



# **Avaliação Global da Regulação do Mercado de Capitais e Perspectivas Futuras**

**Fernando Teixeira dos Santos**

**Presidente do Conselho Directivo da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários**

**Presidente do Comité Executivo da IOSCO**

**Lisboa, 15 Novembro de 2001**



# Sumário

1 - A Origem e o Modo da Regulação do Mercado de Capitais Portugêses

2 - Regulação: Importância, Objectivos, Racionalidade e Avaliação Global

3 - Perspectivas da regulação num Portugal Europeu



# 1 - A Origem e o Modo da Regulação do Mercado de Capitais Português

A regulação tem tido uma **origem** mais **reactiva** do que **proactiva**.

- Início do séc. XX - **Regimento do Ofício do Corretor e Regulamento de Bolsa.**
- O desenvolvimento económico dos anos 60 - **Decreto-Lei nº 8/74.**



# 1 - A Origem e o Modo da Regulação do Mercado de Capitais Português

- Crise bolsista de 1987 - criação do **Auditor-Geral do Mercado de Títulos** e recriação do **Conselho Nacional das Bolsas de Valores**.
- Nova realidade económica portuguesa do pós-adesão à CEE - criação do **Código do Mercado de Valores Mobiliários**.



# 1 - A Origem e o Modo da Regulação do Mercado de Capitais Português

## Código do MVM:

**os mercados são desestatizados, desregulamentados e liberalizados.**

- **As Bolsas passam para a propriedade e administração das Associações de Bolsa.**
- **Princípio da *full-disclosure*.**
- **Incriminação da manipulação de mercado e do *insider trading*.**
- **Criação da CMVM.**



# 1 - A Origem e o Modo da Regulação do Mercado de Capitais Português

- A rigidez do Cód. MVM requeria alterações - **Código dos Valores Mobiliários** (codificar, simplificar, flexibilizar, modernizar e internacionalizar).
- **Também em 1999 se inicia a desmutualização das bolsas.**





# 1 - A Origem e o Modo da Regulação do Mercado de Capitais Português

Quanto ao **modo** de regulação: mais **negativa** que **positiva**.

Mas...nos últimos anos tem-se assistido a um incremento da **regulação positiva** através de **orientações** e de **recomendações**.



## **2-Regulação: Importância, Objectivos, Racionalidade e Avaliação Global**

### **2.1 A Importância da Regulação nos Mercados Financeiros e no Funcionamento da Economia**

### **2.2 Os Objectivos e a Racionalidade Económica da Regulação**

### **2.3 Avaliação Global**





## 2.1 A Importância da Regulação nos Mercados Financeiros e no Funcionamento da Economia

- Instituições Financeiras: têm **impacto directo reduzido** na chamada economia real, mas um **elevado impacto indirecto**.
- Os mercados financeiros constituem um importante veículo de **transmissão de sinais** aos agentes económicos.
- Contudo só é eficaz se o mercado for **eficiente** em termos de informação.



## 2.2 Os Objectivos e a Racionalidade Económica da Regulação

Objectivos definidos pela IOSCO:

- A protecção do investidor.
- Assegurar que os mercados são equitativos, eficientes e transparentes.
- A manutenção da estabilidade sistémica.

A missão da CMVM tem evoluído ao longo dos anos, espelhando hoje em dia os objectivos definidos pela teoria económica e pela IOSCO.



## 2.2 Os Objectivos e a Racionalidade Económica da Regulação

- O debate entre diferentes “abordagens”: liberais Vs intervencionistas.
- A Racionalidade Económica da Regulação.
  - **Problemas Sistémicos.**
  - **Falhas e Imperfeições de Mercado.**
  - **Economias de Escala na Monitorização.**
  - **Confiança.**



## 2.3 Avaliação Global

**A evolução da regulação financeira em Portugal tem vindo de encontro ao cumprimento dos diversos aspectos da racionalidade económica.**

**i) A regulação da divulgação de informação como forma de diminuir a assimetria de informação entre o emitente e o investidor.**

- *Incremento da periodicidade dos Relatórios e Contas.*
- *Divulgação dos Factos Relevantes.*
- *Regulação, Acompanhamento e Controlo das Ofertas Públicas.*



## 2.3 Avaliação Global

**ii) A regulação da intermediação financeira como forma de reduzir a assimetria de informação ente IFs e investidores.**

***Reforço da supervisão presencial:***

- *Sistema de recepção e transmissão de ordens.*
- *Segregação funcional das actividades.*
- *Concessão de crédito para investimento em valores mobiliários.*
- *Análise da informação prestada nas notas de execução das operações de bolsa.*
- *O funcionamento e organização das SGFI e SGP.*





## 2.3 Avaliação Global

**iii) A regulação dos mercados de modo a minimizar os riscos de contra-parte e de modo a que os preços exibam toda a informação relevante.**

- *Combate á manipulação de mercado e ao insider trading.*
- *Análise de sites da Internet de informação financeira.*
- *Acompanhamento da informação divulgada pela comunicação social.*
- *Supervisão prudencial e comportamental das sociedades gestoras de mercados regulamentados.*





## 2.3 Avaliação Global

### **iv) Apoio e Protecção ao Investidor**

- *Criação do SAI (Serviço de Apoio ao Investidor)*
- *Criação do Serviço de Mediação e Reclamações*



## 3 - Perspectivas de Regulação num Portugal Europeu

- A regulação passará cada vez mais a ser realizada á escala europeia.
- O incremento da cultura accionista europeia requer uma regulação e supervisão de elevada qualidade.



## 3 - Perspectivas de Regulação num Portugal Europeu

Apesar dos progressos verificados a nível da integração dos mercados financeiros europeus subsistem ainda inúmeras barreiras.

**i) Ausência de regulação europeia em matérias importantes o que impede o estabelecimento de um sistema de reconhecimento mútuo :**

- Prospectos.
- Garantias transfronteiriças.
- Abuso de mercado.
- Prestação de serviços de investimento.



# 3 - Perspectivas de Regulação num Portugal Europeu

## ii) Legislação não harmonizada:

- Divulgação de Informação.
- Regras Contabilísticas.
- Diferentes mecanismos de protecção dos investidores.
- Definição de manipulação de mercado.
- Inexistência de passaporte transfronteiriço para sistemas de mercado.
- IF's sujeitos a diferentes obrigações de acordo com Estado-Membro.
- OPA's não têm um regime europeu único.



## 3 - Perspectivas de Regulação num Portugal Europeu

### **iii) Sistema regulatório ineficiente:**

*Lento, rígido, gerador de ambiguidades, incapaz de distinguir entre princípios base, estruturantes, e regras de ordem prática de implementação no dia a dia e com implementação inconsistente – falta de acordo na interpretação das regras.*

**iv) Insuficiente cooperação entre as entidades de supervisão europeias, nomeadamente ao nível prudencial.**

**v) Diferenças nos sistemas legais e fiscais.**

**vi) Barreiras comerciais, políticas, culturais...**



## **3 - Perspectivas de Regulação num Portugal Europeu**

- **A prioridade deverá ser a do reforço da cooperação e dos processos de consulta envolvendo o Parlamento Europeu, a Comissão, o Conselho, os Estados Membros, as autoridades de supervisão e regulação nacionais e os participantes no mercado.**
  
- **É neste quadro que o Relatório do Grupo dos Sábios propõe que se proceda à necessária harmonização do quadro legal e regulamentar tendo em vista a efectiva integração do mercado.**





## NÍVEL 1

A Comissão adopta uma proposta formal de Directiva/Regulamento após amplo processo de consulta

**Parlamento Europeu**

**Conselho**

Concordam nos princípios estruturantes e na definição dos poderes de implementação em Directiva/Regulamento

## NÍVEL 2

A Comissão, após consultar o Comité Europeu de Valores Mobiliários solicita parecer ao Comité Europeu de Reguladores de Valores Mobiliários quanto às medidas técnicas de implementação

O Comité Europeu de Reguladores de Valores Mobiliários prepara parecer consultando os participantes do mercado, utilizadores finais e consumidores, e submete-o à Comissão

A Comissão examina o parecer e apresenta proposta ao Comité Europeu de Valores Mobiliários

O Comité Europeu de Valores Mobiliários vota a proposta no período máximo de 3 meses

A Comissão adopta a medida

**Parlamento Europeu**  
é mantido informado e pode adoptar uma Resolução se as medidas excederem os poderes de implementação

## NÍVEL 3

O Comité Europeu de Reguladores de VM elabora recomendações com interpretações comuns, directrizes consistentes e standards comuns (em áreas não cobertas por legislação da UE), avaliação pelos pares, e compara as práticas reguladoras para assegurar uma implementação e aplicação consistentes

## NÍVEL 4

A Comissão verifica o respeito dos Estados Membros pela legislação da UE

A Comissão pode iniciar acção legal contra Estado Membro suspeito de violar a legislação comunitária



### 3 - Perspectivas de Regulação num Portugal Europeu

- A entrada no *Euronext* também incita a cooperação entre as entidades de supervisão.
- O desenvolvimento das ECNs e das ATSS também coloca diversos desafios.
- O uso da internet coloca desafios ao nível do sigilo das transacções e ao nível da responsabilização na transacção.



## 3 - Perspectivas de Regulação num Portugal Europeu

- A criação de uma infra-estrutura de compensação e de liquidação à escala europeia constitui também um desafio. Neste domínio verificam-se enormes desvantagens comparativas face aos E.U.A.
- O crescimento das instituições financeiras no sentido da constituição de conglomerados coloca cada vez mais a questão do modelo de supervisão: **consolidada** ou **segregada**.



## 3 - Perspectivas de Regulação num Portugal Europeu

- Modelo português: supervisão segregada. Uma mesma instituição pode ser supervisionada por mais que uma entidade de supervisão.
- Conselho Nacional dos Supervisores Financeiros visa a criação de sinergias entre as três entidades de supervisão do sistema financeiro português.



## **3 - Perspectivas de Regulação num Portugal Europeu**

- **Incremento da transparência do mercado:**
  - **Melhoria da qualidade da informação contabilística.**
  - **Divulgação da carteira dos membros dos órgãos de administração das empresas.**
  - **Responsabilização da actividade dos analistas de modo a evitar práticas de manipulação do mercado e de conflitos de interesses.**
  - **Diminuição dos custos de agência na gestão individual e colectiva de patrimónios.**
  - **Maior transparência nas relações de domínio societário.**





## **3 - Perspectivas de Regulação num Portugal Europeu**

**Creemos que os desafios colocados merecerão da nossa parte uma resposta firme e determinada tendo em vista um objectivo primordial:**

**a protecção do investidor.**





OBRIGADO