAAP) e os outros. Os primeiros não estão obrigados a qualquer reconciliação, nem devem providenciar informação adicional. Os outros só podem beneficiar de idêntico regime se os princípios e normas que tenham seguido permitirem dar uma imagem verdadeira e fiel do activo e passivo do emitente.

29- Regulamento (CE) n.º 809/2004 da Comissão, de 29 de Abril de 2004, que estabelece normas de aplicação da Directiva 2003/71/CE do PE e do Conselho no que diz respeito à informação contida nos prospectos, bem como os respectivos modelos, à inserção por remissão, à publicação dos referidos prospectos e divulgação de anúncios publicitários – JO L149, de 30 de Abril de 2004.

30- Embora extensas: cfr. artigos 2º, 3º/3, 4º/2 (2) b), 20º, 21º/2, 22º, 26º/5, 27º/1, 28º/4 e 29º/1 do Regulamento 809/2004 da Comissão.

31- Novo regime que assenta basicamente nos seguintes regulamentos (que incorporam no ordenamento jurídico comunitário os «*International Accounting Standards*» - IAS): Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho de 2002, relativo à aplicação das normas internacionais de contabilidade – JO L243, de 11.09.2002; Regulamento (CE) n.º 1725/2003 da Comissão, de 21 de Setembro de 2003, que adopta certas normas internacionais de contabilidade, nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho – JO L261, de 13.10.2003.

Finalmente e em relação aos meios para divulgação de anúncios publicitários, a Comissão rejeitou a cláusula geral e aberta proposta pelo CESR e sugeriu, em alternativa, uma lista não taxativa de meios, justificando esta atitude com os limites do mandato conferido pelo artigo 15º da Directiva 2003/71/CE.

Tanto a fórmula de compromisso, como estas modificações foram aceites pelo ESC. No que concerne aos comentários e propostas apresentados pelos membros do ESC, destacaria apenas dois problemas de fundo que, pela sua importância e potencial impacte, poderiam prejudicar, ora a concatenação entre os regimes da Directiva 2003/71/CE e do seu regulamento de execução ou, então, a abordagem harmonizadora deste instrumento. Refiro-me ao pedido para que fosse inserida uma definição de instrumentos derivados no regulamento (o que não respeitaria as definições de «valores mobiliários representativos de capital» e de «valores mobiliários não representativos de capital» previstas no artigo 2º/1, b) e c) da Directiva 2003/71/CE), bem como à proposta de modificação do artigo 3º do Regulamento nº 809/2004 da Comissão, no sentido de conferir a possibilidade das autoridades competentes solicitarem informação adicional para além da prevista nos anexos a esse regulamento.

Com estas medidas de execução das Directivas 2003/6/CE e 2003/71/CE cumpriu-se uma primeira fase do funcionamento do processo Lamfalussy. Outras se seguirão, sendo que a próxima (na área dos valores mobiliários) deve integrar as medidas de execução da DMIF e da Directiva da Transparência («Directiva relativa à harmonização dos requisitos de transparência das informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários são admitidos à negociação num mercado regulamentado – altera a Directiva 2001/34/CE»)³². Talvez já seja possível arriscar um balanço preliminar dos seus resultados, mas antes gostaria de dedicar algumas linhas aos outros níveis do processo: os níveis 3 e 4.

3. Os outros níveis do processo Lamfalussy: os níveis 3 e 4

Em Abril de 2004, o CESR divulgou um documento de consulta («*The Role of CESR at “Level 3” under the Lamfalussy Process*»), através do qual procura interpretar o seu papel no que pode ser descrito como nível 3. Para o CESR, esse papel deve ser tripartido, contribuindo para: 1) uma «*coordinated implementation of EU law*», assistindo e facilitando a transposição e a aplicação, de forma equivalente e uniforme, do direito comunitário; 2) uma «*regulatory convergence*», definindo abordagens comuns e regras que facilitem a aplicação do direito comunitário; 3) uma «*supervisory convergence*», aprofundando a indispensável cooperação entre supervisores.

Pelas primeiras reacções no ESC, pareceu-me que a actividade do CESR no nível 3 pode vir a enfrentar algumas dificuldades nas duas primeiras vertentes. Pode sofrer, por um lado, o espartilho e a pressão dos níveis 2 e 4 e, por outro, pode não resistir ao desejo de domínio do processo regulamentar nacional e comunitário, quer por parte dos Estados-membros, quer por parte da Comissão, seguramente ciosos das suas atribuições e prerrogativas. Se esta suspeita se chegar a confirmar, o processo de definição dos limites de actuação do nível 3 será um exercício delicado, que dificilmente pode (acrescentaria, deve) terminar com uma delimitação abstracta e absoluta das actividades permitidas ou vedadas («*top-down approach*»), imposta por Estados-membros e Comissão. Essa delimitação, para bem dos mercados e para adequada protecção dos investidores, deveria resultar também do exercício concreto da regulação e da supervisão («*bottom-up approach*»). O bom-senso ditaria uma combinação das duas abordagens.³³

Curiosamente (ou não), as preocupações de certos Estados-membros quanto ao poder excessivo dos supervisores emergem naqueles que, há algum tempo atrás, defendiam um maior recurso ao nível 3, em detrimento do nível 2 ou mesmo do nível 1. Ou seja, temos aqui mais um

32- Registrou-se no Conselho ECOFIN de 11 de Maio de 2004 um acordo político que, por confirmar o parecer do PE em primeira leitura, permite a adopção formal desta directiva, assim que esta seja traduzida nas 20 línguas da UE pelos juristas linguistas. Isso só deve acontecer no último trimestre de 2004, o que pode dissociar os processos comitológicos destas duas directivas.

33- Um fantasma que pode complicar a discussão é o que se liga à criação de uma autoridade europeia única de supervisão. Este fantasma não foi criado, mas já era mencionado no Relatório Lamfalussy, sendo tratado quase como um desenvolvimento natural do processo aí proposto.

bom exemplo de como alguns tentaram (e ainda tentam) utilizar o processo Lamfalussy para reduzir o grau de harmonização e de convergência: neste caso, remetiam-nas, primeiro, para o nível 3 e depois cerceavam as possibilidades deste contribuir para essa harmonização ou convergência.

No que respeita ao nível 4, a Comissão promete ser mais activa na vigilância da boa transposição e aplicação do direito comunitário. Para o conseguir, tentará agir em três frentes: promoverá reuniões de esclarecimento e interpretação do direito comunitário, com a presença de representantes dos Estados-membros, para ajudar à sua correcta transposição; exigirá o preenchimento de “*tabelas de concordância*” a todos os Estados-membros, semelhantes àquelas a que estão obrigados os países aderentes (para a transposição do adquirido comunitário); terá um ponto de contacto único nas autoridades de cada um dos Estados-membros, que ajudará na “*fiscalização permanente*” da aplicação do direito comunitário.

4. Primeiro balanço do funcionamento do processo Lamfalussy

Creio que o primeiro balanço do funcionamento do processo tem que ser positivo³⁴, já que o mesmo contribuiu, indubitavelmente, para a celeridade e qualidade do processo legislativo comunitário. Celeridade quando permitiu a adopção de medidas legislativas e regulamentares complexas em cerca de metade do tempo antes considerado normal para adopção dos instrumentos jurídicos num processo de co-decisão. E, para aferir da sua excelência, basta comparar os regimes jurídicos ora aprovados

com os que estes parcialmente vieram revogar. Bem sei que vivemos outra fase de integração, mas a qualidade técnica dos mais recentes é incomparavelmente superior.

Este entusiasmo não será, concerteza, partilhado por todos, em particular, por aqueles que pensavam dominar o processo. Estes podem sentir-se desapontados e esse desapontamento talvez explique, parcialmente, a emergência de outras iniciativas e a tendência que estas parecem assumir, como é o caso do *programa estratégico plurianual* do Conselho (secundado pelo Conselho Europeu de Dezembro de 2003) ou a reflexão encetada sobre o período pós-PASF (depois de 2005).

Para esse período, é provável que a acção comunitária se centre, sobretudo, na execução das medidas já adoptadas, mais do que na adopção de novas medidas ou aperfeiçoamento das existentes. Parece ser esta a tendência³⁵ que se desenha nas discussões em curso no seio da Comissão e do Conselho³⁶. Também nos próximos 3 anos (até 2006), o *programa estratégico plurianual* do Conselho, elaborado conjuntamente pela actual e pelas próximas cinco presidências (Irlanda, Holanda, Luxemburgo, Reino Unido, Áustria e Finlândia) prevê um enfoque especial no tema da “melhor regulação”, tendo subjacente, para alguns, a ideia de que existe um nível demasiado elevado de legislação comunitária e que este nível onera as empresas («*administrative burden*») e é prejudicial ao crescimento económico³⁷. Esta ideia pode encontrar facilmente aderentes na «*business community*» e pode ser facilmente usada como argumento para reduzir drasticamente o nível de harmonização. Aliás, o conceito de

34- Não obstante as recomendações (no sentido de serem aperfeiçoados aspectos do processo) nos seus dois relatórios (um publicado em Maio e outro em Dezembro de 2003), o «*Inter-institutional Monitoring Group*» (composto por seis membros: dois representantes de cada uma das instituições envolvidas: PE, Conselho e Comissão), criado precisamente com o objectivo de acompanhar o processo Lamfalussy, coincide numa avaliação globalmente positiva do contributo deste processo para a celeridade e qualidade do procedimento legislativo comunitário.

35- É claro que este desenvolvimento também se explica por si mesmo. Com a adopção das medidas previstas no PASF, conclui-se o processo de adopção do enquadramento jurídico comunitário em matéria de serviços financeiros, aquele que foi considerado suficiente para a consecução dum mercado único de serviços financeiros na UE. É, pois, natural e lógico que, no período seguinte, o enfoque seja posto na execução das medidas já adoptadas.

36- No Conselho, o debate tem sido conduzido pelo Comité de Serviços Financeiros (FSC – «*Financial Services Committee*»). Este comité foi criado no final de 2002 substituindo, de certa forma, o FSPG («*Financial Services Policy Group*»). Este grupo, que integrava representantes dos Estados-membros (representantes pessoais dos Ministros das Finanças) e era presidido pela Comissão, foi criado por esta para permitir aos Estados-membros o acompanhamento (sobretudo na fase «*ex-ante*», de preparação das propostas) da execução das medidas previstas no PASF. Para além desse acompanhamento, o grupo serviu também como fórum de reflexão sobre a política para os serviços financeiros. Função que foi, em grande medida (salvo no que respeita aos actos que a Comissão tem que praticar para poder exercer o seu direito de iniciativa), absorvida pelo FSC, o qual também é integrado por representantes pessoais dos Ministros das Finanças, mas é, agora, presidido por um dos seus membros (neste momento, o membro holandês), tendo a Comissão um estatuto de mera observadora.

37- Por detrás desta ideia há, obviamente, um fundo de verdade. O que nos devemos perguntar é se já é chegado o momento para avançarmos decisivamente sentido. Estamos numa encruzilhada da política comunitária. É indubitável que já criámos um quadro normativo que vai disciplinar muitos aspectos do mercado interno de serviços financeiros e que, portanto, vai condicionar a actividade económica neste sector. O problema é que, não obstante esse direito comum, não só existem aspectos importantes ainda não regulamentados (fundos de investimento não harmonizados e a compensação e liquidação são dois exemplos importantes), mas ainda necessitamos de continuar a dar passos para fazer convergir os sistemas e ordenamentos jurídicos nacionais. Por isso, falo em encruzilhada ou fase de transição. Um fase que vai exigir um esforço em ambos os sentidos. Teremos que, por um lado, tentar prosseguir com essa convergência, mas, ao mesmo tempo, reflectir sobre se o quadro normativo criado continua a ser, ou não, adequado ao mercado interno de serviços financeiros ou se o mesmo está a produzir efeitos nocivos ou não quistos. O meu único receio é que a tendência que se começa a desenhar ganhe preponderância excessiva sobre a necessidade de harmonização ou convergência. O tempo, como sempre acontece, vai encarregar-se de nos dar resposta e confirmar ou infirmar este receio.

“harmonização” ganhou um tal estigma, sobretudo nos últimos dois a três anos, que passou a ser evitado nos documentos políticos, que falam, cada vez mais, em “convergência”. Este conceito significaria que para aprofundar o mercado interno, bastaria garantir um conteúdo mínimo de princípios e regras harmonizados, aplicando-se a lei do Estado-membro de origem do prestador de serviços financeiros³⁸ a todas as relações jurídicas não cobertas por esse conjunto ínfimo de princípios e regras. Como sublinhei atrás, esta é uma componente importante da actual política de serviços financeiros, que se concatena perfeitamente com esta tendência. Em conjunto, podem potenciar exponencialmente os seus respectivos efeitos, aniquilando a necessidade de harmonização.

Independentemente do desenlace – ainda imprevisível - deste processo político nas suas múltiplas vertentes e do desapontamento e desconforto que a execução das propostas do Relatório Lamfalussy possam ter causado, há que reconhecer, ao menos, as vantagens destas propostas como alternativa, mais flexível e ágil, ao processo normal de co-decisão, este mais moroso e inadequado para dar respostas legislativas comunitárias atempadas às necessidades sentidas por um vertiginoso mercado interno de serviços financeiros. Benefícios que devem ser realçados, sobretudo num momento em que existem dúvidas sobre a capacidade de produção legislativa futura desse processo de co-decisão. Incógnita que só será desfeita quando o alargamento para 25 Estados-membros, que sucedeu a 1 de Maio de 2004, for seriamente testado e/ou quando se registar um acordo sobre o novo Tratado Constitucional, em especial quando se souber que ponderação de votos no Conselho foi finalmente acordada e que significado esta terá para o progresso em matéria de eficiência do processo legislativo comunitário³⁹. Mesmo sem dispor de respostas a estas pergun-

tas, penso que o processo Lamfalussy já demonstrou a sua utilidade, em qualquer circunstância, para agilizar o processo legislativo comunitário. Isso mesmo foi implicitamente reconhecido pelos Ministros das Finanças da UE, através da decisão tomada no Conselho ECOFIN de 3 de Dezembro de 2002, quando determinaram a sua extensão aos sectores da banca e dos seguros.

5. Extensão do processo Lamfalussy aos sectores da banca e dos seguros

Depois de estabelecida essa orientação, a sensibilidade política da extensão e os previsíveis problemas políticos com o PE, por um lado, e a necessidade de estudar o pacote jurídico requerido para a pôr em prática, por outro, explicam que a Comissão só tenha adoptado uma proposta de directiva (para a executar) a 5 de Novembro de 2003⁴⁰.

Seguiu-se um longo processo de negociações com o PE que culminou no acordo político obtido no Conselho ECOFIN de 11 de Maio de 2004. Este aceitou as emendas votadas pelo PE na sua sessão plenária de 24 de Março de 2004 e, assim, deu o passo político que permitirá a adopção formal, seguramente como ponto A numa das próximas reuniões do Conselho⁴¹.

Esta directiva prescreve a criação de mais quatro comités (para além dos dois existentes no sector dos valores mobiliários: ESC e CESR): dois comités de regulamentação, um para a banca (EBC - «*European Banking Committee*») e outro para os seguros (EIOPC - «*European Insurance and Occupational Pensions Committee*»); 2 comités de supervisores, também um para a banca (CEBS - «*Committee of European Banking Supervisors*») e outro para os seguros (CEIOPS - «*Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*»).

38- Para manter o rigor jurídico, há que precisar que, para além do conteúdo harmonizado, o funcionamento de certas regras de conflitos, sejam estas previstas em instrumentos jurídicos nacionais ou internacionais, pode determinar a aplicação de outra lei, que não a lei do prestador de serviços financeiros. Por exemplo, algumas convenções internacionais (designadamente a Convenção de Roma) que determinam a lei aplicável às relações contratuais prescrevem a imperatividade de regras do direito do consumidor.

39- Para se ter uma ideia do impacto do alargamento sobre o processo de deliberação no Conselho, podemos recorrer ao teste da “probabilidade de passagem” (de uma proposta sujeita a negociação) usado por BALDWIN e WIDGREN (BALDWIN, Richard / WIDGREN, Mika – *A study of the Constitutional Treaty's voting reform dilemma*, CEPR, November 2003, pp. 4 e 7). Para estes autores, e sob condição de que não fossem modificadas as regras estabelecidas pelo Tratado de Nice, o alargamento da União Europeia a 27 Estados-membros (etapa seguinte do alargamento, prevista já para 2007) provocaria uma redução da “probabilidade de passagem” de 8,2% numa UE de 15 EM para 2,1% numa UE de 27 EM. Mesmo no quadro do sistema proposto pela Convenção e usado no Projecto de Tratado Constitucional (sistema da dupla maioria: maioria de Estados-membros e três quintos da população da UE – *cf.* artigo I-24^o/1 Proj Tratado Constitucional), tudo depende da definição concreta desse sistema, pois podemos ter, por exemplo, “probabilidades de passagem” de 1,6% (70% de Estados-membros e população) até 35,8% (50% de Estados-membros e população).

40- Proposta de Directiva do PE e do Conselho que altera as Directivas do Conselho 73/239/CEE, 85/611/CEE, 91/675/CEE, 93/6/CEE e 94/19/CE e as Directivas 2000/12/CE, 2002/83/CE e 2002/87/CE do PE e do Conselho, com vista a estabelecer uma nova estrutura orgânica para os comités no domínio dos serviços financeiros – COM(2003) 659 final, de 05.11.2003.

41- Este procedimento de adopção vai sofrer os mesmos atrasos de tradução que já foram referidos no caso da Directiva da Transparência. Não se prevê uma adopção formal antes do último trimestre deste ano.

and Occupational Pensions Supervisors»). Completa-se, assim, o desenho da arquitectura das autoridades comunitárias, com funções regulamentares e de supervisão, no domínio dos serviços financeiros. Passamos a ter um nível 2 constituído pelo ESC, EBC e EIOPC e um nível 3 composto pelo CESR, CEBS e CEIOPS.

Para os sectores da banca e dos seguros, esta nova estrutura comitológica vai mostrar-se particularmente útil quando forem adoptadas as duas directivas que virão definir o novo enquadramento prudencial para estes dois sectores. Refiro-me à nova Directiva de Adequação de Capital (cuja proposta deve ser adoptada pela Comissão ainda este ano, na sequência do acordo de Basileia II), para os bancos, e à Directiva de Solvência II, para as empresas de seguros. Directivas que, pela sua tecnicidade, serão mais adequadamente regulamentadas ao nível comitológico.

6. As relações com o PE e a CIG

Não obstante o Conselho ter agido com muita cautela, quando deliberou, em Dezembro de 2002, estender o processo Lamfalussy aos sectores da banca e dos seguros, a negociação com o PE não foi fácil, porque este reiterou as suas exigências quanto à revisão do artigo 202º TCE, arrastando o processo, mais uma vez, durante demasiado tempo.

No sentido de evitar novo impasse, o Conselho ECOFIN de Dezembro de 2002, nas suas conclusões, remetia para uma declaração dos representantes dos Governos dos Estados-Membros⁴² reunidos no seio do CAGRE⁴³ (de 9 e 10 de Dezembro de 2002), a qual deveria reconhecer a importância de rever aquela disposição.

Este gesto foi, no entanto, considerado insuficiente pelo PE e só os desenvolvimentos na CIG conseguiram contribuir decisivamente para desbloquear este novo impasse.

O projecto de Tratado Constitucional incorpora duas disposições que podem cobrir o processo comitológico, uma que repete o conteúdo do artigo 202º TCE (artigo I-36º do Proj de Tratado Constitucional) e outra que reconhece ao PE

e ao Conselho o poder de avocação dos actos delegados nos comités presididos pela Comissão (artigo I-35º do Proj de Tratado Constitucional). Ora, a adopção da directiva que determina a extensão só vai ser possível porque, por um lado, o Conselho garantiu ao PE que não vai fazer uso da “cláusula aerosol” e, por outro, porque o Ministro das Finanças da Irlanda (McGreevy), actual presidência do Conselho, enviou uma carta (cujo conteúdo foi aprovado no ECOFIN de 22 de Março de 2004) ao PE, indicando que o Conselho apoiava os princípios do artigo I-35º do Proj Tratado Constitucional, compromisso relevante quando ainda não se sabe o que se vai passar com este Tratado Constitucional (mesmo que seja objecto de acordo na CIG, terá ainda que passar o teste das ratificações).

7. O artigo I-35º do Proj de Tratado Constitucional e o futuro do processo Lamfalussy

No que respeita ao Projecto de Tratado Constitucional, um primeiro comentário que se me oferece fazer relaciona-se com a complexidade da distinção entre o artigo I-35º («regulamentos delegados») e o artigo I-36º («actos de execução»). Não vai ser fácil diferenciar regulamentação e execução, especialmente quando o processo Lamfalussy se baseou numa norma que admitia a delegação de poderes de execução, o artigo 202º TCE, mas que efectivamente tem vindo a permitir uma regulamentação dos instrumentos jurídicos de nível 1. Sem excluir a possibilidade de uma elaborada delimitação doutrinária ou jurisprudencial, estou em crer que a escolha de uma ou outra base jurídica vai exigir, pelo delicado equilíbrio político-institucional subjacente, um acordo interinstitucional, sem o qual estas bases jurídicas serão inutilizáveis.

Outro aspecto relevante, que decorre do regime dessa disposição, é o que se desprende da renovada redistribuição de competências. Deste facto, resultam duas importantes consequências. Primeiro e para o futuro, a Comissão passará a dominar a fase de regulamentação e não está obrigada a ser assistida pelos Estados-membros ou pelo PE. Facto que põe em causa a existência dos comités de regulamentação

42- Esta composição reforçava o valor da declaração, na medida em que caberia a estes a representação dos Estados-membros na CIG.

43- Conselho de Assuntos Gerais e Relações Externas (composto pelos Ministros dos Negócios Estrangeiros).

(Lamfalussy), tal como existem e acabam ser criados. Por isso, os Ministros das Finanças tentaram garantir um compromisso da Comissão de que esta manteria a actual estrutura orgânica de comités (Lamfalussy). Num primeiro momento, o máximo que conseguiram foi a promessa de que a Comissão recorreria a peritos nomeados pelos Estados-membros, o que não garantia a representação igualitária de todos os Estados-membros. Todavia, mesmo esta promessa, no decurso das negociações na CIG, caiu no esquecimento e o mais provável, nesta altura, é que o Projecto de Tratado Constitucional seja aceite (no que concerne a estas duas disposições) sem qualquer modificação, nem declaração. Perante isto, o futuro do processo Lamfalussy é uma grande incógnita, pelo menos tal como o conhecemos actualmente. Pode ter sido apenas uma fase intermédia, transitória, para um domínio completo do processo e fase de regulamentação por parte da Comissão...

Outra consequência será o aumento de poder do PE sobre a fase de regulamentação, que será tanto mais significativo quanto a Comissão se desembaraçar, ou não, da assistência dos Estados-membros nessa fase. Aparentemente, o artigo I-35°/2 do Proj Tratado Constitucional atribui poderes idênticos ao Conselho e ao PE. Poderes que o PE hoje não detém e, por isso, desde logo e apenas num plano jurídico, as suas competências saem reforçadas.

Mas num plano político, o reforço pode ser ainda mais significativo.

Se a Comissão prescindir dos comités de regulamentação, o PE aumentará exponencialmente os seus poderes por comparação com o Conselho, por força dos processos negociais internos de cada uma das instituições. Enquanto no PE a formação da sua vontade é, em muito, influenciada pela posição do relator da recomendação que está na base do parecer do PE ou pela posição da comissão parlamentar encarregue dessa recomendação (no caso dos serviços financeiros, a EMAC) e, portanto, será sempre muito fácil, quer ao relator, quer à comissão parlamentar, veicular uma posição que seja tida em conta pela Comissão, mesmo sem que o PE faça uso das prerrogativas conferidas pelo artigo I-35°/2 do Proj Tratado Constitucional, já no Conselho é o inverso que é verdadeiro. No Con-

selho será muito fácil reunir uma minoria de bloqueio, de apoio à Comissão (basta, em termos políticos, a participação de um ou dois grandes Estados-membros nessa minoria), que obste à formação de uma posição institucional do Conselho, impedindo, assim, o uso das prerrogativas concedidas por aquela disposição.

Pode ser que este cenário seja inverosímil. Mas é importante que seja tido em conta como um risco potencial da evolução no domínio dos serviços financeiros. Não queria, porém, terminar com uma nota de pessimismo. Como referi, penso que, até agora, o processo Lamfalussy tem justificado a aposta que nele foi feita e, por outro lado, se o futuro não depende da nossa voz, também dela depende. Só temos que a fazer ouvir...

A MANIPULAÇÃO DE MERCADO E O ABUSO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NA NOVA DIRECTIVA SOBRE ABUSO DE MERCADO (2003/6/CE)¹

HELENA BOLINA*

I- Introdução

1. Em Maio de 2001 a Comissão Europeia apresentou uma proposta de directiva destinada a regular a matéria do abuso de mercado. Esta directiva corresponde a um dos pilares do Plano de Acção para os Serviços Financeiros, sendo um dos veículos para a constituição do mercado financeiro único.

A proposta de directiva foi uma das primeiras elaboradas no âmbito do processo Lamfalussy que prevê uma distinção entre diplomas de primeiro nível, onde são estabelecidos os princípios gerais de um determinado regime legal e diplomas de segundo nível que estabelecem regras de concretização desses princípios adoptadas de acordo com os procedimentos comitológicos da Comissão Europeia.

Em 15 de Março de 2002, o Conselho Europeu que teve lugar em Barcelona confirmou o objectivo estabelecido pelo Conselho Europeu de Estocolmo de atingir um mercado financeiro único até ao final de 2003. Assim foi requerido ao Conselho e ao Parlamento Europeu que a directiva sobre abuso de mercado fosse adoptada até final de 2002, o que veio a acontecer em 2 de Dezembro desse ano.

2. A preocupação inicial que orientou a elaboração da proposta de directiva por parte da Comissão Europeia era a de abranger a manipulação de mercado. A grande variedade de regras existentes nos diversos estados membros conduzia a distorções competitivas. O objectivo inicial era, assim, o de estabelecer um *level playing field*, ao nível do enquadramento da manipulação de mercado, para todos os agentes do mercado em todos os Estados Membros, reforçando a integração do mercado e a confiança

dos investidores em toda a União Europeia.

Todavia, atingir este objectivo não seria inteiramente possível se a nova legislação se limitasse à manipulação de mercado, uma vez que se criaria um desequilíbrio entre a regulação da manipulação de mercado e o abuso de informação.

Optou-se, assim, por tratar também o abuso de informação, uma vez que a directiva 89/592/CEE (sobre abuso de informação privilegiada) tinha, à data da elaboração desta proposta, mais de dez anos. Pretendendo esta nova directiva constituir um passo em frente ao nível da cooperação entre os reguladores, não faria sentido que esse regime de cooperação fosse aplicável apenas para a investigação da manipulação de mercado e não também para o abuso de informação.

A proposta da Comissão veio, assim, a abranger, tanto o regime da manipulação de mercado como o do abuso de informação privilegiada.

3. Não obstante a directiva fazer referência, no seu título, a «abuso de mercado», este não constitui qualquer conceito com autonomia relativamente aos conceitos já existentes de abuso de informação privilegiada e de manipulação de mercado. Não tem, com efeito, qualquer âmbito autónomo que transcenda os âmbitos, respectivamente, da manipulação e do abuso de informação. Todavia, ao agregar ambos os conceitos sob a mesma designação, a directiva vem assumir expressamente a ideia de que ambos os tipos de conduta são danosas para o mercado e que em ambos os casos o que se visa proteger através das proibições é a integridade do mercado.

* - Directora - Adjunta do Departamento de Assuntos Jurídicos e Contencioso

1- O presente texto corresponde no essencial, com algumas alterações decorrentes de posterior reflexão, ao artigo «Market manipulation and insider dealing in the new market abuse Directive (2003/6/EC)», publicado na revista EUREDIA (Revue Européenne de Droit Bancaire et Financier), Bruylant, 2001-2002/4, 555 - 576.

Esta perspectiva é também delimitadora do âmbito da directiva no que respeita aos deveres de informação nela previstos. Nela não se esgotam todos os deveres de informação a cargo dos agentes de mercado, enunciando-se apenas aqueles que tenham relevância para a salvaguarda da integridade do mercado. Outros deveres de informação (relacionados, por exemplo, com a protecção dos interesses de clientes dos intermediários financeiros) têm o seu lugar em outras directivas.

4. O objectivo assumido pela directiva é o de fornecer definições de manipulação de mercado e de abuso de informação privilegiada que sejam suficientemente precisas para orientarem o comportamento dos agentes do mercado mas que contenham um nível de flexibilidade que permita que novas práticas abusivas possam ser abrangidas. Atingir este equilíbrio não deixa de representar um tarefa difícil, uma vez que estamos perante normas de natureza infraccional, pelo que se revela essencial a existência de certeza jurídica, a que acresce o facto de o excesso de flexibilidade poder conduzir a diferenças relevantes na transposição pelos vários estados membros, pondo em risco a harmonização que é o principal objectivo do diploma.

II. A definição de abuso de informação privilegiada na nova directiva: comparação com a directiva 89/592/CEE

5. O artigo 1.º da directiva contem, no seu n.º 1, a definição de informação privilegiada. Desta definição nascem vários deveres estabelecidos na directiva. A principal diferença entre esta directiva e a anterior sobre abuso de informação é que, na actual directiva, o conceito de informação privilegiada é o ponto de partida não apenas das proibições de abuso de informação mas também dos deveres de divulgação de factos relevantes a cargo dos emitentes, anteriormente regulados nos artigos 68º e 81º da directiva 2001/34/CE. O facto de a definição de informação privilegiada ser o conceito que está na base de ambos os institutos coloca alguns problemas interpretativos relativamente à questão do que seja informação tornada pública que se explicarão adiante.

1. A definição de informação privilegiada

6. Embora a letra do preceito seja bastante pró-

xima da da anterior directiva, a definição constante da nova directiva apresenta algumas diferenças que conduzem a um alargamento do âmbito de aplicação.

a) Informação que diga indirectamente respeito a emitentes ou a instrumentos financeiros

7. A nova definição esclarece que a informação que diga indirectamente respeito a emitentes ou a instrumentos financeiros é também abrangida. Não é indiscutível que tal traduza um alargamento do âmbito da noção de informação privilegiada, na medida em que, na anterior directiva, não existia qualquer especificação sobre se tal relação devia ser directa ou indirecta e, portanto, a questão era passível de diferentes interpretações. A nova Directiva tem a vantagem de clarificar este ponto, não deixando, assim, qualquer margem interpretativa aos Estado Membros.

Ao incluir claramente no âmbito da noção de informação privilegiada a informação que diga indirectamente respeito a emitentes ou a instrumentos financeiros, o novo texto pacifica a questão de saber se tal informação estaria incluída, dispensando a determinação em concreto sobre se a informação diz directamente respeito ao emitente ou a instrumentos financeiros admitidos à negociação em mercado regulamentado. À luz do novo regime, o essencial da verificação a fazer para delimitar o âmbito da informação privilegiada passa a ser a análise das condições contidas no preceito, ou seja, averiguar se a informação é precisa e susceptível de influenciar de maneira sensível o preço dos instrumentos financeiros. A aplicação destas condições impede que, mesmo no caso de informação que apenas indirectamente diz respeito ao emitente ou ao instrumento financeiro, tal relação seja levada a tal extremo que conduza à inclusão no conceito de informação totalmente irrelevante.

b) Instrumentos financeiros incluídos na definição

8. Por forma a conciliar o regime da nova directiva com o regime previsto pela directiva dos serviços de investimento (DSI), o âmbito da definição inclui todos os instrumentos financeiros elencados no artigo 1º, n.º 3.

Este n.º 3 do artigo 1.º inclui ainda qualquer instrumento admitido à negociação num mercado regulamentado ou cuja admissão a esse mercado tenha sido requerida.

O âmbito de aplicação desta directiva no que respeita aos instrumentos financeiros abrangidos é, assim, substancialmente mais amplo do que o da anterior directiva. Do elenco do n.º 3 do artigo 1.º incluem-se, designadamente, os derivados sobre mercadorias que não estavam abrangidos pela directiva anterior.²

9. Poderia suscitar-se a dúvida sobre qual a razão da inclusão na definição contida no n.º 1 do artigo 1.º de uma referência específica ao impacto sobre os preços dos instrumentos derivados relacionados, quando os derivados constam já do elenco dos instrumentos contidos no n.º 3.

O objectivo parece ser o de incluir no âmbito da definição as situações em que a informação e o impacto sobre os preços não se relacionam com os mesmos instrumentos: a informação diz respeito a um determinado instrumento financeiro admitido à negociação em mercado regulamentado mas o impacto é sobre o preço de um derivado com ele relacionado.

10. A segunda questão que esta referência coloca é a de saber se os derivados a que se refere o n.º 1 do artigo 1.º têm de estar admitidos à negociação em mercado regulamentado ou se, pelo contrário, sempre se estará perante informação privilegiada, caso a informação seja susceptível de influenciar o preço de um derivado que não está admitido à negociação em mercado regulamentado mas que está relacionado com um instrumento financeiro que preenche essa condição.

A resposta terá de ser encontrada no artigo 9.º de onde decorre que a directiva apenas se aplica a instrumentos financeiros admitidos à negociação (ou cuja admissão já tenha sido requerida) em mercado regulamentado.

Não obstante, a directiva aplica-se a transacções que tenham lugar fora de mercado regulamentado, desde que incidam sobre aqueles instrumen-

tos financeiros.

Do n.º 2 do artigo 9º resulta, ainda, que as proibições constantes dos artigos 2º, 3º e 4º também se aplicam a instrumentos não admitidos à negociação em mercado regulamentado mas cujo valor depende de um instrumento financeiro admitido à negociação em mercado regulamentado. Este segundo parágrafo não faz qualquer referência ao artigo 1º.

Assim, do regime previsto pelo artigo 9º pode concluir-se relativamente ao âmbito de aplicação da directiva que *informação privilegiada é apenas informação que seja susceptível de ter impacto sobre o preço de instrumentos financeiros admitidos à negociação em mercado regulamentado. É apenas a proibição de efectuar transacções que abrange também instrumentos financeiros não admitidos à negociação em mercado regulamentado.*

O que significa que os derivados a que se refere a parte final do artigo 1.º também terão de estar, eles próprios, admitidos à negociação em mercado regulamentado.

Esta conclusão é totalmente coerente com o objectivo da directiva que é o de proteger a integridade do mercado regulamentado. Por um lado, deixa de fora informação sobre instrumentos não admitidos à negociação num mercado regulamentado e sem qualquer influência no preço dos instrumentos que o estão.

Por outro lado, inclui transacções sobre instrumentos não admitidos à negociação num mercado regulamentado, quando estas transacções derivam da detenção de informação privilegiada sobre instrumentos financeiros admitidos à negociação num mercado regulamentado, uma vez que estas transacções são ainda realizadas com base em informação privilegiada.

2. Âmbito subjectivo: artigos 2º e 4º

11. O regime previsto nos artigos 2º e 4º da nova directiva abrange todas as situações previstas no anterior regime, alargando o âmbito de aplicação a duas situações novas:

2- Para uma comparação mais detalhada entre ambas as directivas no que respeita aos instrumentos financeiros abrangidos na definição veja-se P. Lambrecht, «Les opérations d'initiés dans la proposition de Directive sur les abus de marché», in M. Tison, C. Van Acker, J. Cerfontaine (éd.), *Financiële regularing: op zoek naar nieuwe evenwichten*, vol. II, Série: Instituut Financieel Recht, 4, Anvers, Intersentia, 2003, 551-580.

a) Pessoas que detêm informação privilegiada em virtude das suas actividades criminosas (artigo 2º, n.º 1, alínea d)

12. Durante as negociações da directiva ocorreram os atentados de 11 de Setembro de 2001, em Nova Iorque. A preocupação relativamente à prevenção do abuso de mercado neste tipo de situações conduziu à proposta de inclusão dentro do âmbito de aplicação do preceito de qualquer pessoa que detenha informação privilegiada em virtude das suas actividades criminosas. Esta proposta foi aceite e encontra-se agora incluída no artigo 2º da directiva.

Todavia, dadas as diferenças relativamente à directiva anterior no que respeita ao âmbito subjectivo de aplicação das proibições, uma vez que este foi alargado no artigo 4º, a situação que a nova directiva visa abranger estava já incluída no artigo 4º, uma vez que este não exige uma relação com uma fonte interna, conforme se explicará no ponto seguinte.

b) Qualquer pessoa que detenha informação privilegiada, desde que saiba ou lhe seja exigível saber tratar-se de informação privilegiada

13. Neste artigo é introduzida uma substancial diferença relativamente ao artigo 4º da directiva anterior. Na anterior directiva, por um lado, a pessoa tinha de saber que a informação era informação privilegiada. Na nova directiva tal não é exigido, basta que tivesse o dever de saber. Por outro lado a anterior directiva exigia uma ligação (directa ou indirecta) com uma fonte interna, que não é exigida pela nova directiva.

Se se tomar em consideração que a definição de informação privilegiada não inclui qualquer referência à fonte da informação, qualquer pessoa que tenha uma informação precisa, que ainda não tenha sido tornada pública, relacionada directa ou indirectamente com um emitente ou com instrumentos financeiros e que, se fosse tornada pública, seria susceptível de ter um efeito significativo nos preços, está abrangida pelas proibições constantes dos artigos 2º e 3º, independentemente da fonte de onde essa informação proveio.

Assim sendo, a aplicação do regime previsto no artigo 4º já abrangeria qualquer pessoa que detivesse informação privilegiada em virtude das suas actividades criminosas, uma vez que inclui qualquer pessoa que detenha informação privilegiada independentemente da fonte. Por esse motivo, o esclarecimento relativamente a pessoas que detenham informação privilegiada em virtude das suas actividades criminosas afigurava-se desnecessário.

14. O alargamento do âmbito subjectivo de aplicação da proibição de abuso de informação em conjugação com o facto de a definição de informação privilegiada ser o ponto de partida não só das proibições de abuso mas também do dever de divulgação de informação a cargo dos emitentes coloca alguns problemas de adequada articulação entre as proibições dos artigos 2º e 3º e os deveres de informação do artigo 6º que se analisarão adiante.

3. Condutas proibidas: artigos 2º e 3º

15. A principal diferença entre as proibições constantes do artigo 3º e o regime previsto no artigo 2º, n.º 1 da anterior directiva é a de que não é exigido na nova directiva, entre os pressupostos da prática da infracção, que a pessoa obtenha um benefício através do uso da informação privilegiada mas apenas que use essa informação, adquirindo ou alienando os instrumentos financeiros com os quais a informação se relaciona.

A mudança no regime comunitário (que não no ordenamento jurídico interno, uma vez que tal condição não era, entre nós, exigida) vem ao encontro da principal preocupação na repressão deste tipo de ilícito que é a dificuldade em produzir prova de que um benefício efectivo foi obtido através da utilização da informação privilegiada. Da experiência recolhida junto dos vários Estados Membros na investigação do abuso de informação, verificou-se que muitos casos soçobraram precisamente devido à dificuldade de quantificar tal benefício.

Além de que o principal desvalor da conduta não é o facto de o agente obter para si um benefício através da utilização da informação privilegiada mas o perigo para a integridade mercado que daí decorre, por se pôr em causa a confiança dos investidores.

Este consequência é independente da quantificação dos benefícios obtidos. Exigir que tal benefício seja demonstrado para além de toda a dúvida razoável implica a demonstração de um pressuposto que não é essencial para a afirmação do desvalor da conduta.

16. Esta nova perspectiva é reforçada pelo facto de, na nova directiva, a tentativa também estar abrangida pela definição.

III. A relevância da definição de informação privilegiada para o dever de divulgação imposto aos emitentes no artigo 6.º, n.º 1

17. Conforme se referiu já, a definição de informação privilegiada é a condição da qual decorrem as proibições dos artigos 2º e 3º e os deveres de informação a cargo do emitente contidos no artigo 6º.

Esta opção de concentrar ambos os temas na mesma directiva e, o que é juridicamente mais relevante, tomar como ponto de partida a mesma definição de informação privilegiada é distinta da do regime anterior, onde o tema dos factos relevantes era tratado na directiva 2001/34, nos artigos 68º e 81º. Entre nós, a matéria é presentemente regulada no artigo 248º do Código dos Valores Mobiliários.

A concentração de ambos os temas (anteriormente separados) numa mesma directiva conduz a alguns problemas de interpretação que terão de ser resolvidos.

1. Dever de confidencialidade versus dever de divulgação de informação

18. O artigo 6º, n.º 1 impõe ao emitente um dever de divulgação imediata de toda a informação privilegiada que directamente lhe diga respeito. O n.º 2 do mesmo artigo abre a possibilidade de o emitente diferir essa divulgação, por forma a não prejudicar os seus interesses legítimos, desde que verificadas determinadas condições.³

O objectivo deste regime é o de assegurar que o mercado seja imediatamente informado da

informação privilegiada, potenciando-se a transparência no mercado e a igualdade de acesso à informação relevante pelos participantes no mercado.

19. Pode parecer incoerente que da definição de informação privilegiada nasçam simultaneamente dois deveres opostos: por um lado, o dever de manter a informação confidencial como resultado da proibição de divulgação de informação privilegiada prevista no artigo 3º a); por outro lado, o dever de divulgação imediata da informação a cargo do emitente previsto no artigo 6º, n.º 1.

Apesar de poder parecer contraditório que, verificando-se a existência de informação privilegiada, nasçam simultaneamente dois deveres de conteúdo completamente oposto (o dever de divulgar e o dever de não divulgar), existem diferenças no âmbito de aplicação dos dois deveres que conferem valor autónomo a cada um deles, tornando-os complementares e não contraditórios.

A primeira diferença de âmbito entre os dois deveres é de natureza subjectiva: o dever de divulgação do artigo 6º é imposto apenas aos emitentes; o dever de confidencialidade é imposto às pessoas elencadas nos artigos 2º e 4º. Estas pessoas estão abrangidas pelo dever de confidencialidade e não pelo dever de divulgação. O emitente não consta do elenco das pessoas abrangidas por este dever de confidencialidade. Não há, assim, conflito entre o dever de confidencialidade e o dever de divulgação, uma vez que o âmbito subjectivo dos deveres é diferente.

20. Pode, todavia, colocar-se, ainda, a questão da utilidade de estabelecer um dever de confidencialidade no artigo 3º, uma vez que, se o emitente cumprir a sua obrigação de divulgação imediata, o momento em que nasce para aquelas pessoas o dever de confidencialidade coincide com aquele em que se extingue, uma vez que, após a divulgação pelo emitente, a informação passa a ser pública, deixando, em consequência, de ser informação privilegiada.

3- A directiva 2003/124/CE (de nível dois) contém, no seu artigo 3º um elenco de exemplos de situações em que a divulgação imediata da informação pode pôr em causa os interesses legítimos do emitentes e, ainda, as medidas que devem ser adoptadas para assegurar a manutenção da confidencialidade, no caso de diferimento.

De facto, o regime poderia ter sido desenhado de forma mais eficaz se se tivesse estabelecido um dever de confidencialidade, cujo termo inicial fosse o da informação privilegiada em formação (por exemplo num momento em que a informação ainda não é completamente precisa ou em que a probabilidade de ter impacto nos preços ainda não é clara). Este teria sido um meio mais eficaz de prevenir a circulação de rumores no mercado mas esta opção não foi a tomada pela directiva.

O que não significa, todavia, que o dever de confidencialidade não possa ter alguma relevância.

Em primeiro lugar porque existe, desde logo, a possibilidade de o emitente não cumprir o seu dever de divulgação. Nesse caso, o dever de confidencialidade durará até ao momento em que a informação seja tornada pública.

Em segundo lugar, o dever de divulgação da informação previsto no artigo 6º abrange apenas a informação que diga directamente respeito ao emitente.

Em terceiro lugar, existe a possibilidade, prevista no n.º 2 do artigo 6.º de diferimento da divulgação da informação. Enquanto o diferimento durar, o dever de confidencialidade aplica-se a todas as pessoas referidas nos artigos 2 e 4, nascendo, ainda, um novo dever de confidencialidade a cargo do próprio emitente e que é uma das condições para a legitimidade do diferimento.

2. O conceito de informação tornada pública nos artigos 1º e 6º

21. O segundo problema de interpretação decorrente da concentração dos dois temas numa mesma directiva reside na determinação do significado da expressão «informação tornada pública».

Não obstante a directiva de nível um (a directiva 2003/6/CE) não fazer referência aos meios que o emitente deve usar para divulgar essa informação e a concretização pela directiva 2003/124/CE (de nível dois) permitir, por remissão para os artigos 102.º e 103.º da directiva 2001/34/CE, que os Estados Membros prevejam como meio idóneo os meios de comuni-

cação social, a verdade é que em muitos Estados Membros (como é o nosso caso) o dever de divulgação a cargo do emitente só se considera cumprido se esta for realizada através de mecanismos de difusão que existem especialmente para esse efeito.

Este regime não contraria o disposto nas directivas e é até, porventura, mais adequado à exigência de rapidez que consta do artigo 2.º, n.º 1, segundo parágrafo da directiva 2003/124/CE do que a divulgação pelos meios de comunicação social.

22. Todavia, a exigência de condições específicas na forma como o emitente deve tornar a informação pública, para cumprir o seu dever de divulgação, conduz à necessidade de se estabelecer com rigor as fronteiras entre o cumprimento deste dever e a noção de informação não pública para efeito da definição de informação privilegiada constante do artigo 1.º.

O problema surge devido ao alargamento do âmbito subjectivo operado pelo artigo 4º. Pode acontecer, por exemplo, que o emitente não tenha cumprido o seu dever de divulgação (seja porque não divulga a informação, seja porque não o faz através dos meios que a lei entende serem os adequados) mas, ainda assim, a informação tenha sido amplamente difundida nos meios de comunicação social.

Se a divulgação da informação que não foi feita pelo emitente através dos meios legalmente adequados não for considerada como informação pública, para efeito do artigo 1º, ela mantém-se como informação privilegiada e as proibições dos artigos 2º e 3º continuam a aplicar-se. Devido ao regime previsto no artigo 4º, isto teria como resultado que qualquer pessoa que lesse essa informação num jornal e, com base nessa informação, efectuasse transacções, poderia estar a praticar a infracção de abuso de informação.

A mesma consequência seria aplicável a todas as pessoas referidas no artigo 2º, embora no caso de pessoas com responsabilidades de gestão no âmbito do emitente, não pareça injusto exigir-lhes que não efectuem transacções enquanto o emitente não cumprir os seus deveres de informação pelo modo legalmente previsto.

Todavia, a directiva não faz qualquer distinção no que diz respeito à definição de informação privilegiada entre os *insiders* e as pessoas que não têm qualquer relação com o emitente. Assim sendo, qualquer conclusão a que se chegue quanto a este ponto terá de ser aplicável a todas as pessoas abrangidas pelas proibições.

23. A solução para este problema reside em tentar manter ambos os regimes separados e restringir as conexões entre o artigo 1º e o artigo 6º ao que é exigido na directiva e que é apenas o facto de a definição de informação privilegiada ser a fonte do dever de divulgação da informação, sem se efectuar a conexão de sentido contrário. O que significa que, para efeito da determinação sobre se o emitente cumpriu o seu dever de tornar pública a informação, a divulgação terá de ser feita através do mecanismo legalmente imposto mas, não o sendo, a informação pode ser considerada pública para efeito do artigo 1º, caso tenha sido divulgada ao público por outro meio ou por outra entidade.

Ou seja, tornar a conexão entre os dois artigos recíproca, fazendo com que os requisitos de divulgação previstos para o artigo 6º sejam relevantes para decidir se a informação foi tornada pública para efeitos do n.º 1 traria o regime para um círculo vicioso, com consequências absurdas como é o caso de exemplo descrito acima, quando se considera o alargamento subjectivo operado pelo artigo 4º.

24. A abordagem proposta tem como consequência que poderá haver casos (como é também o caso do regime actualmente vigente no ordenamento jurídico português) em que o emitente seja sujeito a uma sanção por não cumprir o seu dever de divulgação previsto no artigo 6º, apesar de a informação dever ser considerada pública para efeitos do disposto no artigo 1º (porque foi difundida ao público por outra via), não implicando responsabilidade por abuso de informação para as pessoas que efectuaram transacções depois da informação ser pública, ainda que não divulgada devidamente pelo emitente.

IV. A definição de manipulação de mercado (artigo 1º, n.º 2)

25. Ao apresentar a proposta de directiva, a Comissão tomou em consideração as dificulda-

des sentidas pelos vários estados membros, uma vez que também poucos eram os casos de condenações por manipulação de mercado. A definição que consta da directiva prescinde, assim, de elementos subjectivos especiais da ilicitude (que na previsão do artigo 379.º do Código de Valores Mobiliários já não existiam), como seja a intenção de manipulação, não exigindo também a demonstração da obtenção de um benefício económico (excepção feita para o regime previsto para os jornalistas no artigo 1, parágrafo 2, alínea c).

26. A não inclusão de tais elementos na definição não significa contudo que se tenha prescindido da necessidade de imputação subjectiva da conduta ao agente, pelo que o texto da directiva não contempla, de modo algum, a previsão de qualquer tipo de responsabilidade objectiva dos agentes.

1. A definição da alínea a)

27. Não se exige que a conduta seja especificamente dirigida a produzir o efeito no mercado ou sequer que o produza mas apenas que seja susceptível de o produzir. O que é necessário demonstrar neste caso, não é, assim, que a actuação do agente se dirija à produção daquele efeito mas apenas que ele saiba que a sua conduta é susceptível de o produzir.

Todavia, nesta alínea, são tomadas em consideração as razões que levam o agente a efectuar as transacções, conforme consta da parte final, onde se estabelece que o proibição não se aplicará, caso «a pessoa que realizou as operações ou emitiu as ordens faça prova da legitimidade das razões que a levaram a realizar essas operações ou a emitir essas ordens e da conformidade das operações e ordens com as práticas de mercado aceites no mercado regulamentado em questão.»

As condições são cumulativas. A previsão desta possibilidade tem como objectivo enquadrar actuações que poderiam subsumir-se à definição de manipulação de mercado mas que são conhecidas e aceites pelo mercado como práticas legítimas, por forma a que a definição de manipulação não conduza a uma paralisação da actividade do mercado legítima.

28. Da redacção desta parte do preceito parece resultar uma inversão do ónus da prova. Diz-se, com efeito, que é a pessoa que realizou as operações que terá de fazer prova da legitimidade das razões e da sua conformidade com as práticas de mercado aceites. Esta conclusão pode trazer dificuldades, em virtude da aplicação do princípio *in dubio pro reo*, pelo que terá de ser enquadrada por forma a garantir que este seja respeitado.

Em primeiro lugar, o princípio *in dubio pro reo* diz respeito a prova, aplicando-se portanto em caso de dúvida quanto à verificação dos factos e não a questões de interpretação.

Não está, por isso, em causa este princípio quando se trata de saber se a prática é uma prática de mercado aceite, uma vez que tal se encontrará previamente definido, nem quanto à questão de saber se a razão é legítima. Decidir se a razão para a prática do facto é ou não legítima não é uma questão de prova.

Não obstante dever ser aplicado o princípio *in dubio pro reo* em caso de dúvida quanto à prova da razão que motivou a conduta, basta a demonstração de que as operações ou ordens não correspondem a práticas de mercado aceites para fazer soçobrar esta excepção, dada a cumulatividade das condições. Sendo as práticas de mercado aceites conhecidas, a verificação sobre se se trata ou não de uma prática de mercado aceite pode ser feita com facilidade, até pelos próprios agentes do mercado, quando avaliam as condutas que se propõem adoptar.

2. Operações ou ordens que recorram a procedimentos fictícios ou quaisquer outras formas de engano ou artifício

29. Não se exige também nesta alínea que a conduta do agente se dirija à produção de um determinado efeito no mercado. Contudo, sendo a proibição a de realização de operações ou emissão de ordens recorrendo a procedimentos fictícios ou quaisquer outras formas de engano ou artifício, o objectivo da conduta é dificilmente separável da própria conduta. Na generalidade dos casos quem recorre a procedimentos fictícios ou a quaisquer formas de engano ou artifício dificilmente não terá como objectivo

enganar. Não se exigindo prova autónoma do objectivo de produzir esse engano, ele resultará, na generalidade dos casos, evidente pela demonstração do emprego desse tipo de procedimentos.

3. Disseminação de informação que dê indicações falsas ou enganosas sobre instrumentos financeiros

30. Esta previsão compreende duas situações: (1) os casos em que o agente sabe que está a divulgar informação falsa; (2) os casos em que o agente devia saber que a informação que divulga é falsa.

31. No primeiro caso, o agente terá de saber que a informação que está a divulgar é susceptível de dar indicações falsas ou enganosas relativamente a instrumentos financeiros. Como na alínea a), também aqui não se exige que esse efeito seja o objectivo da conduta mas apenas que o agente esteja consciente dessa possibilidade. Contudo, diferentemente da alínea a), as situações em que uma pessoa divulga informações que sabe serem falsas ou enganosas mas não tem como objectivo das indicações falsas ao mercado, na prática, são mais difíceis de configurar. Na generalidade dos casos, como sucede com a conduta prevista na alínea b), da demonstração de que o agente sabia que estava a divulgar informações falsas decorrerá a evidência de que este tem como objectivo dar indicações falsas ou enganosas ao mercado. Este objectivo, não fazendo parte da previsão, não carece de demonstração autónoma.

32. No segundo caso abrangido por esta parte do preceito (a do agente que divulgou, sem o saber, informações falsas ou enganosas mas que tinha o dever de saber que o eram) destina-se a abarcar, por exemplo, o caso do jornalista que divulga informação falsa sobre instrumentos financeiros ou emitentes por não ter verificado a veracidade da informação antes de a divulgar, assim violando um dever de cuidado a que estava sujeito, em virtude da profissão que exerce.

33. A parte final da alínea c) faz referência expressa aos jornalistas e a sua introdução teve como objectivo acautelar o exercício desta profissão à luz das regras profissionais próprias.⁴

4- Dispõe-se na parte final da alínea c) o seguinte: «No que diz respeito aos jornalistas no exercício da sua actividade profissional, tal divulgação de informações deve, sem prejuízo do artigo 11.º, ser avaliada tendo em conta as regras que regem a sua profissão, a menos que essas pessoas obtenham, de forma directa ou indirecta, uma vantagem ou benefício resultante da divulgação da informação em causa.»

Todavia, esta situação encontrava-se já acautelada pelo disposto na primeira parte da alínea c), pelo que, dessa perspectiva, esta parte final afigura-se desnecessária.

Com efeito, para que se possa aplicar a primeira parte do preceito há que estabelecer, pelo menos, que existia um dever de verificar a informação que foi violado. De outra forma, não há como estabelecer a responsabilidade do agente. A primeira parte do preceito é, assim, suficiente para excluir a responsabilidade dos jornalistas que tenham cumprido o seu dever de verificação da informação e, não obstante (porque eles próprios foram enganados, por exemplo) tenham divulgado informação falsa. A expressa referência às regras que regem a sua profissão nada acrescenta a este regime, portanto.

34. Aquilo que esta parte final vem trazer de novo é a referência ao benefício que se revela incompreensível, se se tomar em conta que o objectivo da introdução desta parte final foi a de acautelar a situação dos jornalistas. Com efeito, o que parece resultar da leitura é que, mesmo que o jornalista tenha cumprido todas as regras que regem a sua profissão, ainda será responsabilizado pela disseminação da informação falsa se obtiver um benefício. Ou seja, o regime que resulta desta parte final do preceito é mais desfavorável para os jornalistas do que o que decorreria da aplicação da primeira parte do preceito.

4. Os exemplos de manipulação constantes da directiva

35. Finalmente, o n.º 2 do artigo 1.º contempla um elenco de exemplos de manipulação, afirmando-se que os mesmos decorrem das definições constantes das três alíneas.

36. Na primeira versão da proposta apresentada pela Comissão Europeia, existia um anexo com um conjunto indicativo de exemplos de manipulação. O referido anexo suscitava muitas dúvidas quanto à sua aplicação. Em primeiro lugar, a lista não era uniforme: em alguns casos os exemplos continham todos os elementos da manipulação; noutros necessitavam ainda da verificação suplementar sobre se eram aptos a alterar o regular funcionamento do mercado.

Por outro lado, não era claro o efeito jurídico do referido anexo quanto à respectiva transposição. O facto de este ser meramente indicativo significava que os Estados Membros podiam escolher não o transpor? Ou estavam obrigados a transpor mas como exemplos meramente indicativos?

O texto final não manteve o anexo mas colocou no preceito relativo à manipulação os exemplos considerados mais impressionantes.

37. O texto não especifica de qual das alíneas decorre cada exemplo e, na verdade, o exemplo constante do terceiro parágrafo não é fácil de referir a nenhuma das alíneas.

A uma primeira leitura, pareceria que este seria um exemplo da alínea c) mas, na verdade contempla uma situação muito diferente.

Em primeiro lugar, contem a exigência de que o agente retire proveito, o que não é exigido na alínea c), a não ser na condição aplicável aos jornalistas.

Em segundo lugar, a informação (opinião) que é divulgada não tem de ser falsa ou enganosa como é o caso da alínea c). O proveito para o disseminador da informação provém, não da falsidade da informação divulgada, mas do facto de ele saber, antes de qualquer outra pessoa, que essa opinião vai ser publicada, adquirindo, por exemplo, as acções sobre as quais a opinião incide e beneficiando seguidamente do impacto no mercado da divulgação da sua opinião, vendendo as acções que previamente adquiriu.

O exemplo mais impressionante desta situação é o do reputado analista que sabe que vai publicar um opinião favorável sobre um determinado valor mobiliário e adquire esses valores antes da publicação a um preço mais baixo, vendendo-os depois a um preço superior porque, em consequência da publicação da sua opinião favorável, a procura dos valores aumenta, provocando a subida do preço.

Este exemplo mostra que a opinião publicada não tem de ser enganadora. Na verdade, até quanto mais rigorosas forem as análises feitas por aquele analista, maior a sua reputação e maior o impacto que a divulgação da sua opinião tem. Se ele for conhecido por divulgar informações falsas e más recomendações, a

publicação da sua opinião deixa de ter efeito e, em consequência ele nunca conseguirá obter qualquer benefício.

O exemplo é assim completamente diferente da situação descrita na alínea c), uma vez que, nesta alínea, o que se visa prevenir é a disseminação de informações falsas ou enganosas e não se exige que o disseminador retire dessa conduta qualquer benefício.

38. Ainda se poderia argumentar que a exigência de o analista ter de divulgar os conflitos de interesses (ou seja, dizer que comprou) é um meio de evitar que o mercado seja enganado pela aparente objectividade da opinião. Isto é verdade mas, por outro lado, é também verdade que o facto de o mercado saber que aquele analista comprou as acções sobre as quais está a emitir uma opinião favorável é mais um sinal de que as acções são um bom investimento e, nessa medida, a divulgação do conflito de interesses pode acabar por incrementar o efeito da divulgação da opinião, permitindo a obtenção por parte do analista de um proveito ainda maior.

39. Na verdade, o exemplo que consta deste parágrafo é mais próximo do abuso de informação privilegiada do que da manipulação de mercado. Se considerarmos que o facto de se saber que aquela opinião vai ser publicada é a informação privilegiada (e esta conclusão cabe perfeitamente na definição de informação privilegiada constante da directiva - trata-se de um informação não pública relativa a um valor mobiliário, mesmo que indirectamente, e que se fosse divulgada, era susceptível de produzir um efeito no preço daquele valor mobiliários), então, ao adquirir as acções antes da publicação daquela opinião o analista está na verdade a praticar abuso de informação.

40. Evidentemente que teríamos que distinguir as situações em que ele já detém os valores anteriormente (caso que não poderia ser enquadrado como abuso de informação) daquelas em que ele adquire as acções quando já sabe que vai publicar opinião sobre elas.

Contudo, a directiva não faz qualquer distinção entre os dois tipos de conduta, indiciando, até que a aquisição dos instrumentos financeiros sobre os quais incide a informação divulgada antes dessa divulgação é legítima desde que

acompanhada da divulgação dos conflitos de interesses existentes.

41. Em todo o caso, a conduta descrita neste parágrafo não pode considerar-se um exemplo de nenhuma das definições de manipulação de mercado elencadas nas três alíneas do preceito, constituindo, na verdade, uma nova definição de conduta proibida.

V- Conclusão

42. A definição de abuso de informação privilegiada constante da directiva 2003/6/CE vem alargar o âmbito da anterior previsão contida na directiva 89/592/CEE. A proibição abrange mais categorias de pessoas e incide sobre um conjunto mais alargado de instrumentos financeiros. Este alargamento visa propiciar a inclusão de situações que ficavam de fora do âmbito de aplicação das proibições e que se revelava necessário enquadrar, por forma a assegurar a manutenção da confiança dos investidores na integridade do mercado.

43. A definição de manipulação de mercado foi também orientada pela preocupação de não conter elementos desnecessários para a afirmação do desvalor da conduta e que se revelavam de prova difícil, como a obtenção de um proveito ou a demonstração de que a intenção do agente era especificamente dirigida à produção do efeito desestabilizador do mercado. Não obstante a não consagração deste tipo de elementos, ao considerar excluídas do âmbito da proibição as condutas em conformidade com as práticas de mercado aceites, o texto da directiva procura atingir um equilíbrio entre, por um lado, a repressão eficaz da manipulação de mercado e, por outro, a manutenção da actividade legítima dos respectivos participantes.

O ACTION PLAN DA COMISSÃO EUROPEIA E O CONTEXTO DA CORPORATE GOVERNANCE NO INÍCIO DO SÉC. XXI

JOÃO SOARES DA SILVA*

1- A generalização de um certo sentimento de que poderia haver uma “*debilidade sistémica*” nas estruturas de governo societário à escala internacional – com a correspondente ideia de que se imporia uma prioridade de restauração de confiança – é talvez um dos factores mais marcantes que poderíamos eleger para caracterizar a evolução deste domínio no início do corrente século.

Na última década do século vinte, com efeito, as grandes referências de evolução da chamada *corporate governance* – na definição sintética e clássica de Sir ADRIAN CADBURY, “*the system by which companies are directed and controlled*”² – tinham, apesar de tudo, um perfil de algum modo localizado ou circunscrito, contrastando com a explosão a que vimos assistindo nos primeiros anos do século actual.

Tinham-no, desde logo, os esforços pioneiros norte-americanos que estiveram na origem dos *Principles of Corporate Governance* publicados em 1994 pelo *American Law Institute*³, após um labor de mais de quinze anos.

Também em 1992, na sequência dos escândalos financeiros registados nas empresas do Grupo Maxwell, viu a luz, no Reino Unido, o *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*⁴, acompanhado de um *Code of Best Practice* e conhecido por *Cadbury Report*, que, representando um marco em escala mais ampla, teve todavia origem e contornos muito ligados à experiência britânica, dando, aliás, início a uma fase de especial dinamismo e intensidade de atenção inglesa às questões do governo das sociedades⁵.

No final da década de 90, por seu turno, foram mais proximamente os eventos da crise asiática que estiveram na origem da aprovação, em Maio de 1999, dos importantíssimos *OECD Principles of Corporate Governance*⁶ – que exerceram especial influência à escala mundial – os quais, atribuindo-se expressamente um carácter evolutivo e ajustável às circunstâncias, procuraram registar um conjunto de sugestões gerais, subordinadas à ideia directora central de que importava não cercear nem a flexibilidade de ajustamento (que é essencial à competitividade das empresas) nem a responsabilidade dos Estados pelo estabelecimento dos parâmetros

*- Advogado, sócio de Morais Leitão, Galvão Teles, Soares da Silva & Associados.

1- A expressão é do documento de trabalho da OCDE “*Survey of Corporate Governance Developments in OECD Countries*”, Janeiro de 2004

2- Uma noção mais extensiva é dada nos *OECD Principles of Corporate Governance de 1999*: “*Corporate governance involves a set of relationships between company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined*”.

O Plano de Acção da Comissão Europeia, adiante referido, invoca esta definição, acrescentando, de modo significativo para a orientação que revela: “*Corporate Governance essentially focuses on the problems that result from the separation of ownership and control, and addresses in particular the principal-agent relationship between shareholders and directors*”. Cfr. *infra*.

3- AMERICAN LAW INSTITUTE–*Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, St. Paul, Minesotta, 1994. Para uma alusão ao sistema destes *Principles*, três anos após a sua publicação, cfr. JOÃO SOARES DA SILVA, “Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades: os deveres gerais e a corporate governance”, in *Rev. Ord. Adv.*, Ano 57, II, Lisboa, 1997, que cremos ter sido o primeiro escrito jurídico em Portugal sobre a matéria. As posições que aí expressámos sobre a susceptibilidade de, à luz das normas portuguesas sobre deveres gerais dos administradores, serem transponíveis para o nosso direito alguns dos princípios subjacentes à chamada *business judgement rule*, orientações depois retomadas por PEDRO CAETANO NUNES, “Responsabilidade Civil dos Administradores perante os Accionistas”, Coimbra, Almedina, 2001, vieram recentemente a ter reflexo na jurisprudência portuguesa - cfr. sentença da 3ª Vara Cível -1ª Secção da Comarca de Lisboa, *CJ, Acórdãos do STJ*, nº 171, Ano XI, Tomo III/2003.

4- *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London, 1992

5- Para além de múltiplas iniciativas de diversos sectores sociais e dos mercados, algumas delas sob a forma de códigos e regras próprios, como no caso do PIRC (*Pension Investment Research Consultants Limited* - “*Corporate Governance 2000: PIRC’s Annual Review of Corporate Governance Trends and Structures in the FTSE All Share Index*”, Novembro 2000), ao *Cadbury Report* seguiu-se, em 1995, o *Greenbury Report* e, em 1998, o *Combined Code on Corporate Governance*, proposto pelo *Hampel Committee*, e adoptado pela *London Stock Exchange* como referência obrigatória dos relatórios de governo societário das empresas cotadas.

Em Maio de 2003, na sequência dos relatórios elaborados por Sir DEREK HIGGS (*Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors*) e Sir ROBERT SMITH (*Audit Committees – Combined Code Guidance*), ambos publicados em Janeiro de 2003, o *Financial Reporting Council* decidiu a produção de um *Combined Code* revisto, que, após um período de discussão pública, viria a ser aprovado em Julho de 2003 e a entrar em vigor em 1 de Novembro último.

6- *OECD Principles of Corporate Governance, Organization for Economic Cooperation and Development, 1997*

normativos e regulamentares por si próprios determinados (que é essencial à função política).

É a partir destes *OECD Principles*, de carácter muito genérico e orientador, que reflexões mais ou menos localizadas se vão disseminando. Mas é significativo atentar que em 1998, conforme estudo-recolha recente⁷, só existiam na União Europeia 10 códigos de *Corporate Governance* (dos quais 6 na Grã-Bretanha e 4 nos restantes países). Ou seja, menos de metade dos 25 códigos registados pelo mesmo estudo no final de 2001.

2- A intensa aceleração – quantitativa e qualitativa – que este movimento de ideias e preocupações, que se vinha desenvolvendo essencialmente ao longo da década de 90, viria a sofrer no início do actual século teve origem, como é sabido, nos grandes escândalos financeiros registados nos Estados Unidos da América, surgidos precisamente num momento de particular sensibilidade, no refluxo penoso de uma onda de euforia bolsista abruptamente terminada.

Quantitativamente, o impacte foi muito maior do que qualquer um dos precedentes relativamente circunscritos, sentindo-se muito intensamente à escala mundial.

Qualitativamente, gerou-se, como acima referido, um certo sentimento difuso de insuficiência estrutural do modo como tradicionalmente as empresas societárias organizavam o seu controlo e governo, o que muito influenciou os desenvolvimentos posteriores.

3- A reacção ao estado de coisas – ou à percepção dele – posto sob os holofotes globalizados dos mercados internacionais pelos grandes escândalos norte-americanos conduziu a dois grandes tipos de aproximação e intervenção, numa clivagem metodológica e conceptual que ainda hoje constitui um dos grandes desafios do diálogo transatlântico em matéria de *corporate governance*.

Nos Estados Unidos – fortemente pressionados pela necessidade de mostrar uma capacidade de reacção e intervenção enérgica e decidida – o movimento foi essencialmente de cariz legislativo e regulamentar, tendo como grande expoente, para além da abundante produção normativa e regulamentar da *Securities and Exchange Commission*, o *Sarbanes-Oxley Act*, promulgado em Agosto de 2002. De uma forma geral, visou-se introduzir uma teia regulamentar minuciosa e apertada regulando pormenorizadamente – não sem sérias dificuldades, como mostram os longos meses que foram necessários para aprovar os *Standards* de *Corporate Governance* da *New York Stock Exchange*⁸ e do *NASDAQ*⁹, propostos, respectivamente, em Agosto e Outubro de 2002 e finalizados e aprovados conjuntamente pela SEC apenas em Novembro de 2003 – desde os requisitos de elaboração e aprovação de demonstrações financeiras e respectiva certificação pelos CEO e CFO a requisitos normativos rígidos de independência dos administradores, reuniões periódicas separadas de administradores não executivos, composição e funcionamento de comissões de auditoria, aprovação obrigatória de normas de governo societário interno e códigos de ética, independência e incompatibilidade de auditores externos, normas de protecção de alertas internos (*whistle blowing*), e, até, controversos projectos, objecto de sucessivas reanálises, sobre imposição a advogados e assessores internos de obrigações de comunicação a sucessivos escalões hierárquicos (*up the ladder*) e renúncia ostensiva (*noisy withdrawal*).

Trata-se, pois, de uma orientação que se traduz essencialmente na cristalização de entendimentos e soluções através de normas rígidas e minuciosas¹⁰ – e, por outro lado, com forte pretensão de aplicação extra-territorial, não apenas quanto às empresas estrangeiras com valores mobiliários admitidos à negociação em mercados norte-americanos (os *foreign private issuers*) como, por exemplo, na zona de regulamentação da actividade de firmas de auditores externos e respectiva certificação e controlo.

7- Weil, Gothshal & Manges, “Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States” on behalf of the European Commission, Internal Market Directorate General. Janeiro 2002.

Em Maio de 2003, o *Action Plan* da Comissão Europeia refere já a existência de cerca de 40 Códigos.

8- *NEW YORK STOCK EXCHANGE Inc.* – *Proposed rule change (SR – NYSE – 2003-33) to amend the Listed Company Manual, Amendment Nr. 3*, Outubro 2003.

9- *NATIONAL ASSOCIATION SECURITIES DEALER* e *NASDAQ STOCK EXCHANGE, INC.* *proposed rule change (SR – NASD – 2002 – 41) Amendment nr. 5*, Outubro 2003.

10- Num pólo de certo modo oposto continua a estar a filosofia de orientação dos *OECD Principles of Corporate Governance*, voltada para a identificação de *benchmarks* gerais e evolutivos, podendo hoje dizer-se que esta posição de princípio resulta de uma reafirmação consciente e deliberada.

Na Europa, por forte influência inglesa, a abordagem prevalecente continuou a ser, com hesitações embora, e em consonância com a ideia de que “*there is no single model of good corporate governance*”¹¹, a de que, em matéria de governo societário, “*one size does not fit all*”¹², e, bem assim, com desenvolvimento e multiplicação de iniciativas do âmbito da chamada *soft law*, em que avulta a proliferação dos denominados códigos de governo societário, originados quer por impulso de organizações governamentais ou públicas¹³ quer, no âmbito da chamada auto-regulação¹⁴, por diversas organizações ligadas à sociedade e aos mercados financeiros.

Pedra angular da configuração que esta orientação tem vindo a revestir é uma evolução dupla: por um lado, erigindo em princípio prescritivo essencial, pelo menos para as empresas com valores cotados em bolsa, o da transparência e *disclosure*, tornando obrigatória a descrição do modo como se organiza o seu governo societário; por outro (também sob inspiração inglesa), acoplando essa obrigação de transparência com a referência a um determinado corpo (normalmente nacional) de orientações recomendatórias, relativamente às quais se impõe o dever de declarar conformidade ou explicar divergência: a chamada regra “*comply or explain*”¹⁵.

O primeiro princípio tem merecido, crê-se que

justificadamente, aplauso generalizado. O segundo, pese embora a sua disseminação, nem tanto. Uma formulação da sua defesa pode encontrar-se na carta de Sir DEREK HIGGINS ao *Chancellor of the Exchequer* e ao *Secretary of State for Trade and Industry* em que remeteu o seu relatório que esteve na origem do *Revised Combined Code* actualmente em vigor:

“*The Combined Code and its philosophy of “comply or explain” is being increasingly emulated outside the UK. It offers flexibility and intelligent discretion and allows for the valid exception to the sound rule. The brittleness and rigidity of legislation cannot dictate the behavior, or foster the trust, I believe is fundamental to the effective unitary board and to superior corporate performance.*”

Mas, mesmo em Inglaterra, vozes autorizadas se têm levantado para assinalar que este tipo de abordagem está longe de ser inócuo, e os riscos e limitações que pode comportar, quer no que respeita à geração de consensos padronizados e progressos puramente aparentes, fundados mais na avaliação pragmática dos custos de adopção mecânica de regras em contraposição ao ónus de explicar a sua não adopção (o fenómeno conhecido como “*box ticking*”) quer, ainda, quanto ao risco de limitar o esforço de aproximação aos princípios substanciais àquilo que consta do teor literal da recomendação^{16,17}.

10 (cont.) - De facto, na onda dos escândalos de 2000/2001, os ministros da OCDE resolveram, em Março de 2002, tomar a iniciativa de desencadear uma revisão dos *Principles* à luz dos desenvolvimentos recentes, antecipando a revisita prevista para 2005. E não faltou, então, quem, no calor da reacção aos eventos recentes, clamasse por uma alteração profunda dos *Principles*, de modo a torná-los mais explícitos, mais detalhados e mais vinculativos.

Não foi esta, porém, a orientação que prevaleceu, e os *OECD Revised Principles of Corporate Governance* que acabam de ser aprovados, no final de Abril de 2004, muito embora contendo adaptações e evoluções, mantêm – muito por influência da abordagem propugnada pelo *Steering Committee* encarregado de preparar a revisão – essencialmente a mesma postura de identificação e recondução aos *very basics* que estão na origem do seu prestígio.

A revisão dos *OECD Principles of Corporate Governance* é um dos marcos centrais da evolução recente desta área, tendo sido precedidos de um importante trabalho de pesquisa e reflexão, contido no documento “*Survey of Corporate Governance Developments in OECD Countries*”, de Janeiro de 2004.

Um dos aspectos que agora se enfatiza, logo na abertura das novas “*Annotations*” que se seguem aos *Principles*, é o da multiplicidade, interdisciplinaridade e ajustabilidade do quadro global do governo societário, a respeito do qual se afirma:

“*This corporate governance framework typically comprises elements of legislation, regulation, self-regulatory arrangements, voluntary commitments and business practices that are the result of country specific circumstances, history and tradition. The desirable mix between legislation, regulation, self-regulation, voluntary standards, etc. in this area will therefore vary from country to country. As new experiences accrue and business circumstances change, the content and structure of this framework needs to be adjusted.*”

11- A expressão é dos *OECD Principles of Corporate Governance*, 1999, mantendo-se nos *Revised Principles* aprovados em Abril de 2004.

12- O princípio vem, por exemplo, invocado em WEIL, GOTSHAL & MANGES, “*Comparative Study*”, cit., pág. 57

13- Sobre o fenómeno dos códigos de *corporate governance* e a sua explosão na Europa e fora dela, Cfr. PAULO CÂMARA, “*Códigos de Governo das Sociedades*”, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 15, Dezembro de 2002.

14 - Para uma crítica muito aguda, e cientificamente muito elaborada, sobre a compatibilidade da auto-regulação com as ordens jurídicas e os sistemas de fontes de direito de raiz continental, pronunciando-se contra a adopção de códigos de conduta (que considera, porém, como valiosos instrumentos para pensar e preparar reformas do direito das sociedades) veja-se em Espanha, ALONSO UREBA “*El Gobierno de las Grandes Empresas (Reforma legal versus Códigos de Conducta)*” in *GAUDENCIO ESTEBAN VELASCO e outros, El Gobierno de las Sociedades Cotizadas*, Madrid, 1999, pág. 95 segs..

15- É esta também, como é sabido, a actual orientação em Portugal, onde o Regulamento CMVM 7/2001, modificado pelo Regulamento 11/2003, impõe pela via regulamentar a elaboração de relatórios de governo societário e, bem assim, a expressa declaração de adopção ou não das “*Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*” (igualmente revistas em Novembro de 2003) e a justificação quanto às recomendações não adoptadas.

16- São muito significativas as posições tomadas pela LONDON STOCK EXCHANGE, por intermédio do seu *Chairman*, DON CRUIKSHANK, na comunicação de 9 de Abril de 2003 dirigida ao *Financial Reporting Council*, como resposta no processo de consulta pública sobre o projecto de *Revised Combined Code*:

“*A thorough analysis of the proposed rules does not highlight many controversial measures. Indeed few of the proposals can be argued to be counterproductive or wrong in themselves.*”

E, seguidamente:

“*It is somewhat inevitable that an increased number of rules of a revised Code would cement the box-ticking approach we are starting to experience in the UK. The US experience shows that new rating agencies will probably emerge to prepare company reports alongside the existing scrutiny of NAPF and PIR. There is a danger that long sets of rules create a mindset of “anything is allowed as long as it is not precluded.”*”

4- É também à luz deste contexto recente que parece útil fazer referência ao chamado *Action Plan*, divulgado em 21 de Maio de 2003 pela Comissão Europeia¹⁸, que constitui – juntamente com o *Sarbanes Oxley Act* e demais iniciativas norte-americanas, a revisão dos *OECD Principles of Corporate Governance* e a revisão inglesa do *Combined Code on Corporate Governance* – um dos documentos fundamentais da evolução do último biénio, e que mostra, aliás, ter desse contexto clara consciência.

Um primeiro aspecto que a estrutura e antecedentes do *Action Plan* evidenciam é o de que a consideração conjunta do direito das sociedades e do governo societário presente no seu título resulta menos de uma articulação originária do que de um processo de justaposição.

De facto, em 4 de Setembro de 2001, na sequência do fracasso então registado no projecto de 13ª Directiva¹⁹, a Comissão Europeia criou um Grupo de Alto Nível de Peritos, presi-

didado por JAAP WINTER, com o objectivo de estudar e propor regras sobre ofertas públicas de aquisição, e, numa segunda fase, estudar e recomendar certas medidas de modernização do direito das sociedades.

Foi só após o escândalo da Enron, nos EUA – e expressamente a propósito dele – que o Conselho de Ministros de Oviedo, em 14 de Abril de 2002, aprovou a proposta da Comissão de que o mandato do Grupo de Alto Nível de Peritos fosse estendido “*to review further corporate governance and audit issues in the light of the Enron case*”. A extensão do mandato deveria incluir “*the role of non-executive directors and of supervisory boards; management remuneration; and the responsibilities of management for the preparation of financial information*”²⁰.

Esta justaposição ficou patente no relatório do Grupo de Alto Nível, que ficou conhecido como Relatório WINTER II o qual veio a agrupar a segunda parte do mandato inicial com a SUA

(...)

In any system of communication between shareholders and the Board, there is a practical limit to the number of exceptions requiring special explanation, before the overall quality of and confidence in communication is damaged. The key benefits of the current “comply or explain” regime stem from non-compliance being an occasional exception (...). It is likely that extensive explanations of non-compliance will not be tolerated by shareholders, thereby forcing Boards into technical compliance, rather than considering the best approach to meeting the underlying principles. In other words, companies will resort to box-ticking.”

Uma alusão breve a estas questões pode ver-se em JOÃO SOARES DA SILVA “Pacote de Transparência e Corporate Governance: um aplauso e algumas reservas”, in *Expresso*, Outubro 2003.

17- O próprio *Revised Combined Code*, aliás, veio a sentir necessidade de expressar, no seu Preâmbulo, uma chamada de atenção de que as explicações a respeito da não adopção de recomendações “*should not be evaluated in a mechanistic way and departures from the code should not be automatically treated as breaches*”, solicitando aos accionistas, especialmente os institucionais, uma avaliação razoável e cuidadosa.

18 - *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament – Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*, Bruxelas, 21 de Maio de 2003.

19 - *Proposal for a 13th European Parliament and Council Directive on company law concerning takeover bids*, COM (1995) 655.

Historiando brevemente – pela relação com a matéria que nos ocupa - o atribuído percurso da 13ª Directiva sobre sociedades comerciais, incidente sobre ofertas públicas de aquisição, recordar-se-á que a primeira formulação comunitária na matéria constava da proposta de 13ª Directiva sobre sociedades comerciais apresentada pela Comissão em 1989 (na sequência do *White Paper* sobre mercado único de 1985) e revista em 1990. A proposta foi, ao tempo, tida por excessivamente pormenorizada e não obteve acolhimento.

Em consequência, a Comissão apresentou, em 1996, outra proposta de 13ª Directiva, agora considerada de *harmonização mínima*. A proposta limitava-se a enunciar alguns princípios, deixando grande margem de liberdade aos Estados-Membros. Não era sequer imposta, em termos absolutos, uma oferta obrigatória, em caso de obtenção de controlo. Admitia-se a possibilidade de outros modos de protecção dos accionistas minoritários (art. 3º). E não se exigia sequer que a oferta fosse geral, podendo incidir apenas sobre uma parte substancial das participações (art. 10º). A Proposta foi objecto de apreciação pelo Comité Económico e Social e pelo Parlamento Europeu, em comissões e em primeira leitura. Em consequência, a Comissão reformulou a sua proposta em 1997. Esta tornou-se mais específica, mas continuou a ser de harmonização mínima.

Em 2000, a Comissão e o Conselho adoptaram finalmente uma Posição Comum, sendo a proposta ainda mais específica. O PE votou diversas alterações à Posição Comum. Uma foram aceites pelo Conselho, outras não. As divergências fundamentais situavam-se na possibilidade ou não de medidas defensivas autorizadas pelo órgão de supervisão, mas não submetidas a aprovação da assembleia geral da sociedade visada, e na protecção dos trabalhadores. Um Comité de Conciliação do Parlamento e do Conselho conseguiu chegar a um texto de consenso, próximo da Posição Comum (diferia-se apenas, por cinco anos, a entrada em vigor da necessidade de aprovação pela assembleia geral das medidas de defesa). Mas o PE não o aprovou, tendo-se verificado histórico empate na votação em 4 de Junho de 2001.

Foi este impasse que conduziu a Comissão Europeia a promover o Relatório WINTER I (*Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Take Over Bids*, de 10 de Janeiro de 2002), na sequência do qual aquela veio a insistir em nova proposta de Directiva, em 2 de Outubro de 2002, com inhabitual divisão interna (4 comissários dissonantes), cujos projectos de artigo 9º (sobre medidas defensivas) e 11º (sobre a desconsideração de certos mecanismos societários, como a limitação de voto e acordos parassociais, em caso de OPA, conhecida como *break through rule*) continuassem a causar viva polémica.

Só após múltiplas revisões e compromissos (com importantes iniciativas portuguesas) se chegou a uma versão muito atenuada, com regime facultativo (*opt out*) na adopção dos artigos 9º e 11º, que foi aprovada pelo Parlamento Europeu, em primeira leitura, em 16 de Dezembro de 2003 e pelo Conselho a 30/03/2004.

Para algumas das críticas de fundo que a posição da Comissão (e do Relatório Winter I) quanto à *break through rule* suscitaram, veja-se Lucian BEBCHUK and Olivier HART, “A threat to dual-class shares – The recommendation of the breakthrough rule fails to recognize its broader implications”, in *Financial Times* 31.05.02; PETER O.MÜLBERT, “Make it or break it: the break-through rule as a break-through for the European Take Over Directive?”, Agosto de 2003; Gerard HERTIG e Joseph McCACHERY, “Company and Takeover Law Reforms in Europe: misguided harmonization efforts or regulatory competition”, Agosto de 2003). Crítica de sinal contrário pode ver-se em Barbara LIEB e Marco LAMANDINI, “The new proposal of a directive on company law concerning takeover bids and the achievement of a level playing field”, *European Parliament Working Paper, Legal Affairs Series*, Dezembro de 2002. Uma análise de implicações pode consultar-se em Kasper NIELSEN, “The impact of a break-through rule on European firms”, 2004, in *European Journal of Law and Economics*, vol. 18 nº 1.

20- As citações são do *Press Release* da Comissão Europeia, de 18 de Abril de 2002.

do mandato adicional de 2002 ²¹, e transmitiu-se também ao *Action Plan* (solicitado à Comissão Europeia pelo Conselho de 30 de Setembro de 2002, para dar sequência ao relatório do Grupo de Alto Nível então em finalização).

5- Ainda quanto aos antecedentes do *Action Plan*, cabe referir que a Comissão havia também encomendado um estudo comparativo dos principais códigos de governo societário existentes na União Europeia.

Este estudo ²², concluído em Março de 2002, expressou, como ideias conclusivas principais, que os códigos de *corporate governance* nos países da União Europeia apresentam assinalável similaridade e representam uma força de convergência, o que, conjugado com a necessidade de as empresas reterem flexibilidade de adaptação, faz que não seja de recomendar o estabelecimento de um código de governo societário à escala da União Europeia.

Por outro lado, o estudo frisa que o papel de repositório de grandes princípios comuns de governo societário é já desempenhado, à escala internacional e de forma coerente, fundamentada e consensual, pelos OECD *Principles of Corporate Governance*, pelo que conclui que os esforços da União Europeia deveriam concentrar-se antes:

(i) Na redução de “barreiras de participação”, que dificultam o voto transfronteiriço dos accionistas;

(ii) Na redução de “barreiras de informação”, que inibem a correcta avaliação do governo de sociedades pelos accionistas e investidores.

6- A estrutura do *Action Plan* é simples e essencialmente programática, começando por uma introdução, uma justificação da iniciativa e uma enunciação dos objectivos políticos essenciais, para depois sumariar o plano de acção proposto.

Na introdução, a Comissão, após frisar que os objectivos prosseguidos requerem uma aproximação integrada e relembrar as iniciativas anteriores que considera relacionáveis ²⁴, qualifica o *Action Plan* como a sua resposta ao Relatório WINTER II e enumera os critérios políticos de referência (o respeito por princípios de subsidiariedade e proporcionalidade e a flexibilidade conjugada com firmeza de princípios).

Exprime, depois, a ambição de participar e influenciar a evolução regulatória a nível internacional, aproveitando para sublinhar, quanto ao *Sarbanes Oxley Act*, que ele “*unfortunately creates a series of problems due to its outreach effects on European companies and auditors*”.

E, após justificar a referência aos recentes escândalos financeiros, enumera como dois grandes objectivos políticos do *Action Plan* o reforço dos direitos dos accionistas e a protecção de terceiros e o aumento da eficiência e competitividade das empresas.

7- O Plano de Acção aborda separadamente a *corporate governance* e o direito das sociedades, começando, quanto àquela, por considerar que, sem se mostrar necessário (ou sequer conveniente) um código de governo societário à escala comunitária, será todavia preciso completar os contributos não vinculativos dos diversos códigos nacionais através da adopção, no âmbito da União Europeia, de algumas regras essenciais e da coordenação dos códigos de governo societário nacionais. Para tal considera dever ter-se em particular atenção o recurso a medidas não legislativas e a preferência de normas de transparência de informação (uma vez que estas interferem menos com a vida societária).

É a esta luz que, subsequentemente, o *Action Plan* enumera e calendariza, no seu corpo e em dois quadros anexos, o tipo de intervenção que considera adequado e o grau de prioridade atribuído a cada uma das medidas a adoptar, nos seguintes termos resumidos:

21- Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Bruxelas, 4 de Novembro de 2002.

22- WEIL, GOTSHALL & MANGES, *Comparative Study*, cit.

24- São elas o Plano de Acção dos Serviços Financeiros de 1999 (“*Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets - Action Plan, Communication of the Commission, COM (1999) 232, 11.05.99*”); o Plano sobre Divulgação de Informação Financeira de 2000 (“*EU Financial Reporting Strategy: the way forward, Communication of the Commission, COM (2000) 359, 13.06.00*”) e o Relatório sobre Responsabilidade Social de 2002 (“*Corporate Social Responsibility: A Business Contribution to Sustainable Development, Communication of the Commission, COM (2002) 347, 02.07.02*”).

a) Medidas a adoptar em curto prazo (2003-2005):

(i) *Reforço da transparência das práticas de governo societário adoptadas pelas sociedades, incluindo a confirmação da responsabilidade colectiva dos membros do órgão de administração pelas informações de natureza não financeira (medida a concretizar por via legislativa, através de Directiva):*

Neste momento foi já lançado, e decorre até 4 de Junho de 2004, um processo de consulta pela Comissão, através de questionário.

(ii) *Melhoria da comunicação e processo de decisão dos accionistas (participação nas reuniões e exercício dos direitos de voto, nomeadamente transfronteiriço): também medida a concretizar por via legislativa, por meio de Directiva.*

(iii) *Reforço do papel dos administradores não executivos e independentes e dos administradores com função de supervisão: (acção a concretizar por via não legislativa, através de recomendação).*

A este respeito, um projecto de recomendação da Comissão acaba de ser colocado a consulta pública, em 5 de Maio de 2004 ²⁵.

(iv) *Estabelecimento de um regime adequado para a remuneração dos administradores (medida a concretizar por via não legislativa, através de recomendação):*

Também aqui foi já elaborado um documento preparatório²⁶, sob a forma de questionário, cujo período de consulta terminou em 12 de Abril de 2004.

(v) *Confirmação, no âmbito da União Europeia, da responsabilidade colectiva dos membros da administração pelas declarações financeiras emitidas (medida a concretizar também por via legislativa, através de Directiva):*

(vi) *Convocação de um Fórum Europeu de governo societário para coordenação do esforço dos Estados membros em matéria de governo societário (iniciativa não legislativa da Comissão):*

b) Medidas a adoptar no médio prazo (2006-2008):

(i) *Reforço da divulgação, pelos investidores institucionais, das suas políticas de investimentos e voto (a concretizar por via legislativa, através de Directiva).*

(ii) *Possibilidade de escolha, pelas sociedades cotadas, de um dos dois modelos (monista e dualista) de estrutura de administração (a concretizar por via legislativa, através de Directiva) ²⁷.*

(iii) *Reforço da responsabilidade dos membros do órgão de administração (direito de inquérito judicial, actuação em prejuízo de credores, incapacitação de administradores) - a concretizar por via legislativa, através de Directiva.*

(iv) *Análise das consequências de uma abordagem visando uma plena democracia accionista (uma acção/um voto), pelo menos para as sociedades cotadas (medida não legislativa - simples estudo).*

8. Para além deste plano de medidas no âmbito da *corporate governance*, o *Action Plan* contempla um conjunto de iniciativas no âmbito do direito das sociedades que excede o escopo formal (que não o âmbito material, dada a manifesta interrelação) do presente escrito, mas cuja importância cabe destacar, designadamente no que respeita à prioridade de curto prazo de revisão de 2ª Directiva (visando, v.g., a simplificação dos regimes das contribuições em espécie, aquisição de acções próprias, cancelamento de acções e redução de capital, introdução de acções sem valor nominal, redução do âmbito da proibição de assistência financeira e dos direitos de preferência de accionistas – o que

25- European Commission, Internal Market Directorate General – “Recommendation on the role of (independent) non executive or supervisory directors” *Consultation document on the Services of the Internal Market Directorate General*, Bruxelas, 5 Maio 2004

26- European Commission, Internal Market Directorate General - “Fostering an appropriate regime for the remuneration of directors” – Consultation document on the Services of the Internal Market Directorate General (MARKT/ 23.02.2004)

27- Conforme é sabido, esta possibilidade de escolha, recentemente introduzida em França e Itália, está consagrada em Portugal desde o Código das Sociedades Comerciais, de 1986.

não deixa de causar algumas interrogações, tendo em conta tratar-se de princípios que, até hoje, têm constituído pedras basilares da edificação legislativa harmonizado desde o final da década de 60 – e seria conjugado com um estudo de médio prazo sobre alternativas ao sistema de manutenção do capital social), simplificação do regime das fusões e reestruturações, alteração da 10^a Directiva para viabilizações de fusões transfronteiriças²⁸ e da 14^a Directiva sobre transferência internacional de sede social²⁹, revisão do regime legal dos grupos de sociedades, com acréscimo imediato de transparência, proibição de admissão à cotação de estruturas de grupo utilizando “pirâmides abusivas” e revisão das formas jurídicas de pessoas colectivas, incluindo estudo sobre a criação de sociedades europeias.

Trata-se, com se vê, de um corpo muito significativo de reforma, que, por si só, justifica um estudo e atenção detalhados que aqui se não pode conter.

9. Quanto à *corporate governance*, é naturalmente muito cedo para fazer uma apreciação sistematizada da importante iniciativa que, no plano do governo societário à escala europeia, representa o *Action Plan*. Algumas notas, no entanto, se justificará deixar enunciadas.

A primeira é a de que, quer quanto à *ocasio* quer quanto à selecção dos temas, o *Action Plan* (como o Relatório Winter II que o precede) se mostra muito marcadamente produto do ambiente post-Enron.

A despeito, porém, do inerente risco de resultar afectada a frieza e distância propícias à preparação de reformas de fundo, há sinais de ponderação e realismo que importa realçar³⁰.

Um deles é, seguramente, a ênfase e prioridade atribuídas a matérias que parecem capazes de simultaneamente ser muito consensuais e muito eficazes, como o reforço da transparência e

divulgação de informação (incluindo sobre a prática de governo societário e informação não financeira) e o reforço dos direitos dos accionistas e condições do seu exercício (incluindo o direito de propor deliberações e colocar questões e a redução dos limites ao exercício dos direitos de participação e voto, designadamente transfronteiriço, bem como o funcionamento das cadeias de depositários e custodiantes).

Trata-se, provavelmente, de área onde se pode esperar que o apuramento de soluções possa proximamente conduzir a soluções legislativas estruturadas e harmonizadas.

Outra nota de ponderação e realismo será, por exemplo, a posição tomada quanto ao princípio *one share/one vote*, que o *Action Plan* agenda como devendo ser objecto de um estudo de médio prazo, resistindo aos apelos frequentemente efectuados com invocação da “*democracia accionista*”³¹ e invertendo de sinal a posição tomada na proposta da 13^a Directiva. De facto, cremos que uma porventura apressada e certamente imprudente (precisamente por não precedida de um estudo e avaliação profundos e globais, e não meramente sectoriais) adopção de uma das variantes deste princípio (a *break-through rule*, proposta no Relatório Winter I sob invocação da “*proportionality between risk bearing capital and control*”) esteve no centro de um dos mais penosos fracassos da construção de direito comunitário, reflectido no Relatório Winter I e no Projecto de 2002 de 13^a Directiva, que a recente aprovação desta em versão “aguada” poderá ou não vir a atenuar.

Outro exemplo ainda, agora já no plano das medidas de execução do *Action Plan*, poderá ser visto na abstenção de recomendar a separação das funções de *Chairman* e *CEO*, não obstante se tratar de uma orientação que muitos proclamam como um *must* de bom governo societário, em resultado de a Comissão ter entendido que, havendo vantagens e desvantagens, não era desejável uma recomendação, por não existir consenso claro³¹.

28- A respectiva proposta de Directiva, apresentada em Novembro de 2003, foi a primeira medida de execução do *Action Plan*

29- O projecto de 14^a Directiva do Parlamento Europeu e da Comissão sobre a transferência de sede de uma sociedade de um estado membro para outro estado membro com alteração da lei aplicável foi colocado em consulta pública, encerrada em 15 de Abril de 2004.

30- Expressámos já este ponto de vista em JOÃO SOARES DA SILVA, “Corporate Governance in EU: a new wave as the dust settles?” Closing Remarks in the Section *Corporate governance and the Lawyers’ Role* of the Union Internationale des Avocats 47th Congress, Lisbon, September 2003.

31- Veja-se, por exemplo, a posição da ASSOCIATION OF THE BRITISH INSURERS, de 6 de Agosto de 2003, no quadro da Consulta pública do *Action Plan*, ao expressar que “*We feel strongly that there is a need for a more effective and stronger action to develop a full shareholder democracy.(...) The relegation of this issue to the medium term phase of the Action Plan and to a mere study project is particularly disappointing (...)*”.

RECOMMENDATION on the Role of (Independent) Non-Executive Directors, de 5 de Maio de 2004, *cit.*, p. 8

Já no plano da organização interna das sociedades (estrutura e funções do órgão de administração, remunerações, etc.) a impressão que se colhe não é isenta do receio que – independentemente da maior ou menor defensabilidade das recomendações em si mesmas - se possa incorrer nos riscos, acima aludidos, de exagero no volume recomendatório e falta de prevenção contra consequências perversas do sistema *comply or explain* ³².

Por último, e ainda em relação com a democracia accionista – e com um velho debate do direito das sociedades entre teses contratualistas e institucionalistas - será de ter presentes as críticas que, designadamente no seio do Parlamento Europeu ³³, têm sido dirigidas ao *Action Plan*, por apresentar a questão da *corporate governance* como um problema limitado às relações entre accionistas e administradores, numa visão de que o interesse social se reconduziria ao interesse comum dos accionistas apenas e não também ao interesse da empresa em si, compreendendo o de todos os *stakeholders* (trabalhadores, credores, clientes, fornecedores, organizações sociais, administração pública, etc.), para não referir o interesse geral na continuidade e prosperidade da empresa ³⁴.

10. Como reflexão final, cremos que muitos dos aspectos focados ilustrarão que um dos principais desafios que enfrenta hoje a problemática, relativamente recente, da *corporate governance*, olhada numa perspectiva jurídica, é ainda, de algum modo, metodológico: qual o lugar do governo societário no sistema de fontes e de normas jurídicas, como organizar a interacção e aprofundamento de reflexões e contributos de origem ou natureza não directamente jurídicas (ciências de gestão, características dos merca-

dos financeiros, ambientes sociais e institucionais, papel das sociedades comerciais enquanto agentes de desenvolvimento económico, etc.) e, sobretudo, como identificar, ponderar, decantar e contemplar os aspectos mercedores de tutela jurídica específica, e por que forma, salvaguardando a flexibilidade e autonomia privada e os interesses legítimos co-envolvidos, com adequada selecção e hierarquização destes.

Por outras palavras, e para usar a recentíssima expressão dos *OECD Principles of Corporate Governance (Revised Text)* de Abril de 2004: como seleccionar e estruturar, aos diferentes níveis, a vertente jurídica do “*mix*” que compõe o “*corporate governance framework*”.

A este respeito, pensamos que um papel primordial não pode deixar de caber ao que se pode chamar *subsistema cogente*³⁵, que se desenvolve sobretudo no âmbito específico do direito societário e direito dos valores mobiliários – continuando, aliás, a crer que, neste domínio, um lugar central deve caber ao apuramento, integração e condições de coercibilidade dos deveres legais dos administradores, sejam eles os deveres gerais sejam os chamados deveres específicos ³⁶.

O papel central das normas injuntivas foi também reconhecido pela CMVM, aquando da publicação das suas actuais “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas” ao salientar o carácter residual e complementar destas recomendações, decorrente da expressa “*convicção de que o sistema jurídico nacional se encontra suficientemente apetrechado com soluções que, sem empregarem esta designação [de corporate governance], já dão resposta aos problemas ligados a esta temática*”.

32- Pensamos, por exemplo, na longa lista de critérios de falta de independência dos administradores contida no projecto de Recomendação acima citado. Já noutro lugar tivemos oportunidade de expressar preferência pelo sistema do *Combined Code* inglês, onde a lista de factores de ausência de independência, além de mais sucinta, é tratada como de meros *índices*, cabendo ao *Board* a responsabilidade de analisar a existência ou não de independência dos seus membros, e apenas se impondo um especial dever de fundamentar se algum índice se verificar e a qualificação for de independência. Cfr. JOÃO SOARES DA SILVA, “Pacote de Transparência”, *cit.*

33- Cfr. as posições da Comissão de Assuntos Jurídicos e do Mercado Interno (projecto de relatório de F. GHILDOTTI de 30/03/04) da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários (22/02/04) e especialmente a da Comissão do Emprego e Assuntos Sociais (20/02/04).

34- É significativa, a este respeito, a frase do *Action Plan* que citámos na nota 2, *supra*. Uma manifestação desta concepção é também a orientação adoptada na 13ª Directiva, assente numa perspectiva, muito acrítica, de bondade geral das ofertas públicas, vista de uma perspectiva do contraponto de accionistas e administradores, e olvidando, designadamente, os contextos em que as medidas de defesa podem desempenhar um papel positivo na própria protecção dos interesses dos accionistas. A este respeito, advogando a necessidade de um espaço de liberdade do órgão de administração similar ao da *business judgment rule*, Christian KIRCHNER and Richard W. PAINTER, *European Takeover Law – Towards a European Modified Judgment Rule for Takeover Law*, *European Business Organizations Law Review*, Vol. 1, nº 2, 2000.

35- Isto tem, aliás, sido salientado pelas agências internacionais de *rating*, que vêm salientando a importância da qualidade da envolvente normativa na avaliação do governo societário.

Cfr., por ex., STANDARD & POORS, *Corporate Governance Scores and Evaluations - Criteria, Methodology and Definitions*, *Standard & Poor's Governance Services*, July 2003

36- Cfr. JOÃO SOARES DA SILVA, *Responsabilidade Civil dos Administradores*, *cit.*, p. 627.

A consideração deste papel deve constituir razão decisiva, pensamos, para que se reveja, modere e reenquadre a actual tendência para a proliferação de iniciativas de cariz recomendatório (mormente quando associadas a mecanismos de pressão social de observância), as quais, podendo ser utilíssimas no progresso do governo societário – sobretudo como incubação de futuras reformas legislativas e dinamização e disseminação de experiências e influências³⁷ – comportam sério risco de redundar em apressadas e algo forçadas (ainda que por via da relativa coacção do sistema *comply or explain*) “boas práticas” e uniformizações formais, sem o conveniente espaço para maturação e enraizamento³⁸.

37- Cfr. PAULO CÂMARA, *ob. e loc. cit.*, p. 80.

38- Conforme no lugar ultimamente citado observamos a respeito da responsabilidade dos administradores nos EUA, ela é uma responsabilidade por *negligence* e não por *malpractice*, como a de certos profissionais liberais, e assim cremos que deve continuar a ser. Por razões paralelas não acompanhamos PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, p.79, quando admite um possível papel de integração de lacunas para os chamados códigos de governo societário.

DA DSI À DIRECTIVA DOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS: PRINCIPAIS INOVAÇÕES

RAFAELA ROCHA*

I. Introdução

1. Enquadramento

A Directiva dos Serviços de Investimento (DSI)¹, aprovada em 1993, regula actualmente o chamado “passaporte europeu” das empresas de investimento², conferindo-lhes ainda o direito de aceder aos mercados regulamentados em outros Estados-membros.

Em face das alterações estruturais dos mercados financeiros europeus que ocorreram na última década, foram detectadas diversas limitações naquela directiva, não apenas relativas ao âmbito dos serviços de investimento e ao regime de protecção do investidor, mas também, e essencialmente, no que toca à permitida disparidade de estrutura dos mercados e à inexistência de previsão de um quadro regulamentar relativo à concorrência das bolsas entre si e com as novas plataformas de execução de ordens.

Neste quadro, no âmbito da execução do Plano de Acção para os Serviços Financeiros³, a Comissão Europeia, em finais de 2002, apresentou uma proposta de directiva que substituiu integralmente o texto da DSI⁴.

Esta proposta foi precedida por várias consultas e, na sua elaboração, foi seguido o método da comitologia preconizado no Relatório Lamfa-

lussy, com vista à rapidez e à flexibilização do processo legislativo europeu relativo a valores mobiliários. Assim, a directiva não só estabelece os princípios regulamentares de base como determina ainda a natureza e o âmbito das medidas técnicas de execução pormenorizadas que virão a ser adoptadas pela Comissão, na sequência de consulta com os participantes do mercado e com os Estados-membros, tendo em conta as recomendações emitidas pelo Comité dos Reguladores (*Committee of European Securities Regulators* ou CESR) e o parecer do Comité de Valores Mobiliários^{5,6}.

O texto da nova directiva obteve o acordo político do Conselho de Assuntos Económicos e Financeiros (ECOFIN) no passado mês de Outubro⁷, tendo a Posição Comum sido adoptada em Dezembro. Aguarda-se presentemente a Segunda Leitura pelo Parlamento Europeu e espera-se que a aprovação da directiva ocorra no próximo mês de Abril, antes das eleições deste órgão.

O estado avançado do processo legislativo desta directiva e, essencialmente, o carácter inovatório de algumas das soluções agora consagradas tornam especialmente oportuna a apresentação das principais novidades deste texto em face da actual DSI. Esse é, precisamente, o objectivo limitado do presente artigo.

* Jurista do Gabinete de Estudos da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

1- Directiva 93/22/CEE do Conselho, de 10 de Maio de 1993, relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários.

2- I.e. o direito de as empresas de investimento exercerem a sua actividade em toda a União Europeia, estando sujeitas a uma autorização única e ao controlo pelo Estado-Membro de origem.

3- Comunicação da Comissão *Serviços Financeiros: aplicação de um enquadramento para os mercados financeiros* (COM(1999) 232). Este plano de acção contém uma série de medidas específicas para contribuir para a criação efectiva de um mercado único dos serviços financeiros até 2005, propondo prioridades indicativas e um calendário de medidas legislativas no sentido de se atingirem os três objectivos estratégicos ali definidos.

4- Proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa aos serviços de investimento e aos mercados regulamentados e que altera as directivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho (doc. COM (2002) 625), publicada no JO 2003/C 71 E/07, pág. 57.

5- O Relatório do Comité dos Sábios, o qual foi aprovado pelo Conselho Europeu de Estocolmo em Março de 2001 e mereceu o acordo do Parlamento Europeu em Junho daquele ano, pode ser consultado em http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/lamfalussy.htm. Esta será a terceira directiva que segue a abordagem proposta no Relatório Lamfalussy, uma vez que a mesma foi já adoptada na Directiva 2003/6/ce, DE 28 DE JANEIRO DE 2003 relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado) (JO L96/16, 12.4.2003) e na Directiva 2003/71/CE, de 4 de Novembro de 2003 relativa ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação e que altera a Directiva 2001/34/CE (JO L354/64, 31.12.2003).

6- A Comissão endereçou já ao CESR um mandato provisório para que aquele Comité possa iniciar os trabalhos relativos às medidas de execução ou de nível dois (disponível em http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/isd/index.htm#dir_prop.)

7- Informação disponível em http://europa.eu.int/rapid/start/cgi/guesten.ksh?p_action.gettxt=gt&doc=PRES/03/274/0|AGED&lg=PT.

Note-se porém que, não tendo sido aceites pelo ECOFIN algumas das alterações propostas pelo Parlamento Europeu, em Primeira Leitura, e tendo o acordo político relativo à Posição Comum sido alcançado por maioria qualificada (com o voto contra das delegações do Reino Unido, do Luxemburgo, da Suécia, da Finlândia e da Irlanda) permanecem ainda algumas questões controvertidas, relativamente às quais seria imprudente considerar definitivas as soluções agora analisadas.

2. Objecto e sequência

De uma primeira leitura da nova directiva resalta imediatamente que a mesma, com o propósito de promover maior harmonização regulamentar e consequente integração, adopta como objectivo fundamental o de limitar significativamente a flexibilidade que a DSI concedia aos Estados-Membros em matérias importantes, tais como a das normas de conduta e a da estrutura dos mercados.

Relativamente a esta última matéria, cumpre chamar a atenção para o facto de se procurar estabelecer, pela primeira vez, um regime tendencialmente exaustivo (e coerente) aplicável à execução de ordens, independentemente do meio utilizado para a mesma execução ou, se se preferir, da respectiva infra-estrutura ou plataforma de negociação (i.e. através de mercado regulamentado, através de sistemas alternativos de negociação ou internamente pelas empresas de investimento). Esta opção determina, não apenas um alargamento das matérias reguladas na nova directiva, como significativas alterações de perspectiva e do grau de profundidade no tratamento de matérias já abordadas na actual DSI, em particular a relativa aos mercados regulamentados⁸. A consagração de regras destinadas a assegurar uma negociação integrada e concorrencial justificou, ainda, a sucessiva alteração do nome da directiva: na proposta inicial da Comissão, directiva relativa aos serviços de investimento e aos mercados regulamentados; durante as discussões no Conselho, direc-

tiva dos mercados de instrumentos financeiros.

A análise das principais normas relativas às infra-estruturas ou plataformas de negociação – as quais, pela sua novidade e consequências, originaram maior debate junto do Conselho – será realizada na parte III.

A um outro nível, a revisão da DSI foi norteadada pela preocupação de aperfeiçoar o regime aplicável às empresas de investimento para fazer face, em especial, aos problemas da efectividade do sistema do reconhecimento mútuo, da desactualização do regime de protecção dos investidores e das limitações relativas ao leque de serviços oferecidos. As principais novidades relevantes neste âmbito serão abordadas na parte II.

Refira-se ainda, em sede de delimitação das questões versadas neste artigo, que se excluiu do âmbito do mesmo a análise das disposições relativas a autoridades supervisoras.

II. Regime aplicável às empresas de investimento

3. Normas de conduta. Distribuição de competências de aplicação e supervisão entre Estados-membros.

Reconhecendo que a prestação transfronteiriça de serviços de investimento é dificultada pela insegurança jurídica na aplicação das normas de conduta ou comportamentais e pela eventual sobreposição de requisitos regulamentares⁹, o texto da nova directiva não só desenvolve o conteúdo das normas de conduta, como procura limitar as situações em que a autoridade competente do Estado-membro de acolhimento pode actuar.

Com efeito, a actual DSI, no seu artigo 11.º, não estabelece o conteúdo pormenorizado das normas de conduta, limitando-se a apresentar

8- Com efeito, o propósito da directiva de 1993 foi apenas o de criar as condições necessárias para que as liberdades de estabelecimento e de prestação de serviços fossem realizáveis no sector das empresas de investimento, salvaguardando os interesses dos investidores. Neste contexto, as poucas disposições que aquela directiva dedica aos mercados regulamentados são instrumentais dos referidos objectivos do reconhecimento mútuo e da protecção dos investidores. Por exemplo, a questão do *acesso ao mercado* é colocada sob a perspectiva da necessidade de abolir eventuais tratamentos discriminatórios em relação a empresas de investimento não nacionais. Por seu turno, os *deveres de transparência* visam, essencialmente, "permitir aos investidores apreciar (...) as condições de uma transacção que tencionem realizar e verificar posteriormente as condições em que essa transacção foi efectuada" (artigo 21.º n.º1 daquela directiva).

9- Sobre esta matéria veja-se a *Comunicação da Comissão: a aplicação das normas de conduta nos termos do artigo 11.º da directiva relativa aos serviços de investimento (93/22/CEE)* (COM (2000) 722).

normas de conduta, limitando-se a apresentar uma lista de princípios gerais ¹⁰. Por seu turno, o sistema de distribuição de competências de supervisão entre as autoridades competentes dos Estado-membro de origem e de acolhimento assenta, *grosso modo*, na diferente natureza das normas. Assim, o Estado-membro de origem estabelece e supervisiona as normas prudenciais aplicáveis à empresa de investimento; ao Estado-membro de acolhimento cabe, em geral, o controlo da observância das normas de conduta, admitindo-se a aplicação de normas de conduta nacionais se justificadas por “razões de interesse geral” ^{11,12}.

A nova directiva, no que concerne ao conteúdo das normas de conduta, além de desenvolver no seu próprio texto os princípios que as empresas devem respeitar na relação com os seus clientes, aponta ainda no sentido das necessárias interpretação e densificação desses princípios, ao nível do direito comunitário, através de medidas de execução ¹³. A maior profundidade no tratamento desta matéria justificou, ainda, a autonomização das questões relativas aos conflitos de interesses ¹⁴ e às obrigações de execução nas melhores condições ¹⁵ e de divulgação de ordens com limites ¹⁶.

Por outro lado, no que toca à distribuição de competências entre as autoridades competentes dos Estados-membros envolvidos e, em especial, em relação à *aplicação da lei* do Estado-membro de acolhimento, o novo texto eliminou a possibilidade deste condicionar o exercício da actividade de empresas de investimento comu-

nitárias ao cumprimento, “por razões de interesse geral”, de normas internas, por se considerar que aquela possibilidade constitui um importante impedimento à criação do mercado único.

Em relação à competência para a *supervisão do cumprimento* das obrigações impostas pela directiva, a proposta da Comissão acolhia o princípio da supervisão pelo Estado-membro de origem, o qual era exceptuado, através da concessão de poderes à autoridade competente do Estado-membro de acolhimento, apenas em dois casos, justificados pela proximidade física entre a sucursal e o cliente - a saber, a supervisão do cumprimento das obrigações relativas à manutenção de registos e às normas de conduta em geral.

Todavia, esta abordagem foi amplamente criticada durante as discussões no Conselho, uma vez que grande parte dos Estados-membros consideravam que a justificação dada para a consagração daquelas duas situações era extensível à supervisão do cumprimento de outras normas. Assim, o texto da Posição Comum amplia o leque das normas cuja responsabilidade pelo cumprimento se encontra sob a alçada da autoridade competente do Estado-membro *onde se situe a sucursal* e apenas relativamente a serviços prestados *nesse território* (uma vez que a sucursal pode prestar serviços, ao abrigo da liberdade de prestação de serviços reconhecida à empresa de investimento, em Estado-membro diferente daquela em que se encontra estabelecida) ^{17,18}.

10- Esta lista, inserida na DSI apenas durante as discussões no Conselho, limita-se a reproduzir os princípios constantes da *Resolution on International Conduct of Business Principles* da Organização Internacional das Comissões de Valores (OICV/IOSCO), de Novembro de 1990.

11- Sobre o alcance das limitações motivadas “por razões de interesse geral” veja-se W. VAN GERVEN e J. WOUTERS, “Free movement of financial services and the European Contracts Convention”, em MADS ANDENAS e STEPHEN KENYON-SLADE, *E.C. Financial Market Regulation and Company Law*, Sweet & Maxwell, Londres, 1993, pág. 43 e segs., págs. 63 a 65.

12- Veja-se o disposto no n.º 2 do artigo 11.º e, em particular, nos casos de sucursais e de livre prestação de serviços, o n.º 4 do artigo 17.º e o segundo parágrafo do n.º 2 do artigo 18.º, respectivamente, todos da DSI actual.

13- Artigo 19.º. O desenvolvimento das normas de conduta atende aos trabalhos do FESCO/CESR relativos à protecção do investidor: *Implementation of Article 11 of the ISD: Categorisation of Investors for the purpose of Conduct of Business Rules*, de Março de 2000 (00-FESCO-A), *A European Regime of Investor Protection – The Harmonization of Conduct of Business Rules*, de Abril de 2002 (CESR/01-014d) e *A European Regime of Investor Protection – The Professional and the Counterparty Regimes*, de Julho de 2002 (CESR/02-098b).

14- Artigo 18.º. Note-se que os conflitos de interesses são igualmente tratados no âmbito das regras prudenciais, sendo as empresas de investimento obrigadas a identificar possíveis conflitos de interesses nas suas actividades e a instalar mecanismos operacionais para prevenir e gerir esses conflitos de interesses e evitar que os clientes sejam prejudicados (por exemplo, *chinese walls*).

15- Artigo 21.º. A obrigação de execução nas melhores condições ou nas condições mais favoráveis para o cliente obriga as empresas de investimento a considerarem não apenas o preço mas outros critérios mais ou menos relevantes para a execução da ordem em questão (custos, rapidez, probabilidade de execução e liquidação, volume ou natureza). Sobre a política de execução de ordens e os termos em que se pode processar a execução de ordens fora de mercado regulamentado ou de MTF veja-se o referido em 10.1..

16- Artigo 22.º (veja-se a análise dos contornos desta obrigação em 10.2.).

17- Além das normas de conduta em sentido estrito (artigo 19.º), incluem-se as normas relativas a execução nas melhores condições e a divulgação de ordens com limites (artigos 21.º e 22.º) e relativas a deveres de informação (artigos 25.º, 27.º e 28.º).

18- Note-se que a exigência de se tratarem de serviços *prestados no território onde se situa a sucursal* distancia a solução adoptada da abordagem baseada no chamado *country of origin* que atende não à proximidade com o cliente, mas ao local *onde* os serviços são prestados e que foi adoptada na Directiva sobre Comércio Electrónico (Directiva 2000/31/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de Junho de 2000 relativa a certos aspectos legais dos serviços da sociedade da informação, em especial do comércio electrónico, no mercado interno).

Pode-se assim concluir que foi feito um esforço no sentido da maior harmonização das normas de conduta que, além de procurar permitir a prestação de serviços em toda a União Europeia com base numa política comum da empresa de investimento não sujeita à apreciação de diversas autoridades competentes, deveria facilitar a desejada supervisão pelo Estado-membro de origem.

Subsistem, porém, dúvidas sobre se estas disposições serão suficientes. Com efeito, apesar de, aparentemente, esta ser uma questão de distribuição de competências de supervisão, e não de determinação da lei aplicável, não resulta claro se a autoridade do Estado-membro onde se situe a sucursal supervisiona o cumprimento das obrigações estabelecidas pela Directiva (e respectivas medidas de execução) tal como transpostas no seu direito interno ou se tem que atender ao direito interno do Estado-membro de origem da empresa de investimento em questão. Esta é, assim, uma matéria em que só a harmonização de práticas, promovida pelos reguladores (CESR), nos termos do nível 3 da abordagem preconizada no Relatório Lamfalussy, poderá evitar a persistência dos actuais problemas de sobreposição de regimes.

4. Exame da adequação do investimento considerado às circunstâncias do cliente

Uma das normas de conduta cujo âmbito de aplicação suscitou maior debate durante a discussão da proposta da Comissão foi aquela que determina que as empresas de investimento devem obter do cliente informações relativas aos seus conhecimento e experiência, objectivos e situação financeira, de forma a determinar qual o investimento mais adequado ao cliente (*suitability test / know your customer*)¹⁹.

Com efeito, alguns Estados-membros chamaram a atenção para as situações, não previstas na actual DSI, em que o cliente apenas quer que o intermediário introduza uma ordem no sistema de negociação, não pretendendo

qualquer aconselhamento da sua parte (retenham-se os casos dos *fund supermarket* e das ordens via internet)²⁰. Nestas situações, a imposição de uma regra do tipo da descrita implicaria um acréscimo de custos injustificado e desadequado em face do pedido do cliente.

Após longo debate, foi adoptada uma solução que procurou atender tanto às posições manifestadas a favor da derrogação do *suitability test*, como ao desejo de delimitação precisa das situações em que essa derrogação é aplicável.

Assim, são distinguidas três situações:

a) *suitability test* aplica-se plenamente na prestação dos serviços de consultoria para investimento e de gestão de carteiras;

b) aquela exigência não se aplica na prestação exclusiva do serviço de execução de ordens do cliente e/ou de recepção e transmissão (*execution-only*), desde que a transação diga respeito a determinados instrumentos financeiros considerados não complexos, o serviço seja prestado por iniciativa do cliente²¹, o cliente tenha conhecimento do tipo de actuação da empresa de investimento nesta situação e a empresa de investimento cumpra as suas obrigações relativas a conflitos de interesses;

c) em todas as outras situações, a empresa de investimento só é obrigada a solicitar informações sobre o conhecimento e a experiência do cliente (e não já relativas à sua situação financeira e aos objectivos de investimento), adoptando-se um *light suitability test*²².

19- Artigo 19.º, n.ºs 4 a 6.

20- De acordo com os dados referidos por Angela Knight ("The Investment Services Directive – Routmap or obstacle course?", *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 11, 3, 2003, pág. 219 e segs.), no Reino Unido, em 2002, foram executadas 8 milhões de transações do estilo *execution-only* em relação a valores mobiliários, avaliados em cerca de 32 biliões de libras.

21- Para efeito de densificação deste requisito, foi aditado um novo considerando relativo a condições em que se considera que um serviço foi (ou não) prestado por iniciativa de um cliente (considerando 29).

22- Se o cliente prestar essa informação e se a empresa considerar que o investimento não é adequado, deve avisar o cliente sobre essa inadequação; se o cliente não prestar a informação solicitada, a empresa deve avisá-lo de que não poderá avaliar a adequabilidade do investimento. Ambos os avisos podem ser feitos em formato normalizado.

5. Consultoria para investimento e análise financeira

Em relação aos serviços oferecidos, as principais alterações trazidas pela nova directiva são a 'elevação' do serviço de consultoria para investimento de serviço auxiliar a serviço de investimento e o aditamento de um novo serviço auxiliar relativo à análise financeira ²³.

A qualificação da consultoria para investimento²⁴ como serviço de investimento procura atender aos riscos específicos desta actividade sem, no entanto, serem impostos requisitos injustificados ou demasiado onerosos às entidades que fornecem serviços de consultoria de investimento como actividade principal/exclusiva. Estas entidades²⁵ deixam de estar sujeitas aos regimes nacionais e, enquanto empresas de investimento reguladas pela directiva, passam a poder exercer a sua actividade numa base transfronteiriça.

O regime aplicável a estas empresas de investimento distancia-se do regime geral em dois aspectos. Em primeiro lugar, e porque se reconhece que estas empresas não representam uma fonte de risco de contraparte e que os seus clientes não estão expostos ao risco de perda directa de fundos, a directiva isenta-as das obrigações previstas na Directiva relativa à adequação dos fundos próprios ²⁶, constituindo-as antes na obrigação de disporem de um seguro de responsabilidade profissional para fazer face ao risco operacional ²⁷. Em segundo lugar, a sua especificidade justificou ainda a proposta da Co-

missão de permitir que a concessão da autorização, a revisão das suas condições e o controlo regular dos requisitos de exercício de actividade fossem delegados em organismos de auto-regulamentação. Contudo, durante as discussões no Conselho, o âmbito da delegação foi alterado tendo sido restringido às *funções administrativas, preparatórias ou auxiliares* daquelas outras funções ²⁸.

Em relação à análise financeira, a opção pela sua inclusão no elenco dos serviços auxiliares parte da assunção de que a prestação de recomendações gerais de investimento deve ser efectuada de acordo com elevados padrões profissionais e éticos, em particular quando realizada por entidades que conjugam esta actividade com serviços (principais) de investimento, aumentando a susceptibilidade da ocorrência de situações de conflitos de interesses.

Deste modo, uma vez que, no quadro da DSI, as entidades que prestam apenas serviços auxiliares não são consideradas empresas de investimento²⁹, ao determinar que a análise financeira deve constituir serviço auxiliar e não serviço de investimento, optou-se expressamente por excluir do âmbito da directiva a análise especializada e independente (i.e não prosseguida por empresas de investimento multifuncionais) que fica, assim, sujeita aos regimes nacionais.

23- Ainda que, em dado momento, pudesse ter sido equacionada a qualificação dos serviços de compensação e liquidação como serviços de investimento, a Comissão acabou por decidir não regular esta matéria na directiva em virtude da sua importância sistémica e da complexidade das questões técnicas e de interesse público envolvidas. O tratamento na directiva está, assim, confinado à clarificação do direito das empresas de investimento e dos membros dos mercados regulamentados e utilizadores de MTF's ao livre acesso aos sistemas de compensação e liquidação localizados em outro Estado-membro (artigos 35.º e 46.º).

24- Definida, no ponto 4) do n.º 1 do artigo 4.º, como "prestação de um aconselhamento personalizado a um cliente, quer a pedido deste quer por iniciativa da empresa de investimento, relativamente a uma ou mais transacções respeitantes a instrumentos financeiros".

25- Mesmo se se tratarem de pessoas singulares, como os consultores autónomos referidos na alínea b) n.º 1 do artigo 294.º e no artigo 301.º ambos do Código dos Valores Mobiliários.

26- Artigo 67.º, na parte em que altera a alínea c) do n.º 2 e adita o número 4A ao artigo 3.º da Directiva 93/6/CEE do Conselho, de 15 de Março de 1993, relativa à adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito.

27- Note-se porém que, tal como expressamente reconhecido no considerando 23, este tratamento não prejudica a adopção de outras soluções no quadro da próxima revisão do regime jurídico comunitário da adequação dos fundos próprios. Esta ressalva é importante na medida em que se tem vindo a reconhecer que o risco operacional pode também ter efeitos nocivos na estabilidade das instituições, podendo determinar igualmente exigências ao nível de fundos próprios. Sobre esta questão veja-se o Parecer do Banco Central Europeu sobre a proposta desta directiva (JO C144/6, 20.06.2003).

28- Artigos 5.º n.º 5, 16.º n.º 3, 17.º n.º 2 e 40.º n.º 2.

29- No quadro da DSI, a regulamentação dos serviços auxiliares surge funcionalizada à prossecução, pela mesma entidade, de serviços de investimento. As consequências da prossecução de uns ou de outros são, assim, muito distintas, uma vez que as entidades que prestam, a título profissional, serviços de investimento deverão assumir, necessariamente, a natureza de empresa de investimento; ao invés, aquelas cujo objecto se limita à prossecução de um ou mais serviços auxiliares, não terão que assumir aquela natureza e, naturalmente, não serão elegíveis para efeitos do passaporte comunitário. Acontece, porém, que esta interpretação da DSI (que nos parece a mais correcta pois de outro modo não se compreendia a distinção entre serviços de investimento e serviços auxiliares) não foi seguida no Código dos Valores Mobiliários. Aqui, ainda que se preveja uma distinção entre serviços de investimento e serviços auxiliares (artigos 290.º e 291.º), não parece verificar-se qualquer consequência ao nível do regime aplicável à prestação de uns e de outros. Com efeito, todos estes serviços são tratados de modo uniforme, sob o título de "actividades de intermediação financeira", designadamente para efeitos da exigência da natureza de intermediário financeiro à entidade que preste qualquer desses serviços.

6. Clientes não profissionais, clientes profissionais e contrapartes elegíveis

Além de consagrar uma clara distinção entre clientes não profissionais e clientes profissionais³⁰, a directiva introduz o conceito de *contraparte elegível*³¹.

Na proposta inicial, a Comissão utilizou aquele conceito com o duplo propósito de (i) determinar que as transações realizadas com contrapartes elegíveis não estariam sujeitas ao cumprimento das normas de conduta e das obrigações de execução nas melhores condições e de divulgação de ordens com limites e (ii) delimitar os critérios de acesso, como utilizador ou membro, a MTF's e mercados regulamentados.

No que diz respeito a este último aspecto, a opção da Comissão foi amplamente criticada pela generalidade dos Estados-membros. Aquela abordagem conduziria a restrições injustificadas relativamente às entidades que presentemente podem ter acesso a MTF's e a mercados regulamentados³², pelo que foi substituída por uma indicação sumária das condições que se devem verificar relativamente às pessoas que pretendam ter acesso àquelas infra-estruturas³³.

Em face do exposto, presentemente, a utilização do conceito de contraparte elegível visa apenas esclarecer que, na negociação com as entidades que se qualifiquem como tais, as empresas de investimento não estarão obrigadas a cumprir as normas de conduta. Questiona-se, no entanto, se a existência desta norma faz sentido ou se o resultado a que se propõe não estaria à partida assegurado. Com efeito, as "relações entre contrapartes" referidas nos trabalhos do CESR, onde certamente a Comissão foi buscar inspiração, são caracterizadas pelo facto de não haver uma relação de clientela (i.e. não se verificar a prestação de qualquer serviço) pelo que *por natureza e por regra* não há qualquer aplicação das disposições destinadas a assegurar a protecção do cliente investidor, devendo apenas ser aplicadas as regras destinadas à protecção da integridade do mercado.

Assim, podendo a estatuição desta norma ser considerada redundante e, nessa medida, tendo apenas interesse do ponto de vista pedagógico³⁴, o propósito do artigo parece apenas ser o de identificar as contrapartes elegíveis³⁵, exigir confirmação da contraparte elegível no sentido de que concorda em ser tratada como tal (*opting-in*) e o de conceder às contrapartes elegíveis o direito a serem tratadas como clientes (*opting-out*).

30- A definição de clientes profissionais reproduz os trabalhos do CESR referidos na nota 13 e distingue (i) clientes que são considerados profissionais *ab initio*, que podem, se necessário, solicitar um nível de protecção mais elevado, e (ii) clientes que podem ser tratados como profissionais mediante pedido, se respeitados determinados critérios de avaliação da competência, experiência e conhecimentos.

31- Artigo 24.º

32- Actualmente, o Código dos Valores Mobiliários determina que só podem ser admitidos como membros do mercado os *intermediários financeiros* que satisfaçam determinadas condições (artigo 303.º e 293.º n.º 1). Se a directiva fosse adoptada conforme proposto pela Comissão: (i) as empresas de seguros passariam a poder ser membros de mercado regulamentado, (ii) as sociedades gestoras de OICVM e de fundos de pensões só poderiam ser membros se fossem previamente reconhecidas como contrapartes elegíveis, (iii) empresas que satisfizessem determinados requisitos quantitativos poderiam ser reconhecidas como contrapartes elegíveis e, desta forma, poderiam ter acesso aos mercados regulamentados.

33- Estas condições têm que ver tanto com a idoneidade, capacidade e competência como com a disponibilidade de mecanismos organizativos e recursos financeiros (artigo 42.º n.º 3 e artigo 14.º n.º 4, segundo parágrafo). Note-se que deixa, assim, de se verificar uma necessária coincidência entre as pessoas que podem ter acesso a MTF e a mercados regulamentados, o que se torna particularmente relevante se se tiver presente o acesso frequente de pessoas singulares a sistemas alternativos de negociação (o qual, aliás, é reconhecido e admitido nos *CESR Standards for Alternative Trading Systems*, de Julho de 2002 (CESR/02-086b)).

34- Uma outra questão paralela à presente que a directiva regula sem ser necessário o fazer é a que tem que ver com as transações realizadas em MTF ou em mercado regulamentado. Nestes casos, pela própria natureza dos sistemas utilizados, não existe qualquer relação entre os membros do mercado regulamentado ou entre os utilizadores do MTF que possa exigir o cumprimento, de uns relativamente aos outros ou relativamente à transação em si, de quaisquer regras diferentes daquelas que são estabelecidas pelo próprio funcionamento da infra-estrutura em questão. Nessa medida, em caso algum as relações entre aqueles estariam sujeitas às normas de conduta sendo desnecessária uma regra que se limite a determinar o óbvio. Esta regra está prevista tanto em relação a MTF's como em relação a mercados, respectivamente, no n.º 3 do 14.º e no n.º 4 do artigo 42.º. Note-se, porém, que o n.º 3 do artigo 14.º tem, no entanto, o mérito de clarificar a questão da não aplicação das normas de conduta à relação que se estabelece entre o próprio (gestor do) MTF e os seus utilizadores. Embora a gestão de MTF seja qualificada como um serviço de investimento, a relação que se estabelece entre a empresa de investimento que opera o MTF e os respectivos utilizadores é distinta da relação que se estabelece entre a primeira e um cliente de um qualquer outro serviço de investimento. Assim, ainda que os *Standards* do CESR sobre ATS, na parte 2.2., refiram a aplicação de normas de conduta a ATS, estas não se devem considerar aplicáveis a esta relação. Na verdade, uma leitura atenta das disposições que, nos referidos *Standards*, surgem sob o título "aplicação de normas de conduta" facilmente comprova que aquelas disposições mais não são do que deveres de informação paralelos aqueles a que estão sujeitos os mercados regulamentados na relação com os respectivos membros.

35- O artigo contém uma lista de entidades que os Estados-membros devem reconhecer como contrapartes elegíveis e permite, ainda, que aqueles possam reconhecer como tais outras empresas "que satisfaçam requisitos proporcionados estabelecidos previamente". Note-se que a empresa de investimento terá que considerar o estatuto da empresa (potencial) contraparte elegível tal como definido pela lei do Estado-membro em que essa empresa se encontra estabelecida sendo, assim, afastada a aplicação da lei do Estado-membro de origem da empresa de investimento.

7. Outras matérias

Outras questões relativamente às quais se verificam alterações face à DSI são: (i) a inclusão dos instrumentos derivados sobre mercadorias no âmbito da directiva³⁶; (ii) a possibilidade de os Estados-membros decidirem aplicar a directiva aos vulgarmente chamados agentes multi vinculados, actualmente excluídos do âmbito da DSI³⁷; (iii) a indicação explícita de que as empresas de investimento a penas podem subcontratar “funções operacionais importantes”³⁸; e (iv) o desenvolvimento do regime dos chamados agentes vinculados³⁹.

III. Regras de base sobre a negociação e a execução de operações sobre instrumentos financeiros

8. Supressão da regra da concentração

Conforme se reconhece na exposição de motivos que acompanha a proposta inicial da Comissão, a cada vez maior proximidade entre os serviços prestados pelas bolsas e os serviços prestados pelas empresas de investimento, resultante do surgimento de sistemas de negociação alternativos (face às bolsas) e do crescimento do volume de ordens executadas internamente pelas empresas de investimento, obrigou a repensar a solução prevista na DSI em relação às infra-estruturas de negociação, de forma a clarificar a natureza jurídica destas outras acti-

vidades prosseguidas pelas empresas de investimento e a harmonizar as soluções ao nível comunitário⁴⁰.

Assim, foi suprimida a regra – vulgarmente chamada de regra da concentração – segundo a qual os Estados-membros podem exigir que as transações relativas a valores mobiliários admitidos em mercado regulamentado sejam executadas em mercado regulamentado, a menos que outra seja a indicação do investidor^{41,42}.

A regra da concentração tinha, assim, uma dupla vertente. Em primeiro lugar, ao nível da estrutura do mercado, era defendido o seu contributo para a não fragmentação das ordens, o aumento da liquidez e o reforço na eficiência do processo de formação dos preços. Em segundo lugar, a possibilidade de afastamento da regra pelo investidor apontava claramente para a sua natureza de norma de conduta e, em particular e partindo da premissa de que a execução em mercado é a melhor, para a sua ligação ao dever de execução nas melhores condições.

Estas duas vertentes da regra da concentração foram tidas em consideração na nova directiva, tendo a Comissão avançado propostas que procuram, de um lado, evitar o problema da fragmentação dos mercados e o seu reflexo na formação dos preços (em particular, através do estabelecimento de um quadro legal harmonizado relativo aos deveres de transparência pré e pós negociação aplicáveis a todas as

36- A inclusão dos instrumentos derivados sobre mercadorias permitirá que a prestação de serviço relativos a este instrumento financeiro beneficie do passaporte europeu e esteja sujeita a normas prudenciais e de conduta harmonizadas. A directiva não se aplica, porém, às pessoas cuja actividade principal consiste em negociar por conta própria em mercadorias e/ou instrumentos derivados sobre mercadorias se estas não fizerem parte de um grupo cuja actividade principal seja a prestação de outros serviços de investimento (artigo 2.º, n.º 2, alínea k) porque se considerou que os requisitos de ordem prudencial exigidos às empresas de investimento são desadequados para estas empresas, as quais têm exercido as suas actividades nos mercados nacionais sem ocasionarem problemas prudenciais ou sistémicos. Após a entrada em vigor da directiva, a Comissão deverá voltar a analisar esta matéria de forma a apurar a conveniência em manter esta isenção (artigo 65.º n.º 3, alínea a).

37- Entidades que não podem deter fundos ou títulos pertencentes aos seus clientes e que apenas podem prestar um serviço de investimento que consiste em receber e transmitir ordens, a determinadas entidades, respeitantes a valores mobiliários e a unidades de participação em organismos de investimento colectivo (excluídas do âmbito de aplicação da DSI nos termos do disposto no seu artigo 2.º, n.º 2, alínea g).

38- Artigo 13.º n.º 5. Deixará assim de ser possível subcontratar ou delegar serviços de investimento, em entidades que não tenham elas próprias, a natureza de intermediários financeiros, como actualmente previsto nos artigos 45.º e seguintes do Regulamento da CMVM n.º 12/2000, de 23 de Fevereiro.

39- Os agentes vinculados – na DSI actual referidos apenas na parte final da definição de empresa de investimento constante do n.º 2 do artigo 1.º e no considerando 8 – são entidades que, não sendo empresas de investimento, actuam em nome e sob a responsabilidade de uma empresa de investimento (a sua definição consta do artigo 4.º n.º 1 ponto 25). Nos termos da nova directiva, devem ser idóneos e ter conhecimentos adequados e só podem ser nomeados se se encontrarem inscritos num registo público, o qual pode ser gerido por uma empresa de investimento, instituição de crédito ou respectivas associações (artigo 23.º). Os agentes vinculados constituem, assim, uma figura próxima do prospector e do promotor (se bem que nestes casos trata-se sempre de pessoa singular) previstos, respectivamente, no artigo 292.º do Código dos Valores Mobiliários (e Regulamento da CMVM n.º 12/2000, com as alterações inseridas pelo Regulamento n.º 32/2000, de 16 de Outubro) e Instrução do Banco de Portugal n.º 11/2001.

40- O desafio levantado pelos sistemas alternativos de negociação tanto a nível da concorrência com as bolsas como do ponto de vista da sua natureza jurídica e do seu enquadramento legal foi genialmente apreendido na sua denominação como “MONSTER - Market Oriented New System for Terrifying Exchanges and Regulators” (LEE, R *What is an Exchange?: The Automation, Management and Regulation of Financial Markets, 1998*, citado por NIAMH MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, 2003, pág. 644, nota 10).

41- Artigo 14.º n.ºs 3 e 4 da actual DSI. Ao tempo da aprovação desta em Estados como a França, a Espanha, a Itália e a Bélgica vigorava uma regra deste tipo. Por seu turno, no Reino Unido e na Alemanha os investidores e respectivos intermediários podiam livremente escolher a forma de execução das ordens. Neste cenário, a posição adoptada foi assumidamente uma solução de compromisso que possibilitasse a aprovação da directiva. Sobre a aprovação desta disposição veja-se MANNING WARREN, “The Investment Services Directive: ‘The North Sea Alliance’ victory over ‘Club Med’”, em *International Securities Regulation Report*, Janeiro 1993, pág. 6 e ss. e NIAMH MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, 2003, pág. 663 e segs.

42- Importa notar ainda que a regra da concentração não decorre sempre e necessariamente de uma disposição explícita nesse sentido. Na verdade, em muitos casos o seu propósito é mais ou menos assegurado através de outras disposições, como aquelas que estabelecem a cobrança de taxas para operações fora de mercado regulamentado muito superiores às taxas aplicáveis à mesma transacção se efectuada em bolsa.

plataformas de negociação) e, de outro lado, sublinhar a sujeição das empresas de investimento à obrigação de execução nas melhores condições⁴³.

Assim, a supressão da regra da concentração é acompanhada pelo estabelecimento de regras relativas à regulamentação dos sistemas alternativos de negociação e à execução de ordens internamente pelas empresas de investimento.

9. Sistemas de negociação multilateral e mercados regulamentados

Os sistemas alternativos de negociação são designados na nova directiva como sistemas de negociação multilateral ou MTF (*multilateral trading facilities*)⁴⁴ e a sua gestão é aditada à lista dos serviços de investimento. Uma vez que o funcionamento do MTF reveste as principais características dos mercados regulamentados – multilateralidade, funcionamento sujeito a regras não discricionárias e possibilidade de encontro de interesses de compra e venda –, esta proximidade funcional é determinante na definição do respectivo regime jurídico.

Assim, a nova directiva não só estabelece um conjunto de normas aplicáveis aos mercados regulamentados como define o regime dos MTF com base naquelas normas⁴⁵.

Relativamente aos mercados regulamentados, a directiva identifica a autoridade competente para a sua supervisão, introduz requisitos relativos às pessoas que dirigem a sua actividade e às pessoas que exercem uma influência significativa na sua gestão, estabelece requisitos gerais

em matéria de organização e relativos ao acesso ao mesmo, determina os termos em que é exercido o direito de disponibilização dos seus sistemas em outros Estados-membros e desenvolve o regime relativo aos deveres de transparência pré e pós negociação, o qual constava já, de forma embrionária, na DSI actual⁴⁶.

Por seu turno, no que concerne aos MTF, e uma vez que as entidades que os gerem são ou empresas de investimento ou mercados regulamentados (sendo previstos para uns e outros requisitos prudenciais), a directiva estabelece requisitos em matéria de organização e relativos ao acesso aos mesmos, determina os termos em que é exercido o direito de disponibilização dos seus sistemas em outros Estados-membros e consagra deveres de transparência pré e pós negociação⁴⁷.

10. Execução de ordens internamente por empresas de investimento (internalização)

10.1. Necessidade de consentimento do cliente para execução de ordens fora de um mercado regulamentado ou de um MTF

Partindo da ideia de que o investidor deve dispor de informação sobre as várias infra-estruturas através das quais as suas ordens podem ser executadas que lhe permita apreciar os riscos e os benefícios associados àquelas⁴⁸, a proposta da Comissão, em vez de criar procedimentos que obrigassem a empresa de investimento a dar essa informação ao cliente, assumia que, quando o cliente não manifestasse qualquer preferência, a ordem deveria ser executada em mercado regulamentado (ou MTF).

43- Sobre a regra da concentração enquanto norma de conduta veja-se GUIDO FERRARINI, "Exchange Governance and Regulation: An Overview" em GUIDO FERRARINI (ed.) *European Securities Markets – The Investment Services Directive and Beyond*, Kluwer Law International, Londres, 1998, pág. 245 e segs., pág. 261. Em algumas jurisdições basta que a transacção seja executada em mercado regulamentado para se presumir que a obrigação de execução nas melhores condições foi cumprida.

44- O qual consiste num sistema multilateral, operado por uma empresa de investimento ou por um operador de mercado, que permite o confronto de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros – dentro desse sistema e de acordo com regras não discricionárias – por forma a que tal resulte num contrato (artigo 4.º, n.º 1, ponto 15).

45- Estas normas têm em conta os trabalhos do FESCO/CESR relativos aos mercados regulamentados e a sistemas alternativos de negociação, respectivamente, *FESCO Standards for Regulated Markets under the ISD*, de Dezembro de 1999 (99-FESCO-C) e *CESR Standards for Alternative Trading Systems*, de Julho de 2002 (CESR/02-086b).

46- Note-se que, relativamente à directiva vigente, o aprofundamento dos deveres de transparência é acompanhado por uma redução do seu âmbito de aplicação, uma vez que aqueles se aplicam apenas a acções admitidas à negociação em mercado regulamentado e não já a todos e quaisquer instrumentos. A directiva prevê, no entanto, a elaboração futura pela Comissão de um relatório sobre a possível extensão das obrigações de transparência a transacções em outras categorias de instrumentos financeiros. Por outro lado, na sequência das críticas manifestadas nas reuniões no Conselho a esta restrição, foi incluído um novo considerando que esclarece que os Estados-membros podem estender o âmbito de aplicação dos deveres de informação pré e pós negociação a outros instrumentos financeiros, sendo essa extensão aplicável a todas as transacções realizadas por empresas de investimento de que esse Estado seja Estado-membro de origem e às transacções realizadas no seu território por sucursais, aí estabelecidas, de empresas de investimento autorizadas noutro Estado-membro.

47- Artigos 14.º, 26.º, 29.º e 30.º. No que concerne aos deveres de transparência, inicialmente, a proposta da Comissão remetia para os princípios aplicáveis aos mercados regulamentados e, assim, para as medidas técnicas de execução que procedessem ao seu desenvolvimento. Ao invés, o texto da Posição Comum estabeleceu normas comitológicas especiais para os casos dos MTF sendo, no entanto, expressamente referido que o conteúdo das medidas de execução, aprovadas ao abrigo daquelas, apenas se poderá afastar do conteúdo das medidas aplicáveis a mercados regulamentados quando a natureza específica do MTF o justifique.

48- Exposição de motivos da proposta da Comissão, pág. 31.

Em qualquer outra situação, seria necessário o consentimento prévio explícito do cliente, o qual podia ser prestado sob a forma de um acordo geral, devendo neste caso ser renovado anualmente.

Esta *default rule* foi intensamente discutida no Conselho. Por um lado, houve quem defendesse que o consentimento deveria ainda ser exigido para a execução de ordens em MTF (o que, em termos práticos, corresponderia à manutenção da regra da concentração). Outros consideraram que o pressuposto sobre o qual a norma parece assentar – o de que a execução em mercado regulamentado ou MTF é necessariamente melhor do que a execução fora desses sistemas – entra em contradição com o afastamento da opção pela regra da concentração e com o princípio da execução nas melhores condições. Outros ainda chamaram a atenção para os custos implicados na renovação anual do consentimento.

Todavia, apesar de terem sido apreciados documentos de trabalho vários e de ter sido previsto, inicialmente enquanto alternativa àquele consentimento, o dever da empresa estabelecer uma política de execução de ordens conhecida pelo cliente, a redacção da norma no texto da Posição Comum do Conselho não só exige o consentimento relativamente à política de execução de ordens como mantém a necessidade de consentimento para a execução de ordens fora de um mercado regulamentado ou de um MTF, tendo apenas sido suprimida a exigência da renovação anual do consentimento, quando este tenha sido dado sob a forma de um acordo geral⁴⁹.

10.2 Obrigatoriedade de divulgação de ordens com limites

Uma outra norma que procura regular os problemas suscitados pela internalização de ordens é aquela que determina que, em face de ordens com limites⁵⁰ de clientes que não possam ser executadas de imediato, a empresa de investimento deve tomar medidas para permitir a sua execução tão rápida quanto possível, informan-

do os outros participantes no mercado das condições dessa ordem, a menos que o cliente assim não o deseje⁵¹.

Inspirada na legislação norte-americana, esta disposição foi amplamente criticada durante as discussões no Conselho, designadamente (i) por desconsiderar o facto de o mercado europeu ser primariamente *order-driven* (o que não se compadece com um requisito de divulgação de ofertas), (ii) por o seu propósito - impedir que a empresa de investimento possa “armazenar” ordens de clientes até que a sua execução lhe seja favorável - dever ser prosseguido através do cumprimento das normas de conduta e relativas a conflitos de interesses, (iii) por o seu funcionamento estar dependente da existência de infra-estruturas para a consolidação de informação inexistentes e (iv) por a sua alegada qualificação como medida relativa à transparência e à integridade do mercado ser posta em causa pelo facto de a divulgação da ordem estar na disponibilidade do cliente.

Mais uma vez, apesar das críticas manifestadas, a norma mantém-se no texto da Posição Comum, ainda que o seu âmbito de aplicação se encontre restringido às ordens com limites relativas a acções admitidas à negociação em mercado regulamentado⁵².

10.3 Obrigação de divulgação de preços firmes

À semelhança do que sucede relativamente aos mercados regulamentados, também no âmbito da internalização são consagrados deveres de transparência pré e pós negociação aplicáveis às empresas de investimento que procedem à internalização de ordens.

Ora, se a regra relativa à transparência pós negociação não levantou grandes problemas, a disposição relativa à obrigação de as empresas de investimento divulgarem os preços pelos quais se propõem negociar por conta própria é, sem dúvida, a mais controversa de toda a directiva e, por essa razão, uma das que mais foi alterada.

49- Artigo 21.º n.º 3.

50- Definidas como ordens de compra ou de venda de um instrumento financeiro a um preço-limite especificado ou a um preço mais favorável (artigo 4.º, n.º 1, ponto 16).

51- A alternativa à divulgação é o encaminhamento da ordem para um mercado regulamentado ou para um MTF (cf. considerando 27 da proposta da Comissão).

52- Artigo 22.º, n.º 2.

Nas discussões relativas a este artigo foi clara a cisão entre os Estados-membros sobre a forma de regular (e mesmo sobre a necessidade de o fazer) esta matéria. Alguns criticaram o facto de o artigo não permitir a concorrência e a eficiência dos mercados e de obrigar as empresas de investimento a divulgar informações muito pormenorizadas sobre a sua carteira de negociação, instituindo, deste modo, um regime em que aquelas empresas assumem obrigatoriamente uma posição de criadores de mercado. Para outros Estados-membros, a proposta da Comissão mereceu aplausos, enquanto contributo para a eficiência do processo de formação de preços e, assim, por combater os efeitos negativos da fragmentação dos mercados.

A redacção constante do texto da Posição Comum procurou encontrar um ponto de equilíbrio entre os factores em jogo: a transparência no processo de formação de preços, a manutenção da sã concorrência entre as plataformas de negociação e a exposição ao risco das empresas de investimento que colocam a sua estratégia e o seu capital em jogo. O resultado não foi, no entanto, feliz. Na verdade, apesar de o artigo prever excepções à aplicação de cada uma das obrigações por si estabelecidas, esta aparente abertura não foi sequer suficiente para que o mesmo fosse considerado uma solução de compromisso, pois parte dos Estados-membros que criticavam esta norma votaram contra o acordo político.

No texto da Posição Comum ⁵³, para as empresas de investimento que sejam consideradas *internalizadores sistemáticos*, são estabelecidas uma obrigação de transparência e uma obrigação de negociar nas condições divulgadas.

São *internalizadores sistemáticos* as empresas de investimento que, de modo organizado, regular e sistemático, negociam por conta própria, executando ordens de clientes fora de um mercado regulamentado ou de um MTF ⁵⁴. Fica, assim, excluída da aplicação do artigo a negociação por conta própria que não seja dirigida à execução de ordens de clientes.

As referidas empresas de investimento são obrigadas a divulgar de modo regular, contínuo e de

forma facilmente acessível, sempre que o volume da transação não seja elevado relativamente ao volume normal de mercado (determinado por referência às ordens de investidores não profissionais), os preços (firmes) a que se propõem negociar acções admitidas à negociação em mercado regulamentado e para as quais exista um mercado líquido.

O texto da Posição Comum reconhece, porém, a fragilidade dos preços ditos “firmes”, aceitando que os mesmos possam ser actualizados ou mesmo retirados, neste último caso em condições de mercado excepcionais.

Além da obrigação de transparência, a empresa de investimento é, procurando evitar a divulgação de preços com fins especulativos, obrigada a contratar nas condições divulgadas. É precisamente na definição dos contornos desta obrigação que o texto analisado mais se afasta do texto da proposta da Comissão.

Em primeiro lugar, os internalizadores sistemáticos podem decidir, com base na sua política comercial e de modo não discriminatório, quais os investidores a quem facultam o acesso às suas ofertas (e, assim, com quem estão obrigados a negociar). Embora não resulte claro da letra do artigo, a única distinção que pode ser feita tem que ver com a natureza profissional ou não profissional dos potenciais destinatários da divulgação de preços, conforme resulta da leitura do considerando 48.

Em segundo lugar, em relação a ordens recebidas de clientes profissionais, a transação pode ser realizada (i) a preços diferentes dos oferecidos, se se tratar de execuções parciais de uma transação global (*block trade*) ou de ordens sujeitas a condições diferentes do preço e (ii) a um preço melhor, se este se situar dentro de um intervalo de variação divulgado ao público, e se o seu volume for elevado relativamente ao volume normal de mercado. Admite-se, assim, o chamado *price improvement*, mas apenas relativamente a clientes profissionais.

Em terceiro lugar, a empresa de investimento pode recusar-se a negociar ou deixar de negociar com base em considerações comerciais,

53- Artigo 27.º

54- Artigo 4.º, n.º 1, ponto 7).

tais como a situação financeira do cliente, o risco de contraparte e a liquidação final das operações.

Em quarto lugar, a empresa de investimento pode limitar o número de transações com um cliente em que decide participar nas condições divulgadas.

IV. Balanço e Perspectiva

A revisão da DSI constitui uma das mais importantes medidas propostas no Plano de Acção para os Serviços Financeiros, tendo a nova directiva uma enorme influência na futura conformação dos serviços financeiros na Europa.

Espera-se que a inclusão de novos serviços de investimento e auxiliares, bem como o desenvolvimento e a harmonização das normas de conduta e a restrição da actuação do Estado-membro de acolhimento, permitam que o “passaporte europeu” funcione eficientemente e que as empresas de investimento não encontrem entraves à prestação de serviços ou à realização de actividades numa base transfronteiriça.

Por outro lado, pela sua novidade, ter-se-á que esperar pela aplicação prática da directiva para testar o funcionamento do novo quadro legal harmonizado relativo às infra-estruturas de negociação, em especial no que concerne à forma como aquelas plataformas concorrerão entre si e aos benefícios que resultem desta concorrência para os investidores e para o novo mercado financeiro, desejavelmente justo, transparente, eficiente e integrado.

Na verdade, do ponto de vista da aplicação prática do novo quadro regulamentar e, em especial, das suas disposições que deverão permitir aos investidores conhecer as condições das transações mais recentes e as oportunidades actuais de negociação, é necessário ter presente que o objectivo de permitir aos investidores escolher as infra-estruturas de negociação mais eficientes apenas poderá ser prosseguido se for possível realizar uma comparação entre os preços propostos pelas várias infra-estruturas de negociação, o que só ocorrerá se forem suprimidos todos os obstáculos à criação de mecanismos de consolidação de informação.

Para terminar, repita-se que o texto que esteve

na base do presente artigo é apenas a Posição Comum do Conselho e não o texto final da directiva. Assim, se relativamente aos serviços de investimento e aos instrumentos financeiros, bem como às condições de autorização e de exercício de actividade aplicáveis às empresas de investimento, não são expectáveis grandes alterações (excepto no que se refere ao possível alargamento dos casos em que o *suitability test* é dispensado), o mesmo não sucede em relação à regulação da execução de ordens fora de um mercado regulamentado e de um MTF. Neste âmbito, e em especial no que diz respeito à obrigação de divulgação de preços firmes, não será surpresa se o texto final reduzir as transações abrangidas pela mesma, alargar as situações em que se admite a revogação das ofertas e o *price improvement* ou limitar as matérias relativamente às quais poderão ser aprovadas medidas de execução.

Aguarda-se, pois, com expectativa a aprovação da directiva, bem como das medidas técnicas pormenorizadas que permitirão proceder à sua verdadeira implementação.

Lisboa, 09 de Fevereiro de 2004

AS IFRS: O IMPACTE E AS MUDANÇAS QUE AÍ VÊM

NASSER SATTAR*

Em 18 de Julho de 2002 a União Europeia aprovou o Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho que determina que a partir de 2005 todas as empresas cotadas devem apresentar as suas demonstrações financeiras consolidadas com base nas Normas Internacionais de Relato Financeiro (*International Financial Reporting Standards* - IFRS), embora a legislação comunitária possibilite a cada Estado-Membro decidir o diferimento da aplicação destas normas até 2007, no caso de entidades emittentes de obrigações. A globalização da economia é um dado adquirido e as empresas com ambições além fronteiras necessitam de se fazer ouvir e entender num formato global. As empresas globais necessitam de divulgar a sua *performance* de um modo que possa ser facilmente compreendido pelos competitivos mercados mundiais.

A adopção de regras de *reporting* contabilístico comuns, uniformes e de elevada qualidade nos mercados de capitais da União Europeia, irá ter como consequência directa a melhoria da eficiência e da eficácia dos mercados, uma melhor comparabilidade das demonstrações financeiras e, necessariamente, a redução dos custos de emissão de capital das empresas. É aqui que surgem as IFRS enquanto princípios escolhidos pela União Europeia.

A mudança para as IFRS irá não só mudar os critérios, procedimentos e sistemas de informação contabilísticos das empresas afectadas, mas também a forma como estas são geridas. A transição vai implicar uma mudança organizacional em termos de linguagem de relato financeiro, motivo pelo qual as normas internacionais passaram a denominar-se IFRS em vez de IAS (*International Accounting Standards*).

Ao efectuarem a mudança para as IFRS, as empresas estão a optar por uma ferramenta global de *reporting* financeiro, que é líder no mercado. As IFRS auxiliam as empresas no acesso aos mercados de capitais internacionais, ficando, deste modo, em posição de serem peças chave do xadrez mundial da economia globalizada dos dias de hoje. Adicionalmente, ao apresentarem as suas demonstrações financeiras de acordo com as IFRS, as empresas são automaticamente identificadas como mais credíveis e fiáveis, características essenciais nos mercados de capitais de hoje.

O impacto da adopção das IFRS irá variar de acordo com os segmentos em que a Empresa opera e com os requisitos particulares de cada normativo nacional correntemente em aplicação. O facto é que os órgãos de gestão das empresas tem que se consciencializar que a adopção das IFRS requer um correcto entendimento dos desafios que irão ter de enfrentar e por isso, devem-se preparar para as mudanças necessárias.

O planeamento das alterações necessárias, bem como a integração destas nas diversas entidades representa um desafio enorme a ultrapassar, ao mesmo tempo que se continuam a reportar diariamente as operações.

Metodologia

As empresas que mudem para as IFRS devem dividir o processo de mudança em quatro etapas. No entanto, nem todas as empresas necessitam destas quatro etapas, dependendo dos seus sistemas e processos de informação.

* Partner e IFRS Leader em Portugal — PricewaterhouseCoopers



Comunicação da mudança

As IFRS são consideradas bem vindas pelos mercados de capitais, devido à consistência, comparabilidade e transparência que trazem à comunidade financeira internacional, a qual sofre ainda dos impactos dos recentes escândalos financeiros.

No entanto, para muitas empresas, as IFRS irão aumentar a volatilidade dos resultados reportados e o impacto da mudança terá de ser muito bem gerido com a comunidade investidora, bem como com os analistas. Os gabinetes de relações com os investidores terão de se preparar convenientemente para explicarem aos investidores as diferenças que advêm da adopção das IFRS. Existe o perigo de basear a comunicação de desempenho organizacional num mero relato financeiro, o qual não poderá esclarecer a razão por detrás dos números.

As empresas deverão desenvolver estratégias de relato que auxiliem os investidores a compreender a transição para as IFRS e se esta se traduz em diferenças de mera apresentação ou se tem impacto no modelo económico de negócio. A apresentação estruturada da informação permitirá aos investidores avaliarem a qualidade e sustentabilidade de desempenho organizacional, e induzir uma redução na volatilidade do preço da acção e um custo de capital mais atraente. Estudos efectuados pela PricewaterhouseCoopers confirmam existir uma clara evidência de que as empresas envolvidas na transição reconhecem os benefícios de um modelo de relato mais extenso, que inclua indicadores não financeiros.

Consideramos ser vital aproveitar a oportunidade para analisar a forma e estrutura de relato do modelo de criação de valor para que, em conjunto com as demonstrações financeiras sob as IFRS, haja um relato mais adequado do desempenho.

Conforme disse um participante num dos nossos estudos sobre o impacto das IFRS – *“Quanto melhor for a informação produzida, melhor será a percepção dos analistas, o que resultará numa melhor identificação do valor real da empresa, e conseqüente reflexo no preço da acção”*.

Calendarização

As Instituições financeiras com acções cotadas deverão apresentar pela primeira vez o *reporting* em IFRS no primeiro trimestre de 2005, caso não antecipem a data de implementação para 2004. De facto, a apresentação de contas em conformidade com as IFRS obriga à apresentação de comparativos na mesma base. Sendo 2005 o ano-objectivo, então os saldos de abertura do exercício de 2004, i.e. o balanço em 31 de Dezembro 2003, já deverão estar determinados nessa base, de forma que os comparativos de primeiro trimestre de 2004 sejam apresentados. Adicionalmente, as empresas deverão, aquando da apresentação das contas estatutárias anuais de 2004, apresentar uma reconciliação dos efeitos de adopção das IFRS nos resultados líquidos e capitais próprios para que os accionistas, que irão aprovar em Assembleia Geral algures em Março de 2005, as contas estatutárias de 2004, tenham conhecimento da situação patrimonial à luz das IFRS.

Calendarização

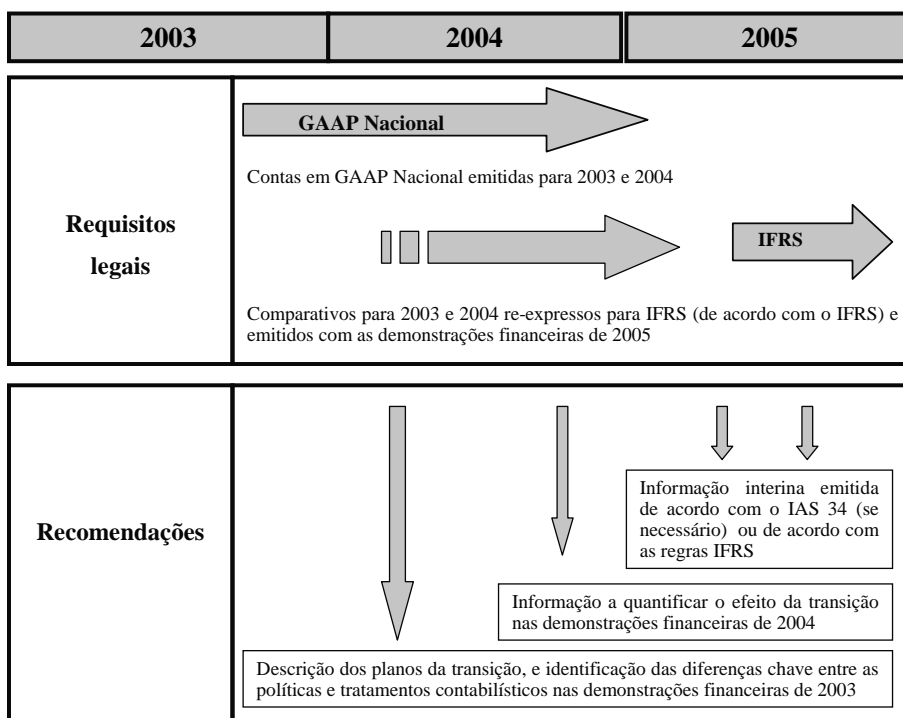
- ⇒ **Aplicação** ➤ Demonstrações financeiras publicadas a 31 de Março de 2005, 30 de Junho de 2005 e 30 de Setembro de 2005 com comparativos a 2004
- ⇒ **Balço de abertura** ➤ 01/01/2004 (excepto para algumas situações em que é 01/01/2003)
- ⇒ **Adiamento da implementação para 2007**
 - Empresas com dívida (obrigações) cotada mas não acções num mercado regulamentado da UE
 - Empresas que já utilizavam os US GAAP antes de Junho de 2002

Relativamente às outras sociedades com obrigações cotadas ou inseridas em grupos financeiros com acções cotadas, ou sem títulos cotados, mas que se encontram sob a supervisão do Banco de Portugal ou do Instituto de Seguros de Portugal, a obrigatoriedade de apresentação das contas com base nas IFRS vai depender da decisão do Governo e dos respectivos Órgãos de Supervisão. O que, de facto, será desejável é que não haja no mercado dualidade de critérios de apresentação das contas dependendo ou não da existência de títulos cotados. Esta situação, no meu entender, iria prejudicar gravemente a comparabilidade entre as instituições financeiras, a própria credibilidade dos mercados financeiros e o funcionamento transparente a nível de competitividade entre as instituições financeiras e a regulamentação dos sectores financeiros. Adicionalmente, a co-existência de diferen-

tes regimes contabilísticos criaria dificuldades à supervisão do sistema bancário e do sector segurador, visto que implicaria efectuar inúmeros ajustamentos aos dados contabilísticos de base, de modo a tornar comparável a informação de natureza estatutária das instituições.

Por outro lado, a complexidade dos ajustamentos necessários para transformar demonstrações financeiras preparadas em conformidade com o Plano de Contas para o sector bancário e segurador em demonstrações financeiras com base nas IFRS inviabiliza a preparação pontual em cada exercício. É pois necessário dispor de sistemas de informação que permitam registar, mensurar e reportar diariamente as operações decorrentes da actividade das instituições em conformidade com as IFRS.

Quadro 1 - Proposta do Committee of European Securities Regulators (CESR)



A manutenção de dois sistemas contabilísticos consoante os fins a que se destina a informação, originaria custos bastante elevados para as instituições.

Existem diversas situações em que a adopção do referencial IFRS irá provocar alterações muito significativas nos mais importantes agregados contabilísticos das instituições financeiras.

Impacto da norma IFRS 1 nas empresas

No quadro 2 são apresentados os requisitos do primeiro balanço de acordo com as IFRS e respectivo impacto.

Quadro 2

Tratamento contabilístico requerido	Implicações da transição
Reconhecer os activos e passivos requeridos pelas normas específicas das IFRS	As empresas terão de reconhecer activos e passivos adicionais, por exemplo: <ul style="list-style-type: none"> • Responsabilidades de benefícios a empregados • Provisões quando existe uma obrigação legal ou consuetudinária – ex. reconstituição ambiental • Despesas de investigação e desenvolvimento • Instrumentos financeiros e derivados • Activos intangíveis
Desreconhecer os activos e passivos não permitidos pelas normas específicas das IFRS	Alguns activos e passivos reconhecidos de acordo com o GAAP anterior terão de ser desreconhecidos, por exemplo: <ul style="list-style-type: none"> • Provisões quando não existe uma obrigação legal ou construtiva • Despesas de instalação • Activos intangíveis gerados internamente • Custos diferidos
Fazer a re-mensuração de activos e passivos de acordo com as IFRS	<ul style="list-style-type: none"> • Imparidade de trespasses, goodwill e outros activos de longa duração • Activos financeiros mensurados ao seu justo valor • Subsídios reembolsáveis mensurados à taxa zero a justo valor • Imobilizações corpóreas – avaliar a vida útil dos bens • Justo valor vs. custo de aquisição
Classificar todos activos e passivos de acordo com as IFRS	Activos e passivos que podem ser reclassificados incluem: <ul style="list-style-type: none"> • Investimentos de acordo com o IAS 39 • Quaisquer activos ou passivos que tenham sido reciprocamente compensados quando o critério das IFRS para a compensação não é permitido

Isenções para as empresas em IFRS

As empresas terão que decidir sobre as isenções a adoptar, das previstas na IFRS 1 para a preparação do seu balanço inicial de acordo com as IFRS. Existem seis opções de isenção quanto à exigência de tratamento retroactivo completo de aplicação das IFRS (ver quadro 3) abaixo. Podem-se escolher todas as isenções ou só uma, ou nenhuma. Não se pode utilizar qualquer uma das isenções, para outros componentes do balanço ou da demonstração de resultados.

Apesar das isenções terem sido concebidas para se permitir uma transição mais eficiente, a aplicação das isenções não pode ser considerada um tema fácil e, provavelmente, terá impacto nos capitais próprios e resultados futuros, pelo que a gestão de topo deverá decidir a melhor opção a tomar no momento de transição.

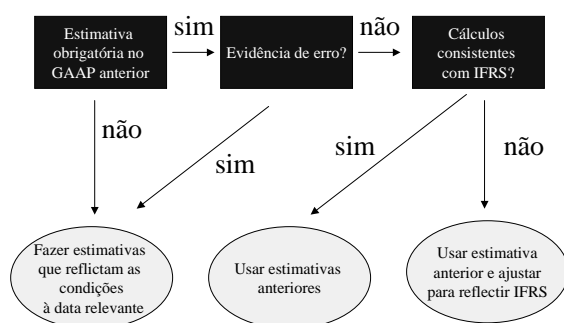
Quadro 3

Isenção	Escolha	Implicações para as empresas
Concentrações empresariais	<p>Todas as concentrações empresariais contabilizadas segundo o GAAP anterior:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ou não se faz qualquer ajustamento à data de transição; • Ou se ajusta todas as transacções antes da data de transição; • Ou se ajusta uma transacção específica, sendo que em tal caso, todas as concentrações empresariais subsequentes devem igualmente ser ajustadas; <p>O <i>Goodwill</i> calculado para efeitos estatutários (PGAAP) transita para as IFRS, excepto quando ao tratamento de activos intangíveis existentes à data de transição, originados no período de pré-aquisição, os quais, se não estiverem de acordo com o IAS 38, devem ser desreconhecidos. Deve-se também fazer um teste de imparidade.</p>	<p>Seleccionar a opção preferida.</p> <p>Em 2005 o <i>goodwill</i> deixa de ser amortizado.</p> <p>Efectuar teste de imparidade ao <i>goodwill</i>.</p> <p>Avaliar os efeitos da inclusão de outras entidades pelo método de consolidação integral.</p>
Justo valor como custo integrante	<p>Para imobilizado corpóreo:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ou usar o custo apurado de acordo com as IFRS; • Ou usar o justo valor à data de transição como custo integrante; • Usar o valor reavaliado até 31 de Dezembro de 2003 como custo de aquisição para efeitos de transição, desde que não haja imparidade. <p>Pode ser usado o valor de reavaliação anterior como valor integrante se o mesmo for comparável ao justo valor dos bens ou se for comparável ao valor que resultaria da aplicação de um índice de preços ao custo original. Esta isenção pode ser aplicada a qualquer grupo da mesma natureza.</p> <p>Esta isenção pode igualmente ser aplicada a activos intangíveis que preencham o critério de reavaliação do IAS 38 e para propriedades de investimento quando o método do custo do IAS 40 é aplicado. A isenção não pode ser usada para outros tipos de activos.</p>	<p>Seleccionar as opções existentes tendo em conta que para o justo valor, a reavaliação em 31 de Dezembro de 2003 irá aumentar amortizações futuras.</p>

Isenção	Escolha	Implicações para as empresas
Benefícios aos empregados	<ul style="list-style-type: none"> Reconhecimento dos ganhos e perdas actuariais, previstos no IAS 19 retrospectivamente ou prospectivamente. Se for aplicada esta isenção, devem ser considerados todos os planos de benefícios definidos. Anular os ganhos ou perdas actuariais diferidos à data de transição. <p>Alternativamente deve-se aplicar o IAS 19 retroactivamente e calcular o montante de ganhos e perdas actuariais e registar em balanço de acordo com o Normativo em vigor.</p>	<p>Avaliar as opções a tomar.</p> <p>Preparar cálculos actuariais de forma a tomar uma decisão fundamentada.</p>
Ajustamento cumulativo de conversão	O ajustamento cumulativo de conversão pode ser anulado. Se adoptada esta isenção deve ser aplicada a todas as filiais.	Anulação das diferenças de conversão cambial cumulativas.
Instrumentos financeiros compostos	Não é necessário identificar os dois elementos de um instrumento financeiro composto se o componente de passivo não existir à data da transição.	
Data de adopção para filiais	Uma filial que adopta as IFRS em data diferente da empresa mãe pode optar por calcular os seus valores de acordo com as IFRS, ou usar os montantes dos seus activos e passivos incluídos nas demonstrações financeiras consolidadas da mãe. Esta isenção também é aplicável a associadas e a empreendimentos conjuntos.	Nas contas individuais depende de legislação nacional. Contudo, nas contas individuais, os Grupos deverão adoptar os mesmos critérios das IFRS, desde que os mesmos sejam compatíveis com o POC.

Estimativas

Os requisitos do IFRS 1 quanto a estimativas estão resumidos no gráfico em baixo:



Informação corrente não pode ser usada para rever estimativas passadas!

Proposta do Conselho Geral da Comissão de Normalização Contabilística

O projecto de linhas de orientação para um novo modelo de normalização contabilística foi aprovado pelo Conselho Geral da Comissão de Normalização Contabilística em 15 de Janeiro de 2003, tendo sido submetido à apreciação do Governo. Neste documento, a CNC advoga a existência de dois níveis da normalização contabilística, embora subordinados a uma única estrutura conceptual (EC):

1º nível – dirigido a entidades de maior dimensão, sendo obrigatória a EC, IFRS, SIC/IFRI e notas anexas adicionais, que venham a ser exigidas pela legislação nacional.

2º nível – dirigido às entidades que não sejam enquadradas no 1º nível, sendo obrigatória a EC, normativo de carácter geral (designadamente os actuais capítulos 1 a 5 e 13 do POC, após processo de revisão e actualização), normas contabilísticas e de relato financeiro (adaptação das IFRS às entidades de menor dimensão), normas interpretativas.

2005: a recta final

A credibilidade da contabilidade está em jogo: são várias as suas limitações, os gestores sentem-se pressionados como nunca a “produzir” resultados e a economia global não se compadece com diferentes “contabilidades”. É, assim, vital a reformulação do nosso normativo contabilístico por um normativo que seja reconhecido internacionalmente, que privilegie as necessidades de informação dos diversos utentes da informação, estabelecendo um maior rigor e comparabilidade nas políticas seguidas e na sua divulgação.

Não podemos correr o risco, nem será viável do ponto de vista dos mercados financeiros, que em 2005 sejam apresentadas demonstrações financeiras consolidadas preparadas com base nas IFRS para efeitos dos mercados de capitais, enquanto que para efeitos de supervisão e de aprovação de contas sejam preparadas de acordo com as normas do Banco de Portugal e/ou do Instituto de Seguros de Portugal, assim como o duplo *reporting* para as Instituições financeiras consoante a existência ou não de acções cotadas, de obrigações, ou até sem quaisquer títulos cotados.

Sob pena de criarmos um factor adicional de marginalização do mercado de capitais nacional, é urgente que o Governo, o Banco de Portugal, o Instituto de Seguros de Portugal, a CMVM, as Instituições Financeiras e os Auditores iniciem um diálogo aberto sobre o processo de transição para as IFRS de forma a que o mesmo se torne corrente, relevante, transparente e seja, de facto, um instrumento que vitalize a credibilidade e a globalização do nosso mercado de capitais.

O nível de sofisticação associado à preparação das contas IFRS terá inevitáveis custos para as empresas. Em larga medida a compensação virá pelo acréscimo da credibilidade associado à informação financeira e, conseqüentemente, pelo potencial acesso a um leque mais vasto de investidores. Contudo, é também obrigação dos reguladores e do Estado zelar pela criação de condições que potenciem a competitividade das empresas e, em particular, pela eliminação de exigências que o decurso do tempo e/ou as alterações das circunstâncias, tornaram redundantes ou de todo desnecessárias.

AS INICIATIVAS EUROPEIAS NO ÂMBITO DA ANÁLISE FINANCEIRA

MIGUEL COELHO*

1- Introdução

A análise financeira (*research*) tem sido profusamente debatida nestes últimos anos, fruto, em grande medida, dos conflitos de interesses associados à actividade e que serviram para aumentar a desconfiança dos investidores no mercado financeiro, com consequente efeito no comportamento dos mercados accionistas.

Atentas a estas questões, as autoridades de supervisão de diversas jurisdições entenderam levar a cabo um conjunto de iniciativas com o objectivo de reduzir os potenciais conflitos de interesses associados à actividade e, desta forma, fomentar a integridade e transparência do mercado, visando simultaneamente assegurar a protecção dos investidores.

De entre as iniciativas promovidas um pouco por todo o mundo, destaca-se o trabalho levado a cabo pela CMVM e que culminou com a emissão, em Dezembro de 2001, de um conjunto de “recomendações sobre relatórios de análise financeira”.

Paralelamente, registou-se um movimento de cooperação das diversas entidades de supervisão, as quais, reunidas sob a égide da IOSCO, analisaram a actividade de análises financeira num contexto global, visando encontrar um conjunto de soluções comuns para minimizar, e se possível eliminar, os conflitos de interesses associados ao exercício da actividade, em particular aqueles que se colocam aos denominados analistas do *sell-side*. Das diversas reflexões realizadas no seio da IOSCO, resultou um documento, divulgado em Setembro de 2003, no qual são apresentadas algumas das medidas entendidas como essenciais para a prossecução dos objectivos supra mencionados.

Por forma a encontrar uma resposta europeia a esta temática, a Comissão Europeia criou em Novembro de 2002 um grupo de trabalho com o objectivo de analisar e avaliar o regime regulatório aplicável aos analistas financeiros, bem como suas práticas, “*with a view to recommending optimal regulatory and best practice options within an integrated European capital market*”. Paralelamente, a Comissão Europeia, e após consulta ao CESR (*Committee of European Securities Regulators*), aprovou uma Directiva com vista à implementação da Directiva 2003/6/EC do Parlamento Europeu e do Conselho de 28 de Janeiro de 2003 relativa à apresentação de recomendações de investimento e divulgação de conflitos de interesses (Directiva do *Market Abuse*)¹.

Por fim, refira-se a proposta da Comissão Europeia relativa à revisão da Directiva dos Serviços de Investimento na qual se inclui a actividade de “*Investment research and financial analysis or other forms of general recommendation relating to transactions in financial instruments*” como serviço auxiliar de investimento.

No presente documento pretende-se sintetizar as principais linhas orientadoras das recentes iniciativas levadas a cabo no seio da União Europeia. Atente-se no entanto que esta análise se encontra parcialmente datada², uma vez que se baseia em alguns documentos ainda preliminares, pelo que susceptíveis de profundas alterações até à sua apresentação pública final.

* Economista do Gabinete de Estudos da CMVM

1- Directiva da Comissão 2003/125/EC de 22 de Dezembro de 2003 (Jornal Oficial L339, 24/12/2003 P.0073-0077).

2- Este documento foi concluído em Janeiro de 2004.

2- As Iniciativas Europeias

O grupo de trabalho criada pela Comissão Europeia em Novembro de 2002 – *Forum Group* – teve como principal objectivo identificar um conjunto de princípios orientadores da conduta e do comportamento ético dos analistas financeiros e de outros responsáveis pela produção de “*investment research*”³. Ou seja, toda a informação financeira produzida por analistas financeiros, quer sejam analistas do “*buy-side*”⁴, “*sell-side*”⁵ ou independentes⁶, deverão respeitar os princípios propostos pelo *Forum Group*, o que significa que o seu âmbito de aplicação é claramente mais vasto do que os propostos pela IOSCO⁷, mas ainda assim mais limitado do que o âmbito da Directiva 2003/125/EC da Comissão Europeia⁸.

Importa ainda referir que as propostas apresentadas pelo *Forum Group* correspondem, fundamentalmente, a uma “visão da indústria” sobre a matéria. Isto é, nas propostas apresentadas está reflectida uma visão claramente mais auto-regulatória do que, por exemplo, a adoptada pela IOSCO no seu Documento de 25 de Setembro.

Ainda assim, o *Forum Group* entende que i) os princípios propostos devem ser implementados numa perspectiva pan-europeia⁹, ii) devendo-se evitar qualquer tipo de legislação ou regulação prescritiva que possa causar ineficiência de mercado, com inevitáveis efeitos ao nível da competitividade do mercado de capitais europeu.

Os princípios propostos pelo *Forum Group* são os seguintes:

- a) Clareza: o *research* deve ser correcto, claro e não induzir em erro – Princípio 1.
- b) Competência, conduta e integridade pessoal: o *research* deve ser produzido por analistas competentes com conhecimentos, diligência, cuidado e integridade e deve reflectir a opinião do seu autor – Princípio 2.
- c) Integridade e transparência do mercado: o *research* deve ser distribuído tendo em conta as diferentes categorias de destinatários e a necessidade de manter a integridade do mercado – Princípio 3.
- d) Prevenção, limitação e gestão de conflitos de interesses: a instituição para a qual o analista trabalha deve implementar sistemas e mecanismos de controlo para identificar, evitar, prevenir ou gerir os conflitos de interesses – Princípio 4.
- e) *Disclosure*: os conflitos de interesses, quer os do analista, quer os da instituição para a qual trabalha, a existirem, devem ser divulgados – Princípio 5.

3- De acordo com o Forum Group “the term “*investment firm*” can cover a variety of products whose primary objective is to provide analysis and recommendations to assist in taking of decisions”.

4- Trabalham normalmente para fundos de investimento, “*hedge funds*” ou fundos de pensões que compram e vendem acções em nome próprio ou de outrem. Os analistas do “*buy-side*” aconselham os seus empregadores acerca das acções que devem comprar ou vender e o seu *research* é normalmente distribuído apenas ao seu empregador. Para o analista do “*buy-side*” o sucesso/insucesso é função do sucesso/insucesso da sua análise. Isto significa que os seus interesses estão normalmente alinhados com os interesses daqueles para quem trabalham.

5- Tipicamente trabalham no departamento de *research* de intermediários financeiros (IF’s) que desempenham diversas actividades (i.e. banca comercial, banca de investimento, etc.).

Os relatórios de *research* produzidos são distribuídos aos clientes do IF e, por norma, incluem uma recomendação (compra, venda, manter) e um *price target* (i.e. perspectiva de evolução do preço da acção). Atendendo ao facto de existir um impacto estatisticamente significativo das recomendações de investimento no preço das acções, e considerando que os analistas do “*sell-side*” desenvolvem outras funções para além da produção de relatórios (trabalham em IF’s com relações comerciais com emitentes alvo de *research*; podem deter directa ou indirectamente activos dos emitentes alvo de análise; etc.), os conflitos de interesses resultantes do exercício da actividade são significativos.

6- Trabalham para entidades que se dedicam exclusivamente à actividade de análise financeira, vendendo o seu trabalho a IF’s ou a investidores institucionais (i.e. fundos de investimento, fundos de pensões etc.). Uma vez que o *research* é vendido, constituindo a sua única fonte de receita, o analista independente tem um forte incentivo a produzir uma análise objectiva para o subscritor do seu produto de *research*.

7- A IOSCO (International Organization of Securities Commission) apresentou em 25 de Setembro um conjunto “*Principles to guide securities regulators and others in addressing the conflicts of interest securities analysts may face*”. Este documento está orientado, fundamentalmente, para os analistas do “*sell-side*”.

8- De acordo com a Directiva, a informação produzida “*by persons other than persons referred to in a) (i.e. analistas financeiros) which directly recommends a particular investment decision in respect of a financial instrument*” é também considerada no âmbito de aplicação da referida Directiva.

9- Traduzida em alterações ao enquadramento legal ou na cooperação entre entidades reguladoras e de supervisão.

Associado a estes Princípios, existe um conjunto de recomendações que importa enumerar^{10,11}. Em primeiro lugar, e relativamente à clareza do relatório de *research* (Princípio 1), as recomendações do *Forum Group* dirigem-se fundamentalmente aos departamentos de banca de investimento dos intermediários que produzem relatórios, bem como aos emitentes alvo de recomendações, no sentido de não influenciarem a opinião dos analistas^{12,13}. Ainda assim, sugere-se que os contactos entre emitentes e analistas sejam aprofundados (proibindo-se que o emittente escolha os analistas a quem divulga a informação financeira)¹⁴ e que os emitentes possam rever (do ponto de vista factual) os relatórios de *research* antes dos mesmos serem publicados¹⁵, sendo este tipo de relação enquadrada por uma espécie de “*best practice codes*” (definido pelo emitente)¹⁶. Refira-se que o *Forum Group* coloca a possibilidade de se exigir aos emitentes, e como critério de admissão à negociação, a existência do supramencionado “*best practice code*”¹⁷.

Saliente-se que a simples elaboração, por parte dos emitentes, de um conjunto de regras que cubram as relações com os analistas não garante, per si, que o *research* seja “*fair, clear and not misleading*”. Com efeito, para que tal acontecesse importaria que as regras a definir pelos emitentes assentassem num conjunto de princípios mínimos, os quais deveriam ser definidos pela autoridade de supervisão.

Quanto à competência, conduta e integridade pessoal do analista financeiro (Princípio 2), o *Forum Group* entende que a implementação deste princípio só será conseguida se os analistas tiverem princípios éticos elevados¹⁸, bem como uma formação contínua adequada¹⁹. Acresce ainda que concorre para a concretização deste princípio, a adequação dos procedimentos internos adoptados pelos intermediários financeiros (IF's) às exigências impostas, quer pelas autoridades de supervisão, quer pela indústria e associações de classe^{20,21}.

Atente-se, no entanto, que as propostas defendidas pelo *Forum Group* se apresentam demasiado vagas, pelo que importaria uma maior concretização das mesmas. Neste contexto recorde-se as propostas da IOSCO, nomeadamente a que se refere à proibição de exercício da actividade por parte de indivíduos com registo criminal, ou ainda a imposição de divulgação das credenciais profissionais do analista no relatório de *research*. Para além disso, e ainda que a competência do analista não possa ser avaliada exclusivamente pelo grau de sucesso das suas recomendações de investimento, e tendo em consideração que as metodologias de análise da performance das recomendações de investimento ainda apresentam fortes limitações, considere-se essencial que o analista revele nos relatórios de *research* as suas opiniões passadas sobre o emitente alvo de análise para que o investidor possa avaliar a coerência das recomendações apresentadas²².

10- A lógica de construção do Documento da *Forum Group* é semelhante à observada no Documento da IOSCO. Isto é, associado aos princípios, existe um conjunto de recomendação (medidas) relativas ao funcionamento de um conjunto de aspectos distintos da actividade de *research*, e que aplicadas permitem a concretização dos referidos princípios. Ainda assim, importa referir que no Documento da IOSCO existem dois níveis de recomendações. As “*Core measures*”, correspondem a medidas que, pelo seu carácter, podem e devem ser aplicadas em todas as jurisdições. As “*Other measures*” correspondem a medidas que, pelo seu carácter mais exigente, terão aplicação facultativa.

11- Refira-se que o documento do *Forum Group* foi sujeito a um processo de consulta pública. Os resultados dessa consulta parecem dar suporte à generalidade das recomendações apresentadas, ainda que não exista um consenso claro relativamente aos mecanismos de implementação das mesmas (regulação *versus* auto-regulação).

12- Recomendação 1: “*Integrated firms should put in place mechanisms preventing the capacity of a firm’s Investment Banking department, its staff, or a firm’s management from influencing research recommendations improperly*”.

13- Recomendação 2: “*Companies should not seek to influence an analyst’s recommendation or engage in retaliatory action in the event of an unfavourable assessment*”.

14- Recomendação 4: “*Companies should encourage and not restrict the attendance of analysts at financial information meetings organised in connection with an offering (for example by making attendance conditional on agreement not to publish or to submit research for review by the issuer), nor discriminate in terms of provision of information to analysts*”.

15- Recomendação 3: “*Companies should be permitted, at the discretion of the research analyst (other than in the case of corporate finance transactions subject to their own set of rules) to review research before publication for factual accuracy, but in no case should companies be informed of the recommendation or valuation*”.

16- Recomendação 5: “*Companies should develop their own governance rules covering relations with analysts*”.

17- Recomendação 6: “*Listing authorities should consider making adherence to issuer best practice codes a listing requirement*”.

18- Recomendação 7: “*Research analysts should adhere to the highest ethical standards*”.

19- Recomendação 8: “*Analysts should receive on-going training in market practice and in relevant regional laws and regulation*”.

20- Recomendação 9: “*Integrated firms should review their internal procedures regularly to ensure compliance with relevant regulatory requirements and with ethical principles set out by relevant professional and industry bodies and to ensure consistency with this report’s recommendations*”.

21- Ver ainda Recomendação 1, 2 e 3.

22- Recorde-se a este propósito a recomendação da IOSCO para que os “*analysts to disclose a comparison of the target price forecasted in the past versus the actual price of a covered security over a period of time from the date of the forecast*”.

Aliás, a Directiva 2003/125/CE da Comissão aponta para esta necessidade, quando na alínea f) do n.º1 do artigo 4º se afirma que “*where a recommendation differs from a recommendation concerning the same financial instrument or issuer, issued during the 12-month period immediately preceding its release, this change and the date of the earlier recommendation are indicated clearly and prominently*”.

Refira-se que a concretização do Princípio 2 (competência, conduta e integridade pessoal do analista financeiro) dificilmente será conseguida sem que as autoridades de supervisão tenham um conhecimento efectivo dos analistas financeiros responsáveis pela elaboração dos relatórios de *research*. Esta aliás, parece ser a opinião de um número significativos de agentes do mercado (i.e. analistas, IF's e entidades de supervisão), conforme ficou expresso no processo de consulta pública ao documento do *Forum Group*. De facto, cerca de 30% dos respondentes são favoráveis a um registo obrigatório dos analistas, o qual deverá estar ligado a um determinado conjunto de habilitações²³.

De acordo com o Princípio 3, o *research* deve ser distribuído tendo em conta as diferentes categorias de destinatários e a necessidade de manter a integridade do mercado. Para tal o *Forum Group* propõe que, no respeito dos requisitos legais relativamente à divulgação de informação sensível, seja assegurado que o *research* seja exclusivamente distribuído aos destinatários para os quais foi efectivamente produzido²⁴. Por outro lado, e com o objectivo

de evitar os problemas resultantes da informação assimétrica, sempre que o *research* tenha como destinatário, simultaneamente, os investidores institucionais e os pequenos investidores, que seja revelado o *timing* de divulgação do referido *research*²⁵.

Saliente-se, no entanto, que os problemas de assimetria de informação não poderão ser completamente anulados sem que pelo menos seja incluído nos relatórios de *research* a data de produção e de publicação dos mesmos, bem como o período temporal a que as recomendações incluídas no relatório se referem. Para além disso, não é feita qualquer referência à divulgação pública dos processos de disseminação dos relatórios de *research*, procedimento que adoptado, permitiria reduzir claramente a existência de comportamentos *ad-hoc* e, consequentemente, a possibilidade dos analistas encobrirem eventuais conflitos de interesses.

A este propósito importa salientar que a Directiva 2003/125/EC parece ser mais abrangente, indo claramente ao encontro de grande parte das propostas feitas sobre esta matéria pela IOSCO. De entre os aspectos que importa destacar, refira-se a importância dada i) à apresentação no relatório de *research* dos aspectos metodológicos relevantes (distinção entre factos e interpretações; identificação das fontes; identificação dos métodos de valorização; clarificação dos conceitos utilizados, datas de produção e divulgação do relatório, etc.)²⁶, ao ii) processo de disseminação dos relatórios de

23- Alguns dos respondentes apontam ainda para a necessidade dos analistas possuírem um “passaporte europeu” caso pretendam ver os seus relatórios disseminados em toda a União Europeia.

24- Recomendação 10: “*While respecting all legal requirements on selective disclosure of market sensitive information, disseminators of research should take reasonable care to ensure that research is not distributed to investors other than the intended audience and that market integrity is not compromised*”.

25- Recomendação 11: “*Producers of research who target both retail and institutional investors should disclose any earlier publication targeting institutional investors*”.

26- De acordo com o N.º1 do artigo 3º da Directiva 2003/125/EC da Comissão Europeia: “*Member States shall ensure there is appropriate regulation to ensure that all relevant persons take reasonable care to ensure that:*

a) acts are clearly distinguished from interpretations, estimations, opinions and other types of non-factual information;

b) all sources are reliable or, where there is any doubt as to whether a source is reliable, this is clearly indicated;

c) all projections, forecasts and price targets are clearly labeled as such and that material assumptions made in producing or using them are indicated”.

Neste contexto, o N.º1 do artigo 4º da supramencionada Directiva, prevê que: “*In addition to the obligations laid down in Article 3, where the relevant person is an independent analyst, an investment firm, a credit institution, any related legal person, any other relevant person whose main business is to produce recommendations, or a natural person working for them under a contract of employment or otherwise, Member States shall ensure that there is appropriate regulation in place to ensure that person to take reasonable care to ensure that at least:*

(a) all substantially material sources are indicated, as appropriate, including the relevant issuer, together with the fact whether the recommendation has been disclosed to that issuer and amended following this disclosure before its dissemination;

(b) any basis of valuation or methodology used to evaluate a financial instrument or an issuer of a financial instrument, or to set a price target for a financial instrument, is adequately summarised;

(c) the meaning of any recommendation made, such as buy, sell or hold, which may include the time horizon of the investment to which the recommendation relates, is adequately explained and any appropriate risk warning, including a sensitivity analysis of the relevant assumptions, indicated;

*research*²⁷, bem como à iii) divulgação de previsões/recomendações anteriormente realizadas²⁸.

No que respeita à redução, prevenção e gestão de conflitos de interesses (Princípio 4), o *Forum Group* recomenda aos IF's que identifiquem claramente os conflitos de interesses entre a banca de investimento e os departamentos de *research*, adoptando as medidas necessárias para os evitar, reduzir ou gerir adequadamente²⁹, cabendo às entidades de supervisão assegurar que os procedimentos adoptados pelo IF são adequados e efectivos³⁰.

A opção de deixar ao critério do IF a identificação dos conflitos de interesses relevantes, exigindo, simultaneamente, que a entidade de supervisão avalie os procedimentos adoptados relativamente a esses mesmos conflitos, apresenta-se em nosso entender como processo pouco adequado. Com efeito, sendo certo que existe um incentivo para que o IF minimize os conflitos de interesses existentes, corre-se o risco de a entidade de supervisão, ao validar os procedimentos adoptados, estar a legitimar todo um procedimento de controlo de conflitos de interesses que, pela sua abrangência (definida pelo próprio IF), se apresenta insuficiente³¹.

Um outro aspecto que releva das propostas do *Forum Group* tem a ver com o processo de

relatório e exercício de actividades por parte do analista. Assim, recomenda-se que a área de *research* nunca deve reportar directamente à área de banca de investimento³²; que os analistas só devem realizar, por exemplo, trabalhos na área da banca de investimento em circunstâncias muito particulares e com o acordo do departamento jurídico e de *research*³³; e sempre que os analistas exerçam actividades na área da banca de investimento, sejam tomadas medidas que assegurem, nomeadamente, o acesso do analista a informação não pública e sensível³⁴.

Refira-se que nas recomendações não existe qualquer referência à possibilidade dos analistas poderem exercer actividades de marketing junto dos investidores, com o intuito de promover a “venda” de valores mobiliários, nem tampouco sobre o consequente impacto deste tipo de actividade no grau de independência das recomendações produzidas e na própria credibilidade dos analistas³⁵.

Ainda no âmbito da redução, prevenção e gestão de conflitos de interesses, o *Forum Group* recomenda que sempre que o analista tenha informação não pública (*price sensitive*), e que venha reflectida no relatório de *research*, não deverá publicar o dito relatório até ao momento em que essa mesma informação se torne do domínio público^{36,37}. Por outro lado, são propostos ainda “*quiet periods*” nas situações em que

27- Alínea d) e e) do N.º1 do artigo 4 da Directiva 2003/125/EC da Comissão Europeia:

d) “reference is made to the planned frequency, if any, of updates of the recommendation and to any major changes in the coverage policy previously announced;

e) the date at which the recommendation was first released for distribution is indicated clearly and prominently, as well as the relevant date and time for any financial instrument price mentioned.”

28- Recorde-se algumas das propostas da IOSCO sobre esta matéria:

“Requiring analysts to disclose a breakdown comparison (in percentage or proportion terms) of the number of the different types of recommendations (e.g., “buy”, “hold”, or “sell”).

“Requiring analysts to disclose a comparison of the target price forecasted in the past versus the actual price of a covered security over a period of time from the date of the forecast”.

29- Recomendação 12: “Consistent with either agreed or proposed Community legislation (including the Market Abuse and Investment Services Directives and relevant implementing measures), integrated firms must identify conflicts of interest between investment banking and research departments and, as appropriate, avoid, prevent, manage, disclose, record and monitor such conflicts.”

30- Recomendação 13: “Regulators should ensure that integrated firms’ internal procedures for managing conflicts of interest are adequate and effective; and properly implemented and adhered to”.

31- Em contraposição a esta visão europeia de alguma flexibilidade relativamente à avaliação das “melhores práticas”, existe uma visão mais anglo-saxónica de “*check-list*” que ainda assim parece a mais adequada face à complexidade da matéria.

32- Recomendação 14: “Integrated firms should ensure that they have in place effective and appropriate procedures to control the flow of information between investment banking and research departments, and that the analysts, including research management, should never report directly or indirectly to investment banking”.

33- Recomendação 15: “Integrated firms should bring analysts “over the [Chinese] wall” only in specific circumstances, documented and agreed by the Compliance and Research departments”.

34- Recomendação 16: “Where analysts are involved in investment banking business and are producing published research, strict controls should be in place, in particular to prevent or control the flow of non-public, sensitive information to the analyst”.

35- Se o analista exerce actividades de *marketing* do “produto” que analisa, dificilmente emitirá opinião desfavorável sobre o mesmo, com consequente impacto ao nível da integridade do mercado. Por outro lado, assumindo funções na área do *marketing*, o investidor pode considerar que os relatórios de *research* produzidos pelo analista são simples produtos de *marketing*. Neste caso, o analista poderá ser o elemento mais prejudicado a médio e longo prazo uma vez que a descredibilização da actividade tem como consequência a atribuição de um menor valor à mesma, o que significa menores remunerações no futuro.

36- Recomendação 17: “Where an analyst has access to non-public market sensitive information, she/he should not subsequently publish or otherwise disseminate research, recommendations or opinions on the subject company to investment clients unless and until any non-public information with which she/he has been provided is in the public domain”.

37- Esta recomendação é relativamente redundante uma vez que já está prevista pela generalidade das entidades de supervisão no âmbito da utilização de informação privilegiada (a este propósito, recorde-se o n.º 2 do art.º 378 do CVM).

o analista está envolvido numa Oferta Pública de Venda³⁸ (por forma a garantir que o Prospecto seja o documento essencial no qual os investidores baseiam a sua decisão de investimento)³⁹, sendo no entanto possível que, de acordo com determinadas circunstâncias, esse “*quiet period*” seja levantado (nomeadamente quando surge informação materialmente relevante)⁴⁰.

O *Forum Group* recomenda ainda que seja limitada a possibilidade do analista deter acções dos emitentes que analisam (ou do mesmo sector de actividade) ou, em alternativa, que sejam implementados procedimentos, adentro do IF, que permitam monitorizar essas transacções⁴¹. Acresce que os IF's não deverão ligar a remuneração do analista a qualquer negócio específico realizado pelo IF⁴², nem tampouco o departamento de banca de investimento deverá determinar o valor da remuneração do analista⁴³.

Por fim, e no que respeita ao *disclosure* dos conflitos de interesses (Princípio 5), o *Forum Group* recomenda que se um IF participante num sindicato bancário envolvido numa OPV divulga relatórios de *research* sobre o emitente dessa operação, insira no mesmo relatório informação clara sobre as relações comerciais existentes^{44,45}.

Sobre a questão do *disclosure* importa referir que as propostas do *Forum Group* se apresentam, em nosso entender, claramente aquém do desejável. De facto, entende-se como necessário que o processo de divulgação de conflitos de interesses passe, nomeadamente, pela divulga-

ção, em sede de relatório de *research*, dos eventuais interesses que o IF possui no emitente alvo de análise (ou dos interesses que o segundo possui no primeiro), mesmo em situações que não as da OPV, bem como os interesses que o analista (ou seus familiares) detêm no referido emitente⁴⁶.

Já a proposta de implementação da Directiva 2003/6/EC consubstancia uma maior atenção a este tipo de questões. Com efeito, e de acordo com o artigo 5º e artigo 6º da referida Directiva, propõe-se que todo e qualquer interesse ou conflito de interesses relacionado com as recomendações de investimento emitidas pelo analista⁴⁷, sejam expressamente divulgadas. Estes deveres aplicam-se, não só aos responsáveis pela elaboração dos relatórios, mas também àqueles que os divulgam⁴⁸.

3- Conclusões

As questões relativas à análise financeira e recomendações de investimento têm merecido nos últimos anos uma especial atenção das entidades de supervisão.

Em resultado disto, surgiram diversas iniciativas regulamentares, quer na Europa, quer nos Estados Unidos, com o objectivo de responder aos principais problemas associados ao exercício da actividade de *research*.

Por outro lado, e uma vez que a análise financeira se apresenta como actividade claramente

38- Recomendação 18: “*Research produced by selling syndicate analysts should be subject to a quiet period immediately after an offering has been priced. Quiet periods should be uniform throughout the EU*”.

39- Saliente-se que a legislação americana impõe um “*quiet period*” de 40 dias no caso das IPO's e 10 dias nas restantes OPV's.

40- Recomendação 19: “*Quiet periods may be waived in certain specific circumstances, in a manner compatible with the Prospectus Directive, to facilitate the discussion of specific material developments that may occur during the offering period and its immediate aftermath*”.

41- Recomendação 21: “*Either (a) analysts ('covered employees') and connected persons should not own securities in sectors on which they are producing research; or (b) where analysts or connected persons are permitted to trade or acquire such securities, other than through a managed portfolio or mutual fund, their employers should have in place effective written policies covering such activities, and monitoring and enforcement procedures, to be notified to all covered employees*”.

42- Recomendação 22: “*Integrated firms should not link analyst remuneration to individual investment banking or other banking transactions. Consideration should be given to the objective measurement of research-related performance*”.

43- Recomendação 23: “*Investment banking departments should have no involvement in determining analysts' remuneration*”.

44- Recomendação 24: “*Any research distributed by integrated firms that are selling syndicate members, either prior to an offering or during the quiet period after an offering has been priced, must include prominent disclosures of relevant investment banking relationships; and should not contain recommendations or price targets unless previously published*”.

45- Ver ainda Recomendação 11 e 12.

46- Recorde-se que no N.º1, artigo 6 da Directiva 2003/125/EC é exigida a divulgação da seguinte informação:

a) “*major shareholdings that exist between the relevant person or any related legal person on the one hand and the issuer on the other hand. These major shareholdings include at least the following instances:*

- *when shareholdings exceeding 5% of the total issued share capital in the issuer are held by the relevant person or any related legal person, or*

- *when shareholdings exceeding 5% of the total issued share capital of the relevant person or any related legal person are held by the issuer;*

Members States may provide for lower thresholds than the 5% threshold as provided for in these two instances”.

47- Os conflitos de interesses abrangidos passam, nomeadamente, pela detenção directa de interesses no emitente analisado, até à existência de eventuais acordos comerciais entre emitente e analista/IF, passando pela existência de acordos relativamente à própria elaboração das recomendações.

48- Saliente-se que na proposta apresentada, os jornalistas estão excluídos desta obrigação desde que estes estejam sujeitos a um mecanismo de auto-regulação que produza efeitos semelhantes.

“globalizada”, entidades como a IOSCO e a Comissão Europeia resolveram tomar algumas iniciativas sobre esta matéria.

Neste contexto, importa destacar as recomendações do *Forum Group à European Commission Services* (ECS), a Directiva 2003/125/EC da Comissão e a proposta da Comissão relativa à Directiva dos Serviços de Investimento (DSI).

Estes três trabalhos, ainda que distintos pela sua natureza⁴⁹, procuram “orientar” o comportamento de produtores e divulgadores de informação financeira, em particular quando esta se consubstancia em relatórios de *research* e recomendações de investimento.

Saliente-se que apesar de algumas das matérias relevantes não terem sido exploradas, quer pelo *Forum Group*, quer ainda pela Comissão Europeia através da Directiva do *Market Abuse*, entende-se que as propostas apresentadas se articulam claramente com os princípios defendidos pela IOSCO, dada a natureza não conflictuante dos documentos apresentados, pelo que a sua implementação poderá contribuir para a tão necessária credibilização da actividade.

Bibliografia

CMVM (2001), “Recomendações da CMVM sobre relatórios de análise financeira”.

Comissão Europeia (2003), “Proposta de revisão da Directiva dos Serviços de Investimento”.

Comissão Europeia (2004), “*Synthesis of Responses to the Consultation Carried out by the European Commission on the Report of the Forum Group on Financial Analysts*”.

European Securities Committee (2003), “*Commission draft proposal for a Directive implementing article 6 paragraph 5 of the European parliament and Council Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation (Market Abuse), Working document 23/2003 (Final Version)*”.

Forum Group (2003), “*Financial Analysts: Best practices in an integrated European financial market*”, *Recommendations from the Forum Group to the European Commission services*.

IOSCO (2003), “*IOSCO statement of principles for addressing sell-side*”.

49- O trabalho do *Forum Group* privilegia uma orientação mais auto-regulatória, enquanto as Directivas se baseiam em ópticas mais regulatórias.

JURISPRUDÊNCIA ANOTADA

**AS TAXAS E AS ENTIDADES ADMINISTRATIVAS
INDEPENDENTES**

AS TAXAS E AS AUTORIDADES ADMINISTRATIVAS INDEPENDENTES

ANOTAÇÃO AO ACÓRDÃO DO TRIBUNAL CONSTITUCIONAL
N.º 115/02, DE 12 DE MARÇO DE 2002

CLARA RAINHO*

I. O ACÓRDÃO DO TRIBUNAL CONSTITUCIONAL

“Acordam, em plenário, no Tribunal Constitucional”

I

(...) A, impugnou junto do Tribunal Tributário de 1ª Instância do Porto a liquidação de emolumentos relativos à celebração de escritura pública de constituição de propriedade horizontal e de compra e venda de imóveis, na parte em que debita à impugnante a quantia de 9.492.000\$00, a título de "acréscimo de emolumento sobre os actos de valor determinado", nos termos do artigo 5º da Tabela de Emolumentos Notariais, na redacção do Decreto-Lei nº 397/83, de 2 de Novembro. (...)

II

1- O presente recurso tem como objecto a norma constante do artigo 5º da Tabela de Emolumentos do Notariado, aprovada pelo Decreto-Lei nº 397/83, de 2 de Novembro, que se encontrava em vigor no momento da liquidação e a qual foi efectivamente aplicada.

A disposição em causa segue-se a uma outra (o artigo 4º), onde se estabelecem valores emolumentares fixos para os actos notariais.

O artigo 5º tem o seguinte teor:

Artigo 5º

Se o acto que constitui objecto da escritura for de valor determinado, aos emolumentos previstos no artigo anterior acrescem, sobre o valor

total do acto, por cada 100\$ ou fracção:

- a) Até 200000\$.....10\$00
- b) De 200 000\$ a 1 000 000\$..... 5\$00
- c) De 1000 000\$ a 10 000 000\$.....4\$00
- d) Acima de 10 000 000\$,
sobre o excedente.....3\$00

2 - O problema de constitucionalidade suscitado reside na alegada violação, pelo artigo 5º da mencionada Tabela, do nº 2 do artigo 106º da Constituição (correspondente ao artigo 103º, na redacção resultante da Revisão Constitucional aprovada pela Lei Constitucional nº 1/97, de 20 de Setembro) e da alínea i) do nº 1 do artigo 168º do mesmo texto (hoje, artigo 165º).

Das duas normas constitucionais citadas decorre a consagração do princípio da legalidade fiscal, quer na sua dimensão de reserva material de lei – directamente assente no nº 2 do artigo 106º –, quer na dimensão da reserva (relativa) de lei da Assembleia da República [alínea i) do nº 1 do artigo 168º], sendo certo que, neste recurso, está fundamentalmente em causa a circunstância de o artigo 5º da Tabela em referência constar de decreto-lei não precedido de autorização legislativa.

O texto constitucional em consideração – ou seja, a versão anterior à IV Revisão Constitucional – integrava a matéria relativa à criação de impostos e sistema fiscal na área da reserva relativa da competência legislativa parlamentar, mas já aí não inseria a respeitante ao regime geral das taxas, como passou a estar incluída após a revisão de 1997.

* Jurista do Departamento de Assuntos Jurídicos e Contencioso da CMVM

Deste modo, indagar da eventual incompatibilidade com a Constituição da norma que constitui o objecto deste recurso exige averiguar se o tributo nela previsto deve ser tratado como uma taxa ou como um imposto, tendo em conta a teleologia constitucional.

3.1- O Tribunal Constitucional já por diversas vezes foi chamado a pronunciar-se sobre o problema da distinção constitucional entre imposto e taxa.

O critério básico de diferenciação com que tem operado consiste na unilateralidade ou bilateralidade dos tributos: enquanto o imposto tem estrutura unilateral, a taxa caracteriza-se pelo seu carácter bilateral e sinalagmático.

Assim, a estrutura das taxas supõe a existência de uma correspectividade entre a prestação pecuniária a pagar e a prestação de um serviço pelo Estado ou por outra entidade pública.

Como se escreveu no acórdão nº 558/98, publicado no Diário da República, II Série, de 11 de Novembro de 1998, que se debruçou sobre a natureza jurídica das "taxas de publicidade" previstas em regulamento de taxas e licenças municipais, a relação sinalagmática característica da taxa implica uma contrapartida do ente público, sendo entendimento da doutrina que "são essencialmente três os tipos de situações em que essa contrapartida se verifica e que se consubstanciam na utilização de um serviço público de que beneficiará o tributado, na utilização, pelo menos, de um bem público ou semi-público ou de um bem do domínio público e, finalmente, na remoção de um obstáculo jurídico ao exercício de determinadas actividades por parte dos particulares" (assim, Teixeira Ribeiro, *Lições de Finanças Públicas*, 5ª ed., Coimbra, 1995, págs. 252 e segs. e "Noção Jurídica de Taxa" *in* Revista de Legislação e de Jurisprudência, ano 117º, págs. 289 e segs.; Paulo de Pitta e Cunha, José Xavier de Basto e António Lobo Xavier, "Os Conceitos de Taxa e Imposto A Propósito de Licenças Municipais", *in* Fisco, n.ºs. 51/52, págs. 3 e segs.).

Mas, como então se escreveu, "quando em causa se encontra a terceira daquelas situações (rememore-se, a que consiste no levantamento do obstáculo jurídico ao exercício de determinada actividade por parte do tributado), defende

a doutrina que o encargo pela remoção – *in casu*, a concessão de licenciamento para a afixação ou inscrição de publicidade – só pode configurar-se como "taxa" se com essa remoção se vier a possibilitar a utilização de um bem semipúblico (v. autores por último citados e Sousa Franco, *Finanças Públicas e Direito Financeiro*, 4ª ed., vol. 1, p. 33, que, em vez de bens semipúblicos, fala de bens colectivos, quer públicos ou privados de uma perspectiva de provisão pública, quer de bens colectivos imputos)".

E tem sido esse o entendimento do Tribunal Constitucional.

O legislador, entretanto, veio dispor, na Lei Geral Tributária, aprovada pelo Decreto-Lei nº 398/98, de 17 de Dezembro: enquanto as taxas assentam "na prestação concreta de um serviço público, na utilização de um bem do domínio público ou na remoção de um obstáculo ao comportamento dos particulares" – nº 2 do artigo 4º – os impostos "assentam essencialmente na capacidade contributiva, revelada, nos termos da lei, através do rendimento ou da sua utilização e do património" – nº 1 do mesmo preceito.

3.2- A exigência de uma relação sinalagmática, como pressuposto para que se possa falar de taxa, reveste-se de carácter substancial ou material, e não meramente formal.

A este propósito, Cardoso da Costa menciona "o relevo que ao tópico da «proporcionalidade» não deixa de ser reconhecido na jurisprudência do Tribunal, como marca de uma real (e não simplesmente aparente) sinalagmaticidade das «taxas» - pese o facto de na teoria destas últimas (como se sabe) tal característica típica essencial dessa figura assumir um relevo fundamentalmente «estrutural-formal», e ser compatível, assim, com taxas de montante superior (e, porventura, até consideravelmente superior) ao custo do serviço prestado" (cfr. "O enquadramento constitucional do Direito dos impostos em Portugal: a jurisprudência do Tribunal Constitucional" *in* Perspectivas Constitucionais – Nos 20 anos da Constituição de 1976, II, Coimbra, págs. 404–405).

Outro autor, Robin de Andrade, defende que a fixação da taxa deve ser feita em valores que

tenham uma qualquer relação com a contraprestação proporcionada, sem o que "seria meramente formal o seu fundamento, e a taxa facilmente poderia ser utilizada como um verdadeiro imposto, quebrando-se a própria coerência e a consistência do sistema jurídico" (Cfr. "Taxas Municipais – Limites à sua Fixação (Parecer Jurídico)", *in* Revista Jurídica do Urbanismo e do Ambiente, nº 8, pág. 68). Mas, como também observa, o próprio fundamento da taxa como preço, autoritariamente fixado, por uma utilidade atribuída a um administrado, impõe que "o montante da taxa se situe dentro de valores que possam ser reconhecidos como a contrapartida do uso privativo concedido, ou seja, que não excedam o valor que pode ser reconhecido pela ordem jurídica a esse uso" (loc. cit.).

Casalta Nabais, por sua vez, ao referir-se à relação entre a prestação e a contraprestação que nas taxas está em causa, escreve (O Dever Fundamental de pagar impostos, Coimbra, 1998, págs. 263 – 264) que "se, por um lado não exige que, na relação bilateral em que se concretiza a taxa, se verifique uma remunerabilidade idêntica à da relação homóloga dos contratos bilaterais, por outro, também não se pode bastar com a ideia de que é suficiente a existência de uma qualquer «prestação» pública individualmente imputável, para se encontrar preenchido o seu pressuposto de facto. Se o primeiro entendimento reduz directamente o campo das taxas, pois atira a generalidade delas para o domínio dos impostos, o segundo alarga-o extremamente, já que, ancorando-se num critério meramente formal, considera taxas todos os tributos que o legislador assim qualifique, desde que em relação a eles se verifique a mencionada imputabilidade individual, o que significa, nomeadamente, que nelas se incluem as contribuições e tributos especiais que [...], constituem, por via de regra, verdadeiros impostos".

3.3- Pode, assim, concluir-se que a qualificação como taxa de um dado tributo não depende da verificação de uma equivalência económica rigorosa entre o valor do serviço e o montante da quantia a prestar pelo utente desse serviço.

De resto, assim o vem considerando a jurisprudência do Tribunal Constitucional, como é o caso do acórdão nº 357/99, publicado no Diário da República, II Série, de 2 de Março de 2000, onde se ponderou:

"Tem ainda o Tribunal entendido que se não integra no conceito de taxa a correspondência entre o montante da prestação imposta e o custo do bem ou serviço que constitui a contraprestação do ente público (cfr. Acórdão nº 67/90, *in* 'Acórdãos do Tribunal Constitucional', 15º vol., pág. 241) salvo nos casos em que, entre aquele montante e custo houver uma «desproporção intolerável» (Ac. nº 1140/96, *in* DR II Série, de 10/2/97)."

Esta orientação foi reafirmada nos acórdãos nºs. 410/2000 e 200/2001, publicados no Diário citado, II Série, de 22 de Novembro de 2000 e de 27 de Junho de 2001, respectivamente.

O que é exigível é que, de um ponto de vista jurídico, o pagamento do tributo tenha a sua causa e justificação – material, e não meramente formal – na percepção de um dado serviço (cfr., a este propósito, o acórdão nº 1108/96, publicado no Diário da República, II Série, de 20 de Dezembro de 1996). É esta a fundamentação que justifica a subtracção das taxas ao princípio da legalidade, no seu sentido mais exigente, aplicável constitucionalmente aos impostos e a outras figuras que, para este efeito, lhe têm sido equiparadas – princípio este que constitui uma garantia perante "uma intervenção do Estado no domínio da esfera jurídico-privada, [...]" (Cardoso da Costa, Direito Fiscal, 2ª ed., Coimbra, 1972, pág. 163) em que se traduz o imposto.

Assim, não basta uma qualquer desproporção entre a quantia a pagar e o valor do serviço prestado, para que ao tributo falte o carácter sinalagmático. Será necessário que essa desproporção seja manifesta e comprometa, de modo inequívoco, a correspectividade pressuposta na relação sinalagmática.

Na verdade, se essa correspectividade não for posta em causa – e, com ela, o carácter sinalagmático do tributo – deve este ser tratado constitucionalmente como taxa.

Pode assim dizer-se – acompanhando, nesta parte, o que ponderado foi no acórdão nº 640/95, publicado no Diário da República, II Série, de 20 de Janeiro de 1996 – que o Tribunal Constitucional rejeita o entendimento de que uma taxa cujo montante exceda o custo dos bens e serviços prestados ao utente se deve

qualificar como imposto ou de que deve ter o tratamento constitucional de imposto: quando se verifica a correspectividade ou o carácter sinalagmático entre a imposição e um serviço divisível prestado não se está perante um imposto (e é o que se verifica no caso dos autos).

A clara desproporção que afecta o carácter sinalagmático de um tributo não pode relacionar-se apenas com o carácter fortemente excessivo da quantia a pagar relativamente ao custo do serviço; ela há-de igualmente ser aferida em função da utilidade do serviço para quem deve pagar o tributo (cfr. o acórdão nº 1140/96, já citado).

4.1- O Tribunal Constitucional tem sido, no entanto, cauteloso na apreciação dos excessos indicadores de uma falta de proporcionalidade enquanto desvirtuantes da correspectividade. Assim, no acórdão nº 410/2000, também já mencionado, teve oportunidade de ponderar, na passagem que se transcreve:

"A subordinação do imposto à reserva de lei exprime (sempre nesse plano) a exigência de um controlo democrático que tem a ver com o respeito da igualdade e da justiça tributárias, aferidas em função da capacidade contributiva de cada cidadão. Já a taxa se insere numa outra lógica, não necessariamente justificada pelo exacto custo da prestação ou do benefício, se bem que "juridicamente estruturada através da sinalagmaticidade e correspectividade da prestação, tendo como causa uma prestação de que é beneficiário o cidadão vinculado ao seu pagamento".

Assim, para a função da taxa pode ser menos relevante o custo e, por exemplo, mais relevante a contenção da utilização de um serviço – o que significa (e a jurisprudência constitucional tem-se comprometido nesse sentido) que o carácter sinalagmático da taxa não exige a correspondência do seu montante ao custo do bem ou serviço prestado: a bilateralidade que a caracteriza mantém-se, mesmo na parte excedente ao custo (cfr., v. g., o acórdão nº 205/87, publicado no Diário da República, I Série, de 3 de Julho de 1987); não é, por si só, de qualificar a taxa como imposto, ou de lhe conceder tratamento constitucional de imposto, se o respectivo montante exceder o custo dos bens e serviços prestados ao utente (cfr., v.g., o acórdão nº 640/95,

publicado naquele jornal oficial, II Série, de 20 de Janeiro de 1996)."

Isto para admitir que se o valor da taxa for manifestamente desproporcionado, "completamente alheio ao custo do serviço prestado", então pode duvidar-se se a "taxa" não há-de ser encarada, de um ponto de vista jurídico-constitucional, como verdadeiro imposto, porque desse modo e nessa medida se afectaria a correspectividade, como acautelara já o citado acórdão nº 640/95. A desproporcionalidade, se então verificada, lesaria o critério legitimante da taxa (cfr. o acórdão nº 1108/96, já citado).

Escreveu-se neste último aresto que sendo, embora, a taxa juridicamente estruturada "através da sinalagmaticidade e da correspectividade das prestações, tendo como causa uma prestação de que é beneficiário o cidadão vinculado ao seu pagamento" não há-de ser necessariamente justificada pelo exacto custo da prestação ou do benefício.

Como, então, mais se ponderou, em termos que ora interessa reter (e reflectindo, de certo modo, o exposto precedentemente), "[a] base funcional da distinção entre taxa e imposto não impõe, todavia, uma sinalagmaticidade construída juridicamente e um sentido de correspectividade susceptível de ser entendido e aceite como tal pelos cidadãos atingidos".

Daí se retira que "a consignação financeira de uma tal prestação económica que surge como uma elevação de um preço estabelecido em convenção poderá não afectar a natureza de taxa da referida prestação, na medida em que se entenda que a elevação do preço tem o seu fundamento (a sua causa) num determinado modo de relacionamento dos cidadãos com os custos (benefícios ou utilidades) e a própria elevação do preço seja aceitável racionalmente como contrapartida de um benefício".

Encontra-se implícita, nesta concepção, que a aferição do montante da taxa não decorre tanto do seu "custo" mas, essencialmente, da utilidade que do serviço se extrai.

De resto, nem sequer é necessária, na concepção que tem vindo a ser adoptada, uma efectiva utilização dos bens (quando, por exemplo, se

trate de utilização do domínio público). Assim, no mencionado acórdão nº 410/2000, estando em causa uma taxa criada em face da utilização de equipamentos públicos disponibilizados por autarquia, inseridos na actividade pública de prestação de serviços desta, observou-se não só não ser indispensável a correspondência económica absoluta entre as prestações do ente público e do utente, como, inclusivamente, poder nem ocorrer essa utilização, bastando que a taxa seja devida pela simples possibilidade dessa utilização (como defende Teixeira Ribeiro, "Noção Jurídica de Taxa" cit. pág. 243).

4.2- O Tribunal Constitucional não pode, assim, censurar um critério de determinação das quantias emolumentares em que o legislador teve em conta não só o valor de custo do serviço em causa mas, determinadamente, o valor resultante da utilidade obtida através da prestação do serviço, em si considerada – utilidade que, em princípio, é tanto maior quanto maior for o valor do acto que lhe dá origem.

A esta luz, observar-se-á – de harmonia com o precedentemente escrito e tendo em conta o que mais adiante se acrescentará – que o facto de a tributação ser estabelecida em função de serviços prestados em regime de "utilização obrigatória" e de fixação monopolística não altera a conclusão anterior. Por um lado, porque a utilização obrigatória assenta em razões de segurança jurídica que apenas podem justificar uma reforçada utilidade do serviço; e, por outro lado, porque a fixação monopolística de um preço não lhe retira essa qualidade, sendo certo que, em regra, lhe determina um valor mais elevado.

Entretanto, refira-se que não é decisivo, em princípio, o destino financeiro da receita, mas sim a prestação ou não do serviço (como foi salientado no acórdão nº 76/88, publicado no Diário da República, I Série, de 21 de Abril de 1988), sendo, nessa medida, irrelevante que uma sua parte seja afectada a financiar os encargos resultantes da manutenção e gestão dos respectivos serviços (e mesmo se houver excedente de serviços conexos). A natureza do tributo, ainda que a corresponsividade se medisse apenas em função do custo do serviço, não seria abalada mesmo que no montante a pagar não se repercutisse apenas o custo atomizado do serviço prestado, mas também, o conjunto das despesas inerentes ao funcionamento das enti-

dades que realizam o serviço, recaindo sobre os utentes uma percentagem dos custos globais do funcionamento da respectiva actividade da Administração Pública – sempre sob a ressalva da desproporção manifesta.

III

1. - A concepção constitucional de taxa assenta, em face do exposto, em determinadas premissas: necessidade da existência de uma relação sinalagmática; desnecessidade de uma exacta equivalência económica; aferição do respectivo montante em função não só do custo mas também do grau de utilidade prestada; exigência de uma não manifesta desproporcionalidade na sua fixação.

Importa, por último, cuidar de saber se este último parâmetro se verifica no concreto caso: será através do "crivo da proporcionalidade" (acórdão nº 640/95) que o Tribunal Constitucional se pronuncia a respeito da conformidade constitucional da opção do legislador.

2.1- A determinação do montante emolumentar em causa implica que se conjuguem dois preceitos da Tabela dos emolumentos do notariado (de 1983) em análise: o nº 1 do artigo 1º deste texto diz-nos que o valor dos actos notariais é, em geral, o dos bens que constituem o seu objecto, enquanto, por sua vez, o artigo 5º dispõe que, sendo de valor determinado o acto que constitui objecto da escritura (como é o caso), acresce aos emolumentos previstos no artigo 4º uma quantia proporcional ao valor do bem a que se refere o acto constante da escritura pública, no seu total, nos termos aí estatuídos, em que a percentagem em função da qual é calculada essa quantia tem natureza regressiva, na medida em que o valor a pagar por cada 100\$00 ou fracção vai decrescendo dos 10\$00 (para escrituras de valor igual ou inferior a 200.000\$00) até aos 3\$00 (correspondente às escrituras de valor superior a 10.000.000\$00).

Ponto será que a participação emolumentar prevista no artigo 5º da Tabela – a acumular com a quantia estabelecida pelo artigo 4º –, não proporcione uma situação de relação desrazoável com o custo previsível do serviço (incluindo o montante da comparticipação nos custos da estrutura pública do notariado) ou da sua utilidade, de modo a só se compreender no âmbito

de uma lógica estritamente fiscal de obtenção de receitas públicas, descaracterizante da natureza da taxa.

2.2- A quantia pecuniária apresenta-se como uma parcela a adicionar ao montante emolumentar fixo estabelecido no artigo 4º da Tabela devido pela realização da escritura pública, como acto notarial que é.

Dispondo o artigo 875º do Código Civil que o contrato de compra e venda de bens imóveis só é válido se for celebrado por escritura pública, a intervenção obrigatória do notário consubstancia um verdadeiro serviço prestado aos particulares, garantindo aos actos por eles praticados a segurança e a publicidade que, de outro modo, não teriam: não só, como actos de alienação dos bens imóveis, a intervenção notarial formalizada documentalmente concede-lhes a fé pública que explica a especial força probatória de que gozam os actos notariais, à qual se associa a força de título executivo, como, por outro lado, a dita intervenção notarial pressupõe um controlo de legalidade do acto documentado (cfr. os artigos 173º e 174º do Código do Notariado), podendo o notário "prestar assessoria às partes na expressão da sua vontade negocial" (nº 2 do artigo 1º do mesmo Código), devendo este, em qualquer caso, "redigir o instrumento público conforme à vontade das partes, a qual deve indagar, interpretar e adequar ao ordenamento jurídico, esclarecendo-as do seu valor e alcance" (nº 1 do artigo 4º do mesmo diploma legal).

Deste modo, a escritura pública não pode ser considerada apenas na perspectiva de uma mera operação material, já que nela está pressuposta a actuação de funções próprias do notário: a de controlar a legalidade dos actos das partes e a de as assessorar e aconselhar.

3.1- Não há lugar a aplicar, por via analógica, os juízos de inconstitucionalidade já formulados por este Tribunal a situações contempladas por outros diplomas legais.

Assim, na denominada "taxa da peste suína", considerou-se ser esta destinada à cobertura dos encargos advenientes da luta contra essa doença e sua erradicação, de modo que se pôde concluir não se estar perante um quadro contraprestacional de serviço prestado, mas sim face a

uma forma de financiar uma actividade do Estado vocacionada para a satisfação das necessidades públicas em geral ou, pelo menos, de uma certa categoria abstracta de pessoas (cfr., inter alia, os acórdãos n.ºs. 369/99 e 473/99, publicados no Diário da República, II Série, de 9 de Março de 2000 e de 10 de Novembro de 1999, respectivamente).

Como se destaca neste último aresto, respondeu-se, então, negativamente, à questão de saber se da satisfação de um "tributo" como esse resultava para o respectivo devedor uma vantagem ou benefício específicos, decorrentes da correspondente actividade pública.

Deste modo, o acórdão nº 96/00, a declarar a inconstitucionalidade com força obrigatória geral das normas que estabeleciam a "taxa" em referência (publicado no Diário da República, I Série-A, de 17 de Março de 2000), afastou desse tributo a sua qualificação jurídica como taxa porque esta "não pode ser perspectivada como uma imposição pecuniária não unilateral visando tão só um encargo marcadamente de índole sinalagmática".

E não se representa aplicação analógica uma vez que, in casu, a lógica da fixação da taxa – correspondendo à contraprestação de um serviço, moldada como preço monopolisticamente fixado em função de uma utilização obrigatória desse serviço – é ditada através da utilidade que do mesmo se retira, para além de, na cobertura dos custos serem incluídas ainda as despesas atinentes à manutenção e gestão da estrutura que presta o serviço, como caracteristicamente ocorre no direito registral, particularmente no domínio dos actos obrigatórios. Ou seja, não se está perante uma concepção parametrizada apenas pela equivalência ao valor de custo do serviço prestado, mesmo que flexivelmente entendida.

3.2- Por outro lado, já no tocante aos tributos incidentes sobre a recolha e tratamento de lixo municipais, a jurisprudência constitucional vem considerando os mesmos como taxas, visto lhes assistir, na origem, um fundamento sinalagmático, mesmo que, na realidade, nem todos os municípios aproveitem do serviço camarário de recolha, depósito, remoção e tratamento dos resíduos sólidos (cfr., inter alia, os acórdãos n.ºs.

76/88, já referenciado, 1139/96 e 1223/96, de Fevereiro de 1997, respectivamente).

O mesmo se diga quanto à taxa de justiça, ao reconhecer-se-lhe a natureza de taxa, por não estar em causa a arrecadação de receitas para o Estado como modo de lhe proporcionar os meios necessários para a prossecução dos seus encargos gerais, mas sim a prestação, em parte que seja, de contrapartida para utilização do serviço de justiça – no pressuposto adquirido que, para o conceito de taxa, não há que "partir da equivalência económica entre o seu montante e o valor do serviço prestado" (cfr., por todos, o acórdão n.º 49/92, publicado no Diário da República, II Série, de 11 de Junho de 1992).

Ora, não há quebra do nexos sinalagmático, nesta perspectiva, quando – como é o caso – não se mostra excessiva ou manifestamente desproporcionado o preço devido ao Estado para pagamento da prestação por banda deste de actos a que se confere fé pública, praticados por serviços públicos para o efeito constituídos cuja utilização não compete dissuadir (como poderá suceder com os serviços judiciais) e que representa um encargo para quem deles retira vantagens.

E se é verdade que um limite máximo de emolumentos a cobrar por cada acto só foi posteriormente introduzido – como se deixou consignado – também é certo que a norma sindicanda proporciona o gradual desagramento da taxa aplicável, na justa medida do aumento do valor total do acto solenizado.

4.- Em face do exposto, conclui-se pela caracterização do emolumento previsto no artigo 5.º da Tabela de Emolumentos Notariais, segundo a redacção do Decreto-Lei n.º 397/83, de 2 de Novembro, como taxa, não exigindo, por conseguinte, prévia credencial parlamentar, por não se tratar de matéria abrangida pela reserva relativa da competência legislativa da Assembleia da República, nos termos da alínea i) do n.º 1 do artigo 168.º da Constituição da República, na versão então vigente.

1- Para consulta da versão integral do acórdão consultar www.tribunalconstitucional.pt/Acordaos/Acordaos02/101-200/11502.htm

2- Esta reforma foi levada a cabo primeiro pelo Decreto-lei n.º 322-A/2001, de 14 de Dezembro, e, mais recentemente, pelo Decreto-lei n.º 194/2003, de 23 de Agosto. O primeiro diploma teve por objectivo adaptar o regime vigente à jurisprudência do Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias (acórdão do TJCE, de 21 de Junho de 2001, relativo ao processo C-206/99, da 2.ª secção), na preocupação de assegurar uma actualização sistemática e permanente dos montantes das taxas previstas consoante os fluxos de despesa verificados, bem como de estabelecer uma norma de proporcionalidade. Já o segundo diploma teve o intuito de, embora mantendo como fundamento o princípio do custo administrativo dos actos, dotar o regime de um maior equilíbrio e racionalidade, assim como minorar significativamente os custos decorrentes do funcionamento da justiça.

3- Cfr., entre outros, os acórdãos do Tribunal Constitucional n.ºs 640/95, de 20 de Janeiro; 1108/96, de 20 de Dezembro; 558/98, de 11 de Novembro; 357/99, de 2 de Março; 410/2000 de 22 de Novembro; 200/2001, de 27 de Junho de 2001.

IV

Consequentemente, decide-se conceder provimento ao recurso, determinando-se a reformulação em consonância da decisão recorrida, no que à questão de constitucionalidade respeita.

Lisboa, 12 de Março de 2002”

II. ANOTAÇÃO

A- Objecto

O acórdão do Tribunal Constitucional ¹, parcialmente transcrito, qualifica o emolumento previsto no artigo 5.º da Tabela dos Emolumentos Notariais, na redacção do Decreto-lei n.º 397/83, de 2 de Novembro, como uma taxa, concluindo não padecer a referida disposição de qualquer inconstitucionalidade por violação do princípio da legalidade fiscal, quer na sua dimensão de reserva material de lei, quer na dimensão de reserva formal de lei (lei da Assembleia da República), nos termos dos artigos 103.º, n.º 2, e da alínea i), do n.º 1, do artigo 165.º, ambos da Constituição da República Portuguesa.

B- Conceito de taxa

Ressalvadas as evidentes diferenças estruturais existentes entre os emolumentos notariais, que, aliás, sofreram uma profunda reforma² desde o momento da propositura da acção que deu causa ao presente acórdão, o acórdão sob anotação é revelador de uma *inflexão na tendência jurisprudencial até então seguida pelo Tribunal Constitucional*, a que importa dar o devido enfoque.

O citado acórdão é particularmente relevante, de entre os inúmeros acórdãos que abordam a matéria das taxas e do binómio taxas/impostos³, por representar uma viragem na formulação do conceito de taxa, que surge agora mais amplo e flexível e, assim, capaz de melhor se adaptar às formas de financiamento das

autoridades reguladoras nacionais, assentes essencialmente na cobrança de taxas pelos serviços prestados.

O teor das declarações de voto deste acórdão ⁴ permite-nos, porém, constatar que esta nova formulação não é consensual no seio do próprio Tribunal Constitucional, o que mais não é do que um reflexo do que ocorre em termos doutrinários ⁵.

O conceito de taxa tem vindo a revelar-se um conceito evolutivo e de construção maioritariamente jurisprudencial, muito embora os contributos da doutrina tenham assumido um papel decisivo. Com efeito, foram esses contributos que permitiram erigir como característica típica fundamental das taxas a existência de uma relação bilateral e sinalagmática entre um ente público e o beneficiário de um determinado serviço ou bem público.

Este entendimento doutrinário foi acolhido pela Lei Geral Tributária ⁶, ao estatuir que as taxas assentam na prestação concreta de um serviço público, na utilização de um bem do domínio público ou na remoção de um obstáculo jurídico ao comportamento dos particulares ⁷.

Mas, como sublinhámos, tem sido sobretudo a jurisprudência do Tribunal Constitucional a levar a cabo uma mais densa teorização do conceito de taxa, sempre que chamado a pronunciar-se sobre a constitucionalidade (seja formal, seja material, ou ambas) de um concreto tributo.

E foi esta jurisprudência que considerou não ser parte integrante do conceito de taxa a correspondência absoluta entre o montante da prestação imposta e o custo do bem ou serviço que constitui a contraprestação do ente público, salvo nos casos em que haja uma *desproporcionabilidade manifesta e intolerável*. O sinalagma típico das taxas não exige, deste modo, uma equivalência económica rigorosa entre o serviço prestado e a quantia paga pelo utente, o que implica que os montantes pagos possam ser consideravelmente superiores ao custo do servi-

ço prestado, sem que isso desvirtue a natureza de taxa do tributo em causa.

Daqui decorre que a determinação do montante da taxa e, conseqüentemente, a aferição da respectiva proporcionalidade, deve basear-se não só no custo do serviço mas também no grau de utilidade prestada.

Mas o Tribunal Constitucional vai ainda mais longe na sua tarefa de dogmatização, agora no que respeita concretamente à dinâmica da relação sinalagmática inerente às taxas, defendendo que, em boa verdade, ao conceito de taxa não é indispensável a utilização efectiva dos bens ou serviços prestados pelo ente público, bastando a mera possibilidade de utilização.

É tendo por base esta particular concepção constitucional de taxa que o Tribunal retira, no acórdão que se anota, a conclusão de que não pode ser censurado “um critério de determinação das quantias emolumentares em que o legislador teve em conta não só o valor de custo do serviço em causa, mas determinadamente o valor resultante da utilidade obtida através da prestação do serviço em si considerada – utilidade que em princípio é tanto maior quanto maior for o valor do acto que lhe dá origem ⁸.” E acrescenta ainda que “a natureza do tributo (...) não seria abalada mesmo que no montante a pagar não se repercutisse apenas o custo atomizado do serviço prestado mas também o conjunto das despesas inerentes ao funcionamento das entidades que realizam o serviço recaindo sobre os utentes uma percentagem dos custos globais do funcionamento da respectiva actividade da Administração Pública – sempre sob a ressalva da desproporção manifesta ⁹.”

Mas a importância do presente acórdão fica igualmente a dever-se ao facto de ser posterior à mais recente jurisprudência comunitária nesta matéria, que parece ir em direcção diametralmente oposta. Com efeito, o Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias, a propósito da compatibilidade de alguns tipos de emolumentos notariais com a Directiva n.º 69/335/CEE

4- Consulta em www.tribunalconstitucional.pt/Acordaos/Acordaos02/101-00/11502.htm.

5- Em oposição à doutrina deste acórdão, José Casalta Nabais, *in* Direito Fiscal, 2.ª edição, Almedina, 2003, pg. 22.

6- Aprovada pelo Decreto-lei n.º 398/98, de 17 de Dezembro, alterado pelo Decreto-lei n.º 433/99, de 26 de Outubro, pela Lei n.º 15/2001, de 5 de Junho, pelo Decreto-lei n.º 229/02, de 31 de Outubro, pela Lei n.º 32-B/02, de 30 de Dezembro e pela Lei n.º 107-B/2003, de 31 de Dezembro.

7- Vide artigo 4.º, n.º 2.

8- Sublinhado nosso.

9- Cfr. ponto 4.2 do Capítulo II do acórdão.

do Conselho ¹⁰, relativa aos impostos indirectos que incidem sobre as reuniões de capitais, defendeu que, muito embora no cálculo dos direitos de carácter remuneratório¹¹ se possa tomar em consideração não apenas os custos directamente relacionados com a execução das operações de registo de que constituem contrapartida, mas também, em certas condições, a parcela dos encargos gerais da administração competente imputável a essas operações, um direito cujo montante aumenta directamente e sem limites na proporção do capital nominal subscrito, não pode, pela sua própria natureza, constituir um direito com carácter remuneratório na acepção da directiva. E acrescenta ainda que a existência de um limite máximo que não pode ser ultrapassado por estes direitos não é, por si só, susceptível de atribuir esse carácter remuneratório se o referido limite não for fixado de forma razoável em função do custo do serviço cujos direitos constituem a contrapartida ¹².

Assim, o Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias parece adoptar um conceito de taxa mais restritivo e exigente do que o recentemente formulado pelo Tribunal Constitucional, muito embora os âmbitos de aplicação não sejam forçosamente iguais.

C- As extintas taxas fora de Mercado regulamentado

As conclusões do Tribunal Constitucional no acórdão que se anota são especialmente pertinentes em relação às já abolidas¹³ taxas sobre operações de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado realizadas fora de mercado regulamentado, que se encontravam previstas no artigo 211.º do Código dos Valores Mobiliários e na Portaria n.º 1303/2001, de 22 de Novembro ¹⁴, em torno das quais havia alguma contestação.

No que respeitava a este tipo de taxas, o sinalagma estava presente na circunstância de as transmissões de valores mobiliários realizadas fora de mercado regulamentado beneficiarem,

por um lado, e de modo directo, da utilização do sistema de registo e controlo de valores mobiliários escriturais, imprescindível para a concretização das transmissões em si mesmas ¹⁵, e cujo regular e eficiente funcionamento é supervisionado e, portanto, assegurado pela CMVM; e, por outro lado, dos efeitos que a supervisão da CMVM tem sobre o regular e eficiente funcionamento geral do mercado de valores mobiliários.

O principal benefício - individualizável - que advinha da actividade de supervisão da CMVM para este tipo de transacções fora de mercado regulamentado era a eliminação ou, pelo menos, a acentuada diminuição do risco presente nas mesmas, especialmente quanto à possibilidade da formação dos preços em mercado (referenciais para todas as transacções) ser distorcida, nomeadamente em virtude da existência de manipulação do mercado, abuso de informação ou outras condutas que induzam a criação de preços artificiais. Nestes termos, os custos da actividade específica de que beneficiavam os sujeitos de uma transmissão de valores mobiliários ocorrida fora de mercado regulamentado não se restringiam aos inerentes à supervisão do sistema de controlo e registo, abrangendo igualmente os custos gerais da supervisão do mercado de valores mobiliários.

Assim, na determinação do montante da taxa eram tidos em conta não apenas os custos do serviço prestado, individualmente considerado, mas também uma percentagem dos custos globais do funcionamento da entidade pública que o prestava.

Este tem sido o entendimento propugnado pela CMVM, atenta a complexidade e dificuldade de individualização de alguns dos serviços que presta, e que encontra agora um claro apoio na jurisprudência do Tribunal Constitucional quando nesta se defende a possibilidade de ponderar o grau de utilidade prestada (ou que se pode prestar) na determinação do valor de uma taxa.

10- Na redacção da Directiva 85/303/CEE do Conselho, de 10 de Junho de 1985.

11- A versão portuguesa da Directiva 69/335/CEE, do Conselho, refere-se a direitos de carácter remuneratório. Porém, as taxas podem ser assimiladas ao conceito de direitos de carácter remuneratório.

12- Acórdãos do Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias proferidos nos casos C-56/98 – Modelo SGPS; C-19/99 - Modelo Continente SGPS; C-134/99 – IGI; C-209/99 – Sonae Tecnologias de Informação.

13- Pelo Decreto-lei n.º 183/2003, de 19 de Agosto.

14- Alterada pela Portaria n.º 323/2002, de 27 de Março.

15- Vide artigo 80.º, n.º 1, do Cód.VM.

Na verdade, a utilidade ou benefício provenientes da actividade de supervisão da CMVM globalmente considerada era, em grande medida, aproveitada pelos sujeitos das transmissões realizadas fora de mercado regulamentado, nomeadamente pela obtenção de ganhos superiores com o mesmo risco como pano de fundo, seguindo as referenciais dadas pelo funcionamento do mercado regulamentado em que os valores mobiliários estavam admitidos à negociação, designadamente o preço formado nesse mercado. A ponderação da utilidade prestada contribuía, assim, para dar cumprimento ao princípio da neutralidade da negociação dentro e fora de mercado regulamentado, consagrado no já revogado artigo 211.º, n.º 2, alínea b), do Código dos Valores Mobiliários.

A doutrina expressa no acórdão permite igualmente sustentar a posição que vinha sendo assumida pela CMVM de que não se verificava quanto a estas taxas qualquer violação do princípio da proporcionalidade, ao reconhecer-se que a utilidade é, em princípio, tanto maior quanto maior for o valor do acto que lhe dá origem. Com efeito, o conhecimento profundo da realidade dos mercados financeiros permite constatar que quanto mais elevado é o montante de uma operação, maior o impacto e os riscos a ela inerentes para o mercado, nomeadamente sistémicos, mais complexa é a actividade de supervisão da CMVM e, conseqüentemente, maiores os custos desse serviço, uma vez que se verifica um acréscimo proporcional dos procedimentos de supervisão quanto maior seja o valor da operação. Parecem ficar, deste modo, legitimadas as taxas *ad valorem* ¹⁶.

D- O modelo actual de financiamento da CMVM

O novo modelo de financiamento da CMVM, introduzido pelo pacote legislativo que inclui o Decreto-lei n.º 183/2003, de 19 de Agosto, a Portaria n.º 913-I/2003, de 30 de Agosto, e o Regulamento da CMVM n.º 7/2003, de 30 de Agosto de 2003, operou alterações profundas no modelo de financiamento até então em vigor, no âmbito de uma mais ampla reforma ainda em curso. Como se refere no preâmbulo

dos diplomas referenciados, esta reforma foi fundamentalmente orientada pelos princípios do «utilizador-pagador», da equidade na distribuição dos encargos de financiamento do sistema de supervisão, do reforço da competitividade do mercado de valores mobiliários portugueses, da eliminação das distorções e das perdas de eficiência ocasionadas por algumas taxas, do alargamento das bases de incidência das taxas, da redução do seu montante e da diversificação das fontes de financiamento da CMVM.

Quanto às medidas concretas que concretizaram estes princípios, destaque-se a abolição das taxas sobre as operações realizadas em bolsa, noutros mercados regulamentados e fora deles, o reforço da componente relativa à supervisão contínua ou prudencial, nomeadamente a supervisão contínua da informação prestada ao mercado, bem como a redução do peso relativo das taxas variáveis e o acréscimo do peso das taxas fixas no conjunto das fontes de financiamento da CMVM.

Não se diga, contudo, que estas medidas contrariam de algum modo o que se disse até este ponto. Note-se, por um lado, que a razão de ser da abolição das taxas sobre as operações fora de mercado regulamentado se deveu ao reconhecimento de que estas não eram no momento histórico concreto as mais propiciadoras de liquidez, eficiência e competitividade internacional do mercado de valores mobiliários portugueses, e não à falta de sinalagmaticidade ou proporcionalidade. Por outro lado, o facto do financiamento passar a estar maioritariamente dependente de taxas fixas, em detrimento das taxas variáveis, prende-se sobretudo com a previsibilidade e programação desse financiamento, e não tanto com a questão da «ilegitimidade» de taxas *ad valorem*, até porque continuam a estar previstas taxas desta natureza na regulamentação em vigor ¹⁷, designadamente a taxa de registo de ofertas públicas de distribuição ou aquisição prevista no artigo 5.º, n.º 2, do Regulamento da CMVM n.º 7/2003¹⁸. Contudo, denota-se nesta e noutras disposições alguma sensibilidade ao argumento do Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias de que um direito cujo montante aumenta directamente

16- Muito embora o método *ad valorem* seja, em pré-entendimento, associado aos impostos *stricto sensu*.

17- Vide as taxas previstas nos artigos 3.º, n.º 1, 4.º, n.º 1, e 6.º, todos da Portaria n.º 913-I/2003, de 30 de Agosto.

18- Nos termos deste preceito à taxa fixa prevista no n.º 1 do mesmo acresce uma taxa variável de 0,005% do valor da operação quando se trate de oferta de obrigações ou outros valores equiparados a dívida, ou de 0,01% quando estejam em causa outros valores mobiliários.

e sem limites na proporção do valor da operação subjacente à mesma não reveste a natureza de direito remuneratório - ou seja, taxa -, o que conduziu à fixação de tectos máximos (*caps*) para algumas taxas variáveis¹⁹. Realce-se de igual modo a importância da fixação de limites mínimos (*floors*) em relação às taxas variáveis, o que pretende evitar tentativas de evasão ao pagamento das mesmas.

E- Conclusões

A criação de entidades com finalidades específicas de regulação para garantir a constituição e o funcionamento de um verdadeiro mercado concorrencial é um fenómeno relativamente recente em Portugal e que constitui uma decorrência do movimento a que temos vindo a assistir de desintervenção do Estado na economia. A CMVM é uma destas entidades, designadas como reguladoras²⁰, ou, recorrendo a uma mais ampla categoria de direito administrativo, uma entidade administrativa independente²¹.

A independência, aqui entendida como autonomia em relação ao Governo, constitui, portanto, a nota distintiva entre estas entidades e a administração (directa ou indirecta) do Estado. Esta independência manifesta-se naturalmente no modo como são exercidas as funções de regulação de que as entidades reguladoras estão incumbidas, bem como na relação que estabelecem com os seus regulados.

Ora, um dos vectores preponderantes na avaliação do grau de independência²² das entidades reguladoras, enquanto entidades administrativas independentes, é a respectiva autonomia patrimonial e financeira, isto é, a sua capacidade de gerar receitas próprias que lhes permitam ser auto-suficientes em relação ao Orçamento do Estado²³. Com efeito, só esta autonomia lhes permite actuar libertas de quaisquer pressões financeiras (ou outras) do Governo.

Relembre-se que a existência de entidades administrativas independentes constitui uma vantagem muito significativa para os agentes do mercado, que passam assim a beneficiar de maior especialização, flexibilidade e rapidez na resolução dos problemas do mercado. O custo que lhes é imputado como contrapartida destas vantagens reside exactamente numa forma de tributação específica. O equilíbrio do sistema torna-se, deste modo, visível.

Tendo em conta que as receitas das entidades reguladoras advêm em grande medida das taxas que cobram pelos serviços que prestam, parece poder dizer-se que a necessidade de autonomia financeira²⁴ por parte destas entidades leva inevitavelmente a que o conceito de taxa, tal como é normalmente considerado, se afigure demasiado estreito para a complexa realidade subjacente ao mercado financeiro em geral, e ao mercado de valores mobiliários em particular, e ao modo como é exercida a supervisão.

O entendimento do Tribunal Constitucional, assimilando estas realidades de maior complexidade, em que é difícil individualizar serviços e utilidades, mas em que, dado o requisito de autonomia financeira exigido pela necessidade de independência, não é admissível a obtenção de financiamento através da cobrança de impostos *stricto sensu*, contribui para encontrar uma saída da encruzilhada em que parecem encontrar-se as formas de financiamento das entidades administrativas independentes.

19- São disso exemplo as taxas de supervisão contínua previstas nos artigos 1.º, n.º 1, 3.º, n.º 1, 4.º, n.º 1, e 6.º da Portaria n.º 913-I/2003, de 30 de Agosto.

20- São também utilizadas as expressões entidades de regulação ou, especificamente para a regulação dos mercados financeiros, entidades de supervisão.

21- A possibilidade de criação de entidades administrativas independentes encontram-se previstas no artigo 267.º, n.º 3, da Constituição da República Portuguesa.

22- Para além dos relativos à independência orgânica, v.g. composição, modo de designação dos titulares dos seus órgãos, regras relativas ao mandato e ao regime de incompatibilidades; e funcional, v.g. não sujeição a quaisquer controlo hierárquico ou tutelar de qualquer autoridade estadual.

23- Não carecendo assim de qualquer financiamento pelo Orçamento do Estado.

24- Estatutariamente estabelecida.

RENCENSÃO

RECENSÃO

PAULA LOURENÇO*

FERRUCCIO AULETTA, *Il procedimento di istruzione probatoria mediante consulente tecnico*, Pubblicazioni dell'Istituto di Diritto Processuale Civile della Facoltà di Giurisprudenza, Università degli Studi di Roma "La Sapienza", CEDAM, Padova, 2002 (420 páginas)

Na obra em apreço, FERRUCCIO AULETTA analisa a figura da *consulenza tecnica* no Direito processual italiano¹, e começa por procurar a sua génese através de uma profunda investigação histórica, desde o Direito Romano até aos dias de hoje (Capítulo I). Saliente-se a enorme relevância deste capítulo, sobretudo porque demonstra a relativa importância do Direito legislado, quando verificamos que não obstante a lei, muitas das dúvidas colocadas ao longo de séculos continuam a ser discutidas pela actual doutrina e jurisprudência italianas, desde logo, a de saber qual a função desempenhada pela *consulenza tecnica*.

Da *supra* referida análise histórica resulta que a *consulenza tecnica* pode ser entendida, pelo menos, sob três perspectivas: a) parecer elaborado por um perito nomeado pelo juiz (auxiliar do juiz), em caso de dificuldade na selecção da matéria de facto ou na prova de determinados factos; b) meio de prova proprio sensu requerido pelas partes (em regra, para obtenção da prova de factos secundários, assim se distinguindo da prova testemunhal, destinada à produção de prova dos factos principais); c) procedimento de prova, ou seja, determinado *iter* processual que podia ser ordenado officiosamente pelo julgador ou requerido pelas partes.

A obra de FERRUCCIO AULETTA não podia deixar de analisar a tese de CARNELUTTI, que na esteira da doutrina germânica de STEIN, concebeu o *consulente tecnico* como auxiliar do juiz (alguém que colaborava com o juiz na “dedução de factos”), porquanto o seu entendi-

mento foi acolhido na codificação fascista italiana dos anos 40, como se atesta, desde logo, pela inserção sistemática da actividade do *consulente tecnico*, autonomizada dos meios de prova (artigos 191.º a 201.º do Código de Processo Civil italiano - CPC/it.).

Apesar desta opção legislativa, FERRUCCIO AULETTA consegue demonstrar a enorme relevância de outras fontes de Direito na evolução da Ciência Jurídica, a partir da análise do labor criativo da jurisprudência em sede de Direito processual civil, penal, processo administrativo, tributário, contabilístico, comunitário e arbitral, o que foi muito importante não só para amenizar a tónica fascizante do CPC/it., mas também para permitir a tomada de várias iniciativas legislativas em outros ramos do Direito (Capítulos II a VI).

Depois de percorrido este percurso, o autor dedica o último Capítulo da sua obra (Capítulo VII) à construção dogmática da figura da *consulenza tecnica*, restringindo o objecto da sua tese ao processo civil italiano (apesar das diversas contraposições com os sistemas processuais civis alemão e espanhol). E após proceder ao levantamento de várias questões técnico-jurídicas, e tecer as mais pertinentes críticas ao regime legal em vigor (v.g. a articulação entre o poder do juiz ordenar a *consulenza tecnica*, a possibilidade de ser requerida pelas partes e o princípio do dispositivo), o autor consegue persuadir-nos de que, apesar de ter sido consagrada no CPC/it. como actividade auxiliar do juiz, na prática, a *consulenza tecnica* pode assumir

* Jurista do Departamento de Assuntos Jurídicos e Contencioso

1- Mantemos a designação em italiano, porque a *consulenza tecnica* italiana não corresponde à “perícia” do sistema processual civil português, mas antes aproxima-se da possibilidade de designação de técnico pelo juiz quando a matéria de facto suscita dificuldades de natureza técnica cuja solução depende de conhecimento especiais que o tribunal não possui, tal como previsto no artigo 649.º do Código de Processo Civil português.

outras funções, desde logo, a de procedimento, que se desenrola perante um técnico (*expert witness*), o qual é autónomo do processo no qual se insere em concreto, o que se pode comprovar pelo facto de ter sido “importado”, com sucesso, do CPC/it. para outras leis processuais italianas (como o autor demonstrou nos Capítulos II a VI).

Em suma, parece ser de concluir que FERRUCIO AULETTA analisa um tema difícil, um “*conceito elástico de capacidade variável*” (nas palavras de CALAMANDREI), não se atém à lei processual civil, mas explora outros procedimentos e leis substantivas (o que bem se compreende, atento o princípio da instrumentalidade do Direito processual), e outras fontes de Direito, tendo em vista suportar a sua construção dogmática, igualmente elástica e bastante actual, o que aumenta o interesse da sua tese.



CMVM

18ª EDIÇÃO DOS CADERNOS DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
Avenida da Liberdade, n.º 252
1056-801 Lisboa

Telefone: 21 317 70 00
Fax: 21 353 70 77
E-mail: cmvm@cmvm.pt
Site: www.cmvm.pt