

Ao  
Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação  
e Relações Internacionais  
Ministério das Finanças e da Administração Pública  
Av. Infante D. Henrique n.º 1C – 1.º  
1100-278 Lisboa

Comunicação enviada para o email: [consulta.publica@gpeari.min-financas.pt](mailto:consulta.publica@gpeari.min-financas.pt)

Lisboa, 20 de Outubro de 2017

N/ Ref.<sup>a</sup>: AEM/ASF/681

Assunto: **Resposta à Consulta Pública sobre o Relatório do Grupo de Trabalho para a Reforma da Supervisão Financeira**

**Exmos. Senhores,**

A AEM - ASSOCIAÇÃO DE EMPRESAS EMITENTES DE VALORES COTADOS EM MERCADO (“AEM”), na sua qualidade de representante das empresas emitentes portuguesas, vem, pela presente, apresentar a sua resposta à Consulta Pública sobre o Relatório do Grupo de Trabalho para a Reforma da Supervisão Financeira (doravante “Relatório”) e a Proposta de Reforma do Sistema de Supervisão Financeira (doravante “Proposta”) nele descrita.

#### **A. Considerações Gerais**

A AEM acolhe de forma positiva a reflexão realizada no Relatório do Grupo de Trabalho para a Reforma da Supervisão Financeira sobre a coerência e o funcionamento do actual sistema de supervisão financeira e sobre os caminhos possíveis do seu aperfeiçoamento.

A reflexão em causa é tanto mais importante quanto, em nossa opinião, de há muito que se encontra por realizar uma análise aprofundada sobre a lógica da concepção e funcionamento dos modelos de supervisão do sector financeiro em Portugal.

Em nosso entender, contudo, esta reflexão deve assentar num pressuposto prévio: parece-nos essencial questionar se os desafios da supervisão financeira em Portugal não resultarão, principalmente, da prevalência que entre nós sempre tem sido dada às questões da estabilidade financeira em prejuízo dos temas de desenvolvimento do mercado e da economia real.

De facto, na nossa perspectiva, não é certo que a origem dos desafios do actual sistema de supervisão financeira se circunscrevam ao funcionamento do sistema tripartido de supervisão e, nos moldes em que este tem funcionado, de articulação entre o Banco de Portugal, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (doravante “CMVM”) e a Autoridade de Supervisão dos Seguros e Fundos de Pensões.

Julgamos que esses desafios resultam, sim, da mencionada prevalência do tema da estabilidade financeira, prevalência que parece ir persistir e até mesmo intensificar-se no modelo proposto no Relatório, o qual se afigura continuar a ter subjacente uma forma de pensar a supervisão desligada da realidade prática da economia e dos objectivos indispensáveis de desenvolvimento e promoção do mercado e que, dessa forma, incorre no risco de continuar a favorecer a existência de lacunas e de falhas no sistema de supervisão e de não acautelar devidamente a fulcral importância da eficiência orçamental dos reguladores, circunstância que, naturalmente, se for o caso, causará grande prejuízo a todos os actores do desenvolvimento económico.

O aprofundamento destes temas, relacionando a questão do “conflito” entre supervisão prudencial e comportamental com os eventuais benefícios e os inevitáveis custos dos diferentes modelos de supervisão (*e.g.*, modelo tripartido de especialização tendencialmente sectorial e modelo de especialização funcional), na perspectiva do desenvolvimento económico, particularmente num momento em que a situação do sistema financeiro português ainda atravessa modificações profundas e procura a estabilização, mostra-se, pois, como absolutamente essencial para que a reflexão agora iniciada possa conduzir aos resultados de eficiência, racionalização, simplificação e redução de custos que devem estar subjacentes a uma reforma deste teor.

O Relatório apresentado dá um primeiro passo neste sentido, designadamente por via da descrição da evolução e configuração dos diferentes modelos de supervisão nacionais na União Europeia.

Mas esse trabalho deve agora ser prosseguido, partindo do Relatório em apreço e com a devida atenção às respostas que vão ser apresentadas na presente Consulta, através do aprofundamento e da discussão participada das questões substanciais que o Relatório, e a Proposta que incorpora, enunciaram bem como sobre aquelas, essenciais, que ainda carecem de mais informada investigação.

A título exemplificativo, julgamos que carece de aprofundamento o estudo sobre as vantagens e as desvantagens inerentes a um possível abandono do modelo tripartido, na medida em que a eventual criação de uma supervisão unificada ou de um modelo dualista poderia apresentar-se vantajosa, não

apenas para as entidades supervisionadas, mas também para o funcionamento do mercado e da economia.

De facto, por mais forte e eficaz que se concebam as eventuais novas estruturas de articulação ou de cooperação entre os diferentes tipos e áreas de supervisão comportamental e prudencial, e entre as três autoridades de supervisão nacionais, afigura-se-nos que as respostas para os desafios do sistema financeiro nunca poderão ser tão rápidas e eficazes quanto desejável quando várias equipas de instituições diversas tenham de se coordenar, com os seus métodos, ritmos e perspectivas próprias, sendo essas dificuldades tanto maiores quanto mais se aumentar a complexidade do sistema de supervisão e o número dos protagonistas que no mesmo actuam.

Nestes termos, a AEM, naturalmente, permanece disponível, e entende dever aqui reforçar essa disponibilidade, para participar em todas as iniciativas que ainda podem ser desenvolvidas, de forma construtiva, no sentido de assegurar que o modelo de supervisão a aprovar e implementar venha a ser aquele que garanta a maior racionalização, simplificação, eficiência e redução de custos, e a mais significativa mais valia para o desenvolvimento da economia portuguesa.

É também neste sentido, de contributo para uma reflexão e discussão que não deve encerrar-se de forma prematura ou precipitada, que devem ser entendidos os comentários que a seguir apresentamos.

## **B. Transposição do Direito Europeu**

O nosso primeiro comentário refere-se a um tema que é extremamente caro às sociedades cotadas e que, precisamente por não se encontrar reflectido no Relatório em análise, deve merecer destaque inicial.

Como é do conhecimento de V. Exas., muitas das disposições aplicáveis no âmbito do Direito das Sociedades, do Direito dos Valores Mobiliários e do Direito Financeiro, resultam, crescentemente, de imposições comunitárias.

A AEM, no passado recente e em várias ocasiões, teve oportunidade de propor ao Governo de Portugal a criação de um mecanismo permanente de diálogo em matéria de Direito Europeu que facilite o acolhimento atempado de políticas e de normas comunitárias, bem como a necessária adaptação do Direito interno às novas políticas e normas, em articulação com os parceiros e com os representantes dos sectores de actividade destinatários das mesmas.

Julgamos da maior relevância recuperar o tema nesta sede, pois, em nosso entender, qualquer reforma da supervisão financeira que não contribua decisivamente para a resolução dos actuais problemas do

processo de acolhimento do direito europeu no quadro legislativo nacional, consubstanciará uma reforma não conseguida.

Como temos vindo a referir, é imprescindível assegurar o acompanhamento nacional, articulado e participado por todos os protagonistas do mercado nacional, de todo o ciclo de vida da política comunitária, com o objectivo de facilitar a adaptação às imposições levadas a cabo por Regulamentos comunitários bem como a transposição atempada e equilibrada de Directivas para o plano nacional.

Em particular, é de extrema importância a promoção, pelo Governo de Portugal, da participação tão precoce quanto possível das entidades supervisionadas e das associações que as representam em todos os processos de consulta europeus e processos de transposição de normas de direito comunitário, incluindo no que respeita à produção dos respectivos *roadmaps* de acolhimento e de transposição, assim colhendo os respectivos contributos e assegurando a defesa dos interesses do mercado português.

Uma tal participação, longe de colocar em causa as competências legislativas e regulatórias existentes, será benéfica, não apenas para o legislador que poderá beneficiar desde o primeiro momento dos contributos das entidades supramencionadas, mas também para todos os intervenientes no mercado português, os quais passariam a encontrar no sistema legal uma segurança e uma confiança que não têm existido, o que, por sua vez, incentivaria o desenvolvimento da economia nacional.

Além disso, esta participação permitiria mitigar ou eliminar o fenómeno de *gold plating* que em Portugal atinge níveis muito prejudiciais e que cria assimetrias e distorções concorrenciais injustificadas e penalizadoras para as entidades portuguesas, em comparação com as demais entidades europeias, fenómeno que tem contribuído para o êxodo do investimento de Portugal.

Esta indispensável criação de um mecanismo permanente de diálogo que, repetimos, não pode ser um tema ignorado na reforma do sistema de supervisão financeira, deverá assentar no estabelecimento de formas de cooperação com as associações relevantes do mercado de capitais português, bem como com outras entidades de direito público ou privado, designadamente através da criação de grupos de trabalho, temporários ou permanentes, que acompanhem *ab initio* os processos de preparação da legislação europeia, avaliando e acautelando em permanência os respectivos impactos futuros no mercado nacional.

As referidas entidades devem ser envolvidas no processo legislativo logo a partir da fase de planificação legislativa e de calendarização de iniciativas e correspondente avaliação e validação estratégica, o que permitiria, a nosso ver, uma maior eficiência do procedimento legislativo.

E o mecanismo permanente de diálogo aqui novamente proposto deverá ser dotado de regulamento de funcionamento próprio, aprovado pelos respectivos participantes, o qual verse sobre as suas

atribuições, composição, coordenação, reuniões, âmbito de actuação, entre outras matérias relevantes, de forma a assegurar a respectiva eficiência.

## **C. Custos Resultantes da Reforma do Sistema de Supervisão Financeira para as Entidades Supervisionadas**

### **1. Análise Custo-Benefício**

A AEM entende que qualquer Proposta de Reforma, para mais com a relevância e impacto daquela aqui em causa, deve ser precedida de, e justificada por, uma análise de custo-benefício.

A ausência deste elemento essencial prejudica o Relatório e dificulta a análise da Proposta e das soluções nela preconizadas, suscitando-se muitas e legítimas dúvidas quanto à viabilidade dessas soluções, em particular quanto aos custos envolvidos e ao modo de distribuição desses custos.

Este aspecto deve constituir um elemento fundamental do trabalho a desenvolver agora, na sequência da presente Consulta, por forma a que, no contexto da proposta de lei a apresentar posteriormente, possam ser conhecidos, e discutidos, os exactos custos, e correspondente metodologia de alocação, do modelo de supervisão que vier a ser proposto pelo Governo de Portugal.

### **2. Financiamento do Modelo de Supervisão e Eficiência Orçamental**

As soluções vertidas na Proposta apresentada, em si, e no plano teórico, não são necessariamente boas ou más.

Essas soluções serão com certeza menos boas se não se traduzirem num aumento da simplificação e da eficiência, e na correspondente redução de custos, do novo sistema em comparação com o actual sistema de supervisão.

E, definitivamente, essas soluções serão más se a sua consequência for o aumento da complexidade, da ineficiência, e dos custos associados ao funcionamento do sistema de supervisão.

A título de exemplo, as sugestões, incluídas na Proposta, de nova composição dos órgãos de administração e de fiscalização das autoridades de supervisão, não devem, em nenhum caso, representar um aumento de despesa, nem ser repercutidas, directa ou indirectamente, sobre as entidades supervisionadas, devendo conter-se dentro dos princípios de eficiência orçamental a que os reguladores devem estar obrigados, afigurando-se mais uma vez impreterível que, neste caso, como noutros, as propostas a apresentar sejam acompanhadas da indispensável análise custo-benefício para total transparência das medidas e da discussão.

No que concerne outro exemplo significativo, cumpre referir igualmente que a AEM não concorda com qualquer sugestão que pretenda assegurar o financiamento de eventuais novas entidades do sistema através de contribuições dos supervisores sectoriais definidas com base num orçamento estabelecido em proporção do orçamento de cada supervisor destinado a actividades de supervisão.

Em nosso entender, qualquer entidade do sistema de supervisão nacional que não tenha competências exclusivamente sectoriais ou verticais deve ser financiada através do Orçamento de Estado e não através de contribuições dos supervisores sectoriais já existentes, ou seja, das entidades supervisionadas que contribuem para os respectivos orçamentos.

De facto, no caso da supervisão transversal ou horizontal, salvo excepções que carecem de específica fundamentação, o interesse subjacente à supervisão é geral, é o interesse nacional, e não sectorial, pelo que não é justo nem justificável que o respectivo financiamento recaia sobre um conjunto determinado de entidades que não são as únicas a beneficiar da existência da supervisão.

Em conclusão, nesta matéria, acima de tudo, a preocupação da AEM é a de que seja assegurado que a forma de financiamento de qualquer nova entidade respeite critérios essenciais de eficiência orçamental e não represente um acréscimo nos custos, já hoje excessivos e desproporcionados, suportados pelas entidades supervisionadas.

A esta preocupação acresce uma outra, com aquela relacionada, e igualmente identificada pelo Grupo de Trabalho para a Reforma do Sistema de Supervisão Financeira, relativa à necessidade de revisão da actual contribuição da CMVM para a Autoridade da Concorrência, a qual pesa significativamente no orçamento da CMVM e prejudica de forma grave, injusta e injustificada, as entidades supervisionadas. Aliás, tal como a AEM tem defendido, a contribuição da CMVM para a Autoridade da Concorrência não deveria apenas ser revista, mas sim eliminada.

Na verdade, como é do conhecimento de V. Exas., a AEM já se pronunciou em mais do que uma ocasião contra a existência de uma contribuição da CMVM para a Autoridade da Concorrência, bem como contra a majoração das taxas cobradas pela CMVM tendo em vista a cobertura de encargos da CMVM relativos ao financiamento da Autoridade da Concorrência, majoração esta que representa uma injustificada duplicação de encargos para as empresas emitentes.

Neste contexto, e considerando que a Proposta também prevê a possibilidade de serem atribuídos a outras entidades poderes específicos em matéria de práticas de concorrência no sector financeiro, é importante alertar para a absoluta necessidade de, se tal situação se verificar, de aí não resultar qualquer hipótese de cumulação das taxas (*rectius*, impostos) já hoje exigidas aos supervisionados.

#### **D. Extinção do Conselho Consultivo da CMVM**

No que respeita à proposta de extinção do Conselho Consultivo da CMVM e da sua substituição por “grupos de *stakeholders*”, é necessário que se proceda à clarificação do significado prático desta substituição, bem como da regularidade das reuniões que se prevê virem a existir entre o Conselho Geral, o Conselho de Administração Executivo e aqueles grupos de *stakeholders*.

A este propósito, deve recordar-se que o actual Conselho Consultivo da CMVM é concebido como um órgão da CMVM em sentido próprio, previsto nos respectivos Estatutos, afigurando-se que a substituição deste órgão consultivo por reuniões periódicas com “grupo de *stakeholders*” possa representar uma tentativa de desvalorização do mecanismo de consulta da CMVM, a qual, por sua vez, poderá levar a uma desvalorização dos processos de diálogo actualmente existentes, hipótese que tem de se rejeitar.

Neste ponto, e independentemente da configuração que venha a ser adoptada quanto aos órgãos de administração e de fiscalização das autoridades de supervisão, cumpre enfatizar a absoluta necessidade da manutenção de *fora*, devidamente institucionalizados, que assegurem o diálogo regular e periódico com as entidades supervisionadas.

Pelo que, a AEM considera indispensável uma prévia avaliação das vantagens e das desvantagens das alterações propostas, bem como uma clarificação dos termos em que se sugere que estas alterações aconteçam e dos seus efeitos práticos.

#### **E. Criação do Conselho Superior de Política Financeira**

No que respeita à criação do Conselho Superior de Política Financeira (“CSPF”), a AEM acolhe como potencialmente positiva a criação do CSPF.

Tendo presente a experiência do funcionamento do Conselho Nacional do Mercado de Valores Mobiliários, cuja extinção agora se prevê, a AEM considera essencial que o CSPF se dedique a temas com efectiva relevância para o desenvolvimento do mercado e da economia nacional, e não apenas a questões relacionadas com a supervisão e a regulação financeira.

Neste sentido, a AEM acolhe positivamente a previsão de duas reuniões anuais desta nova entidade com uma composição alargada às instituições representativas dos principais *stakeholders* e designadamente a esta associação.

Por outro lado, de modo a incentivar o desenvolvimento construtivo do funcionamento do CSPF, a AEM considera igualmente essencial que os participantes nas citadas reuniões do novo Conselho

possam apresentar tópicos de agenda para as respectivas sessões, de forma a permitir que o seu especial contributo possa ser o mais incentivado e valioso que se mostrar possível.

#### **F. Criação de Mecanismo de Recurso Extrajudicial das Decisões das Autoridades de Supervisão**

A AEM considera que a criação de um mecanismo de recurso extrajudicial das decisões das autoridades de supervisão pode vir a ter efeitos benéficos, desde logo considerando as ineficiências actualmente verificadas no recurso judicial.

Sem prejuízo, a avaliação fundamentada da criação deste mecanismo implicaria um conjunto de esclarecimentos que não resultam do Relatório.

Em primeiro lugar, impõe-se o esclarecimento sobre a natureza e o funcionamento deste mecanismo de recurso extrajudicial, uma Câmara de Recurso ligada ao CSEF, aspectos que não constam do Relatório.

Ainda quanto ao funcionamento desta Câmara de Recurso, importa que seja claramente definido o tempo que as decisões tomadas no âmbito deste novo mecanismo podem vir a demorar, devendo ser fixado um prazo máximo para a decisão, o qual deve ser curto, de forma a não representar um aumento dos danos representados para as entidades supervisionadas por uma decisão administrativa que lhes seja prejudicial, danos esses que são tanto maiores quanto maior o tempo que intermedeia entre a decisão administrativa e uma posterior decisão, designadamente judicial que, como muitas vezes acontece, se pronuncie em desfavor da decisão administrativa.

Em segundo lugar, questiona-se qual será a composição desta Câmara de Recurso, considerando que no Relatório apenas se refere que a Câmara de Recurso será composta por “*personalidades de reconhecido mérito e com experiência na área financeira*”.

Na nossa opinião, a intervenção nesta Câmara de Recurso implicará sempre necessariamente a decisão de questões jurídicas, pelo que não parece bastar que as personalidades que a compõem tenham experiência na área financeira, sendo necessário que, em qualquer caso, essas personalidades possuam indispensável e elevada formação jurídica, assegurando-se que têm todas as qualificações indispensáveis e adequadas para decidir as questões que lhes possam vir a ser submetidas.

Por outro lado, quanto à designação das personalidades que virão a compor esta Câmara de Recurso é necessário que se assegure a sua independência e a sua imparcialidade, em particular em relação às autoridades administrativas, sendo imperioso que se estabeleçam mecanismos destinados a assegurar essa independência e evitar a ocorrência de conflitos de interesses.



Por fim, importa ressaltar que, independentemente dos esclarecimentos que venham a ser disponibilizados sobre o funcionamento desta Câmara de Recurso e sobre a sua composição, em qualquer caso, tem de ser assegurada aos supervisionados a possibilidade de escolha entre este mecanismo de recurso extrajudicial e o recurso judicial, não podendo, de forma alguma, o eventual novo mecanismo de recurso extrajudicial vir substituir ou constituir condição prévia de acesso ao recurso judicial, pois um tal modelo afectaria gravemente os direitos das entidades supervisionadas.

### **G. Modelo Institucional de Certificação e Participação da AEM**

No que respeita à forma institucional da aplicação prática das regras relativas à qualificação, certificação e responsabilização dos colaboradores de instituições financeiras e consultores de investimento, a qual poderá passar pela constituição de uma entidade público-privada, sem fins lucrativos, ligada funcionalmente ao CSEF e participada por diversas entidades em representação dos diferentes agentes do mercado, importa recordar que as sociedades cotadas têm um interesse próprio legítimo nas matérias em causa pelo que, se essa entidade vier a ser constituída a AEM entende que deverá ser chamada a participar na mesma.

### **H. Exclusão da CMVM do Âmbito de Aplicação da Lei-Quadro das Entidades Reguladoras**

Ao contrário dos restantes supervisores já existentes no actual sistema de supervisão financeira nacional, a CMVM não é uma autoridade sectorial mas sim uma autoridade de supervisão transversal, dada a abrangência da sua actividade, motivo pelo qual a AEM considera adequado que se repense, de forma contemporânea com a presente Proposta, a inclusão da CMVM no âmbito da Lei-Quadro das Entidades Reguladoras, aprovada pela Lei n.º 67/2013, de 28 de Agosto (doravante “Lei-Quadro”), no sentido da sua exclusão.

De facto, e em especial, a Lei-Quadro estabelece, nos seus artigos 19.º, n.º 2 e 32.º, n.º 6, um regime de incompatibilidades aplicável não só aos membros do Conselho de Administração, mas também a Directores e a trabalhadores a estes equiparados, estabelecendo a impossibilidade de as pessoas em causa assumirem funções nos dois anos subsequentes à cessação de funções na CMVM em qualquer entidade que seja destinatária da respectiva actividade, o que, tendo em conta a abrangência dos serviços prestados pela autoridade, exclui a possibilidade de estes profissionais exercerem funções na quase totalidade do seu mercado de trabalho natural.

Este regime constitui uma grave limitação ao recrutamento de quadros qualificados e especializados para funções de direcção e equiparadas na CMVM, o que prejudica seriamente o seu eficaz

funcionamento, pelo que não nos parece adequado operar uma reforma do sistema de supervisão financeira nacional sem alterar o âmbito de aplicação da Lei-Quadro, de forma a dele excluir a CMVM.

Agradecendo antecipadamente a melhor atenção de V. Exas. em relação ao acima exposto, fica esta Associação ao dispor para quaisquer esclarecimentos ou para o que V. Exas. entendam por pertinente, reiterando a total disponibilidade para participar em todas as iniciativas que ainda terão de ser desenvolvidas no sentido de assegurar que o modelo de supervisão a aprovar e implementar venha a ser aquele que garanta a maior racionalização, simplificação, eficiência e redução de custos.

Com os nossos melhores cumprimentos,

**Pela Direcção da AEM,**

**Abel Sequeira Ferreira**

*Director Executivo*