

Comissão Parlamentar de Inquérito à Celebração de Contratos de Gestão de Risco Financeiro por Empresas do Sector Público

18.^a Reunião
(3 de setembro de 2013)

SUMÁRIO

O Sr. Presidente (Jorge Lacão) deu início à reunião às 15 horas e 10 minutos.

Após uma apresentação inicial, o Sr. Dr. Carlos Tavares (Presidente do Conselho Diretivo da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) prestou esclarecimentos aos Srs. Deputados Carlos Santos Silva (PSD), Filipe Neto Brandão (PS), Cecília Meireles (CDS-PP), Paulo Sá (PCP) e Mariana Mortágua (BE).

O Sr. Presidente encerrou a reunião eram 18 horas e 2 minutos.

O Sr. Presidente (Jorge Lacão): — Srs. Deputados, estamos em condições de iniciar a reunião.

Eram 15 horas e 10 minutos.

Formalmente, estamos ainda no âmbito da 1.^a Sessão Legislativa, mas sentimo-nos já no reinício de um novo ciclo. Desejo que todos venham plenamente restabelecidos depois do período de férias e quero cumprimentar, também, neste momento, o Sr. Dr. Carlos Tavares, Presidente do Conselho Diretivo da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), bem como a Sr.^a Dr.^a São Igreja, Diretora do Departamento de Apoio ao Investidor e Comunicação da CMVM, e a Dr.^a Gabriela Figueiredo Dias, Assessora do Conselho Diretivo da CMVM, conforme indicação que creio estar certa.

Quero igualmente agradecer a disponibilidade do Sr. Dr. Carlos Tavares de estar aqui connosco para nos prestar os esclarecimentos que entretanto lhe vierem a ser solicitados e quero também desejar às Sr.as e aos Srs. Jornalistas uma continuação de boa presença no acompanhamento dos nossos trabalhos, bem como aos nossos colaboradores de apoio, que muito frutuosa e têm contribuído para o bom andamento dos trabalhos da Comissão.

Assim sendo, se não houver objeção da parte dos Srs. Deputados, vamos iniciar a interlocução com o Dr. Carlos Tavares.

Entretanto, já agora, se me permitem, quero ainda confirmar, como aliás já é do vosso conhecimento, de que temos as nossas audições marcadas e confirmadas até ao dia 12, mas outras se seguirão, incluindo os dias 16, 17 e 18. Brevemente haverá informação de confirmação das novas audições que entretanto foram marcadas em reunião de coordenação.

Sr. Dr. Carlos Tavares, renovo-lhe os votos de boas-vindas. Creio ser sua intenção fazer uma exposição inicial, que será talvez acompanhada de alguns diapositivos, os quais iremos poder observar no painel que se encontra atrás de nós. Vou dar-lhe a palavra para o efeito, após o que se seguirá a ronda das questões que são formuladas em duas ou eventualmente em três rondas, por parte dos Srs. Deputados, numa primeira fase com perguntas e respostas imediatas, numa segunda fase com questões e depois mediatizado pelas respostas e finalmente ainda alguns comentários finais, se for caso disso.

Sr. Doutor, tenho muito gosto em dar-lhe a palavra. Faça favor.

O Sr. Dr. Carlos Tavares (Presidente do Conselho Diretivo da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários): — Muito obrigado, Sr. Presidente, Deputado Jorge Lacão. É sempre com gosto que venho a esta Casa.

Decidi fazer uma pequena apresentação inicial sobre a questão geral da supervisão dos derivados, porque penso que permitirá, depois, economizar algum tempo na fase subsequente do debate.

O primeiro slide que apresento mostra a importância do mercado de derivados que, neste caso, são transacionados em mercado de balcão, não em mercados organizados, e onde se pode notar, em primeiro lugar, a grande importância deste mercado em todo o mundo, pelos valores que estão ali expressos em milhares de milhões de dólares. Vemos que são valores, de facto, de grande expressão, e, dentro dos derivados, o principal produto é precisamente o produto relativo a derivados de taxas de juro, o qual penso ser o objeto principal desta Comissão.

Isto só para dizer também que os contratos chamados *swap* são um contrato normal nos mercados financeiros e o mais transacionado nos

mercados financeiros, neste caso, no mercado de balcão, que é, ainda hoje, o principal lugar de transação destes produtos. Aliás, se virmos, o segundo gráfico mostra o mercado de derivados de taxas de juro *swaps forward rate agreements*. No OTC (mercado *over the counter*), no chamado mercado de balcão, mercado não regulamentado, que é representado através das barras, uma vez mais os *swaps* são o principal objeto de transação e este mercado teve, como se pode ver, uma grande expansão a partir de 2000 até à presente crise financeira.

Depois, na escala da direita — e podemos ver a relação entre as duas através da curva a cheio —, estão representadas transações em mercados organizados, a chamada transação em bolsa, que são uma pequena parte das transações. A transação em mercados organizados não representa, como podemos ver por aqui, mais do que cerca de 10% do total das transações, embora, como sabemos, quando a crise financeira se desencadeou há seis anos ou mais, uma das grandes orientações fosse encaminhar estes produtos, a transação dos derivados, dos mercados de balcão para os mercados organizados. A verdade é que até hoje isso não se verificou e podemos ver que nos últimos tempos a tendência até tem sido a contrária, tem sido de ganho de importância do mercado de balcão, portanto, o mercado não regulamentado e também não supervisionado.

Temos a seguir um outro tipo de derivados (também bastante importante, mas, apesar de tudo, com uma importância incomparavelmente menor do que os derivados de taxas de juro), que são os derivados de taxas de câmbio, onde se verifica também a mesma tendência: o grande volume de transações situa-se nos mercados de balcão, mercados não organizados, repito, e não supervisionados. A curva a cheio, uma vez mais, representa a transação em bolsa e na escala da direita, uma vez mais, uma fração relativamente pequena das transações totais.

O que aconteceu em relação à regulação e à supervisão destes mercados? Vimos por estes gráficos que eles tiveram uma grande expansão a partir de 2000. Ora, 2000 — e mais precisamente o mês de dezembro — coincide com o que considero um marco histórico e decisivo até para o desencadear da crise financeira que veio a manifestar-se a partir de 2007, que foi o chamado Commodity Futures Modernization Act, nos Estados Unidos, através do qual, em dezembro de 2000 — e num momento muito especial, que foi entre a saída do Presidente Clinton e a entrada do Presidente Bush (portanto, um já tinha saído e o outro ainda não tinha entrado) —, os órgãos legislativos americanos aprovaram esta lei que simplesmente excluía a maior parte dos mercados de derivados da supervisão das agências americanas responsáveis, neste caso da ECC (Economic Consultative Comitee) e da CFTC (Commodity Futures Trading Commission), em particular os derivados conhecidos por *credit default swaps*, que foram, por esta lei, excluídas da supervisão.

Esta lei veio a ter, de facto, um efeito muito importante, que eu diria quase devastador sobre o que foi a génese da crise financeira, porque este tipo de contratos derivados teve uma grande expansão a partir daí, sem supervisão, sem que as agências responsáveis — neste caso a CFTC ou a ECC — pudessem impor regras ou limites a este tipo de contratos.

Esta situação só veio a ser corrigida em 2010 — portanto, 10 anos depois e após se concluir pelo efeito pernicioso desta lei — através do chamado Dodd-Frank Act, que fez uma profunda reforma financeira na regulação e supervisão dos Estados Unidos e onde, de facto, aquelas características introduzidas em 2000 pela primeira lei que referi, foram completamente revertidas através do Dodd-Frank Act.

Na União Europeia não houve um *commodity and futures modernizations act*, mas houve também uma ausência de regulação deste

tipo de mercados. Portanto, basicamente, a regulação não diferia fundamentalmente da que existia nos Estados Unidos.

Só dois anos mais tarde, em agosto de 2012, aparece aprovado o European Market Infrastructure Regulation (EMIR), que regulou os mercados de derivados *over the counter*, os de balcão, e está ainda em discussão, esperando-se uma aprovação tão próxima quanto possível, a DMIF II, a revisão da Diretiva de Mercados e Instrumentos Financeiros, que completará alguns aspetos da regulação do mercado de derivados que já foram regulados pelo Dodd-Frank Act nos Estados Unidos. Portanto, aqui a Europa está um pouco desfasada em relação aos Estados Unidos e este projeto, a DMIF II, entrará em vigor não antes seguramente de 2015, ou seja, oito anos depois do início da crise financeira.

Basicamente, o EMIR, que já está aprovado e em vigor, impõe a compensação de derivados estandardizados através de contrapartes centrais, impõe a transparência deste mercado — porque até agora ele é totalmente não transparente — através do reporte das transações e através dos chamados repositórios de negociação, os *trade repositories*, a imposição de técnicas de mitigação de riscos às transações de derivados de balcão não compensados através de contrapartes centrais e a aplicação de requisitos prudenciais e materiais às câmaras de compensação e também aos repositórios das transações.

A DMIF II tratará um aspeto que não é totalmente pacífico, que é outra das orientações que foram traçadas pelo G20 logo no dealbar da crise financeira que é a obrigatoriedade de transação dos derivados em mercados organizados, não em mercados de balcão, mas em mercados organizados. Este era um aspeto que curiosamente era pacífico há alguns anos atrás, aquando dos primeiros anos da crise financeira e que gradualmente tem

vindo a tornar-se menos pacífico, embora seja um aspeto já previsto no Dodd-Frank Act nos Estados Unidos também.

A DMIF II também prevê requisitos de capital mais elevado para os contratos que não utilizem contrapartes centrais. Repito: tudo isto em relação aos mercados de balcão.

O que se passa em Portugal relativamente aos contratos de derivados? Primeiro, a autorização e o registo da atividade de execução de ordens e negociação por conta própria (isto relativamente aos intermediários financeiros de contratos de derivados); tem de haver uma autorização da autoridade competente que, neste caso, é o Banco de Portugal, no caso de entidades com sede em Portugal e implica também o registo na CMVM para efeitos de supervisão, ao abrigo do Código dos Valores Mobiliários, o qual prevê regras de conduta na comercialização de instrumentos financeiros (note-se que só a partir de 2007 é que esta regulamentação é explícita no Código dos Valores Mobiliários com a transposição da DMIF, da Diretiva de Mercados e Instrumentos Financeiros. Portanto, o Código dos Valores Mobiliários, em rigor, deixou de ser simplesmente um Código dos Valores Mobiliários e passou a ser um Código dos Valores Imobiliários e Instrumentos Financeiros. Neste aspeto particular, ele prevê, nestes artigos que estão aqui assinalados, normas sobre conflitos de interesse, deveres de informação, proibição de benefícios ilegítimos, deveres de categorização dos investidores e do conhecimento do cliente para efeitos de respetiva categorização como investidor qualificado ou não qualificado e deveres de apreciação do carácter adequado da operação relativa a instrumentos financeiros.

Note-se que estes deveres se aplicam essencialmente quando estamos a tratar de investidores não qualificados, ou seja, investidores que merecem ou que têm direito a um nível de proteção mais forte pelo facto de serem

normalmente investidores individuais ou pequenas empresas, com menos conhecimentos e menos capacidade financeiras. E, sempre que o serviço é prestado ao investidor qualificado, a lei presume que este tem um nível necessário de conhecimento e de experiência em relação aos serviços ou transações em que é tratado como tal, dispensando os testes de adequação, o cumprimento dos outros de deveres de informação que a lei só prevê para os investidores não qualificados.

As empresas de grande dimensão — e isto tem interesse especial para esta Comissão — são considerados investidores qualificados, embora possam requerer, se o entenderem, um estatuto de investidor não qualificado para beneficiarem de um nível de proteção superior.

Os critérios para investidores qualificados, portanto, a atribuição da categoria de empresa de grande dimensão, é feita sempre que se verifiquem dois dos seguintes critérios: ter um capital próprio maior do que 2 milhões de euros; ter um ativo maior ou igual a 20 milhões de euros; e ter um volume de negócio líquido maior ou igual a 40 milhões de euros.

Portanto, dois destes três critérios são suficientes para classificar uma empresa como investidor qualificado e não beneficiar do nível de proteção estabelecido no Código nos artigos que foram atrás referidos.

Quanto ao conteúdo dos contratos, a regulamentação europeia não optou por regular o conteúdo dos contratos, ou seja, o conteúdo dos contratos é objeto de livre acordo entre as partes que os subscrevem, o que resulta, como disse, do quadro regulatório europeu que privilegia as regras de conduta, sobretudo de informação e de adequação relativamente a investidores não qualificados.

Quanto às responsabilidades institucionais de supervisão: a comercialização de instrumentos financeiros com investidores não qualificados é da responsabilidade da CMVM, com âmbito da supervisão

que referi atrás; a transação em mercados regulamentados localizados em Portugal pertence à CMVM, sendo de notar que, atualmente, não existem mercados organizados de derivados em Portugal — a Euronext, como sabem, tem uma unidade em Londres onde estas transações são feitas; por outro lado, nas implicações financeiras e exposição ao risco resultante das condições e montantes contratados, no que respeita à economia do produto, as implicações nos balanços das instituições financeiras bancárias e seguradoras a supervisão pertence ao Banco de Portugal ou ao ISP, conforme for o caso de serem bancos ou entidades seguradoras.

A supervisão das obrigações previstas no EMIR, que atrás referi, a compensação por contrapartes centrais e o reporte de transações é um diploma que ainda está em fase de aprovação, sendo que o EMIR está em vigor, porque, sendo um regulamento comunitário, se aplica diretamente sem necessidade de transposição.

Todavia, a proposta que o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros fez ao Governo para repartição das competências é o que aqui está expresso, ou seja, quando se trata de contrapartes financeiras — instituições de crédito e sociedades financeiras — a competência pertence ao Banco de Portugal; quando se trata de empresas de seguros, resseguros e fundos de pensões a competência pertence ao ISP; e quando se trata de organismos de investimento coletivo e empresas de investimento a competência cabe à CMVM.

Quanto às contrapartes de gestão financeira e contrapartes centrais as competências também cabem à CMVM e quanto a repositórios de transações há uma partilha de competências entre a ESMA, a nível central, e a CMVM. Ou seja: existem várias entidades envolvidas com competências que são complementares e que implicam a coordenação e a troca de informação apropriada entre as autoridades.

Para além da questão da supervisão, gostaria de realçar a importância, sobretudo quando vemos o problema do lado das empresas e não do lado das instituições financeiras, dos controlos societários e de adequados modelos de governo societário.

Por um lado, pressupõe-se que todo o sistema de controlo societário, que está consagrado no Código das Sociedades Comerciais e que deve ser adotado pelas empresas, tem de funcionar nos seus diversos patamares, desde aquele que é mais próximo da empresa, porque é um órgão interno da empresa — a auditoria interna que se pressupõe que deve ter um grau de autonomia e independência razoável. Aliás, nós, nas recomendações, sugerimos que a auditoria interna nem sequer reporte à comissão executiva, mas reporte, por exemplo, ao conselho de administração.

Temos também os órgãos de fiscalização — o conselho fiscal, a comissão de auditoria, o conselho geral de supervisão ou a comissão para as matérias financeiras, conforme o modelo societário adotado —, o revisor oficial de contas e os auditores externos.

Portanto, todos estes níveis de controlo devem funcionar e quando se trata de instituições financeiras a própria supervisão apoia-se no trabalho destes órgãos, que têm obrigações, inclusivamente, de reporte aos supervisores de irregularidades ou de riscos excessivos tomados, neste caso quando se trata de instituições financeiras.

E quer o código do governo das sociedades, que tem sido emitido pela CMVM, quer o Código das Sociedades Comerciais preveem requisitos relativamente a estas entidades, nomeadamente: a independência da auditoria interna, como falei; um sistema de controlo e de reporte de riscos, que é uma obrigação legal das empresas, neste caso cotadas — e estamos a falar de empresas cotadas; a independência dos membros dos órgãos de fiscalização; e a independência dos auditores externos.

É claro que, quando não estão em causa empresas cotadas, se aplica o Código das Sociedades Comerciais, não se aplicam as recomendações da CMVM, mas, inclusivamente, para as empresas públicas o Governo emitiu recomendações que, em alguns casos, interiorizam, acolhem as recomendações da CMVM para as empresas cotadas.

Finalmente, existe uma questão que eu considero essencial, mas que não é suscetível de legislação nem de regulação: a ética nos negócios, que é exigível a todas as partes envolvidas.

Quando estão em causa negócios, por exemplo, entre empresas financeiras e não-financeiras, ambas as partes têm, naturalmente, de atuar com respeito pelos princípios da ética nos negócios, seja do lado das instituições financeiras, com os deveres da boa conduta bancária, com prioridade no interesse dos clientes — o que eu costumo designar pelos «valores tradicionais da banca», que a partir de 2000, reconheço, foram em, alguns casos, um bocadinho esquecidos com alguma inovação financeira mais agressiva e menos contida, digamos assim —, seja do lado das empresas os deveres fiduciários dos administradores perante os acionistas.

Este aspeto, creio, é essencial e, como disse, não é legislável nem regulável por qualquer regulador.

Finalmente, as questões relativas aos contratos *swap* supervisionados pela CMVM e que são os que dizem respeito a investidores não qualificados.

Muitos contratos de cobertura de risco de taxa de juro foram celebrados, sobretudo a partir do momento em que as taxas de juro tiveram, na primeira metade de década de 2000, uma tendência ascendente, sendo que depois não se confirmou essa tendência, por força da emergência da crise financeira e das políticas dos bancos centrais e, em grande parte por isso, os resultados de alguns desses contratos não foram os esperados.

Assim, sobretudo desde 2009, deram entrada na CMVM 170 processos de reclamação relativos à comercialização de *swaps* de taxa de juro, que são reclamações apresentadas por comerciantes em nome individual, em alguns casos, e por pequenas e médias empresas, não caindo naqueles critérios de investidores qualificados — portanto, em todas estas 170 reclamações estavam em causa investidores não qualificados —, visando, neste caso, cinco intermediários financeiros que atuam em Portugal.

Destes 170 processos de reclamação concluímos 151, sendo que maioritariamente foram conseguidos acordos entre a instituição financeira envolvida e os investidores, neste caso, como disse, comerciantes ou pequenas e médias empresas após intervenção da CMVM, sendo que esta intervenção, atualmente, tem alguns limites, como vou referir a seguir.

As questões que foram identificadas nas reclamações dizem respeito: à comercialização do produto e às práticas associadas a essa comercialização; à prestação de informação quanto às características e riscos; à adequação do produto aos conhecimentos e experiência dos clientes e aos objetivos de investimento e capacidade financeira; à correspondência entre os riscos a proteger e a amplitude da proteção — por exemplo, muitas vezes, não havia coincidência integral entre aquilo que eram as dívidas dos clientes e o montante da proteção de taxa de juro associada; à aptidão do produto para cobrir/gerir o risco de variação do ativo financeiro, pois nem sempre os produtos estavam aptos a cobrir os riscos que se propunham; ao grau de complexidade do produto, em muitos casos, inadequado aos interlocutores — e recorro que destas empresas encontramos interlocutores que tinham por exemplo o ensino básico ou, em alguns casos, o 9.º ano, mas, em muitos casos, não teriam habilitações

suficientes para entender alguns destes produtos; e a eventuais conflitos de interesses não comunicados.

Ora, o que é que a CMVM tem feito perante estes casos, dentro do quadro legal que hoje existe e que tem limites, como disse?

Por um lado, tem feito uma apreciação do mérito das reclamações; tem emitido um parecer formal, que é uma prática que nem sempre foi seguida na CMVM, mas que temos vindo a seguir há alguns anos com a recomendação concreta (que não tem efeitos vinculativos para os intermediários financeiros), com a análise da CMVM e indicação dos critérios orientadores para a resolução das reclamações relativas à comercialização de derivados sobre taxa de juro junto de investidores não qualificados, sem fins especulativos; tem promovido reuniões bilaterais, quando necessário, entre a CMVM e a administração dos bancos reclamados, visando a resolução por acordo dos conflitos; recomendações aos intermediários financeiros visados sobre a revisão das práticas de comercialização de derivados de taxa de juro, com indicação concreta dos critérios que devem orientar essas práticas; e, finalmente, quando e sempre que se justifique, quer pela gravidade dos casos quer pelo carácter reiterado de algumas práticas, instauramos um procedimento contraordenacional competente — sempre, como disse, que a conduta o justifique.

Acontece que, como se vê, a CMVM dispõe de instrumentos limitados para obter a satisfação do interesse dos clientes, que é o que temos privilegiado.

Reparem que a abertura de um processo contraordenacional pode penalizar a instituição financeira, podemos aplicar uma multa ao intermediário financeiro — normalmente, os juízes depois até reduzem essas multas para valores menores do que aqueles que nós aplicamos —, mas não resolve o problema do cliente. Quer dizer, o cliente não é

ressarcido pelo facto de... Claro que pode usar esse facto em tribunal, e, muitas vezes, isso é usado, para se ressarcir perante o intermediário financeiro, mas a nossa prioridade tem sido, de facto, tentar resolver estas recomendações no sentido de obter o ressarcimento sempre que entendemos que os clientes, que os investidores têm razão, naturalmente.

Esta tem sido a limitação que temos encontrado, até agora, para resolver favoravelmente aos investidores, quando eles têm razão, como disse. Em alguns casos, sobretudo no inglês, a situação é diferente e houve muitos casos destes que foram resolvidos pela FSA (Financial Services Authority) inglesa por um método de persuasão e com resultados bastante mais rápidos do que aqueles que conseguimos obter.

Termino saudando o facto de a nova lei-quadro das entidades reguladoras criar um novo quadro para a resolução destes processos que é mais favorável aos investidores não qualificados — aliás, o artigo 47.º permite que as entidades reguladoras imponham o ressarcimento dos consumidores sempre que exista violação das práticas legais de comercialização, ou seja, sempre que exista fundamento legal para isso.

Apenas fica o apelo para que seja clarificado o ponto relativo à produção de efeitos da lei no tempo, para que não seja feita uma interpretação muito restritiva no sentido de que a lei só produza efeitos para novos casos e não para casos já verificados.

Sr. Presidente, esta era a minha intervenção inicial. Muito obrigado pela vossa atenção.

Durante a intervenção, foram projetados os slides que podem ser acedidos clicando [aqui](#).

O Sr. Presidente: — Muito obrigado, Sr. Doutor.

Vamos, então, passar à fase das questões e, de acordo com o nosso sistema de rotação nas perguntas, cabe hoje aos Deputados do PSD iniciarem este período dos nossos trabalhos.

Tem, então, a palavra o Sr. Deputado Carlos Santos Silva.

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Sr. Presidente, antes de mais, quero saudar o Sr. Presidente da CMVM, Dr. Carlos Tavares, e restante equipa aqui presente e realçar a importância das informações que aqui nos foram trazidas pelo Sr. Dr. Carlos Tavares.

Quero também cumprimentar em especial a nova Deputada do Bloco de Esquerda, Mariana Mortágua. Em nome do PSD, dou-lhe as boas-vindas a esta Comissão de Inquérito, dizendo que terá da nossa parte total disponibilidade para, de alguma forma, ajudarmos nos primeiros passos que está a dar nesta Comissão.

Cumprimento ainda os restantes Deputados. Espero que, retemperados das férias, possamos fazer rapidamente um trabalho que nos conduza ao final desta Comissão de Inquérito.

Sr. Dr. Carlos Tavares, há um primeiro aspeto que quero focar. O Sr. Doutor abordou de forma bastante clara o papel da CMVM na matéria dos instrumentos de risco financeiro, dos *swaps* em geral, mas relativamente às empresas do setor público empresarial não fez uma abordagem tão clara e tão concreta. Desta forma, a minha primeira questão é a seguinte: qual foi o papel da CMVM na análise destes instrumentos de dívida pública que foram usados pelo setor empresarial do Estado na cobertura de risco de taxa de juro, nestas operações em geral?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Dr. Carlos Tavares.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Sr. Deputado, qualquer das empresas em causa está classificada como investidor qualificado e, portanto, não se aplica a este tipo de relacionamento com os intermediários financeiros o título do Código dos Valores Mobiliários onde as obrigações de adequação, de informação, etc., são estabelecidas. Para além disso, são derivados de balcão, ou seja, são contratos bilaterais entre uma empresa e um intermediário financeiro, uma instituição financeira. Por não serem transacionados em mercado, e por estas razões, sob nenhum prisma cabem na supervisão da CMVM.

Quanto à CMVM, como foi dito, a nossa lei não prevê a intervenção na conceção dos produtos, que são de negociação livre entre o intermediário financeiro e os clientes. Portanto, estando em causa investidores qualificados, estando em causa derivados transacionados em balcão e não em mercado regulamentado, e não tendo a CMVM competências legais para intervir na conceção do produto, nenhuma destas características levaria (ou a permitiria sequer!) à intervenção da CMVM.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Deputado.

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Permito-me concluir — porque, de acordo com as palavras do Sr. Governador do Banco de Portugal nesta matéria, é competência da CMVM, e é da sua intervenção, a análise destes contratos — que vivemos, então, num vazio legal.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Dr. Carlos Tavares.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Suponho que o Governador do Banco de Portugal, se bem me recordo, terá referido que a supervisão dos

instrumentos financeiros, onde se incluem os contratos de derivados, está regulamentada no Código de Valores Mobiliários, e, nessa medida, estão sujeitos à supervisão da CMVM. Porém, o Código diz expressamente que o título que diz respeito à proteção do investidor não se aplica aos investidores qualificados, só se aplica aos investidores não qualificados.

Sr. Deputado, repare que não está aqui em causa uma questão de estabilidade financeira. Podia esta, se, por exemplo, os riscos assumidos fossem maiores do lado dos intermediários financeiros! Mas a questão da estabilidade financeira, a questão prudencial... Não quero estar a empurrar competências de um lado para o outro, mas se houvesse uma questão prudencial... E houve muita questão prudencial quando se tratou da emergência da crise financeira! Um dos problemas que levaram à atual crise financeira foi o peso de muitos instrumentos derivados mal avaliados no balanço das instituições financeiras. Porém, o que está aqui em causa, tanto quanto sei, não é o risco assumido pelas instituições financeiras, mas, sim, o risco assumido pelas empresas não financeiras. E, não sendo elas investidores não qualificados, não caberá aos supervisores financeiros intervir, nem a lei o permite, como disse.

Contudo, se o Sr. Deputado me perguntar, abstraindo deste caso concreto, se acho que os legisladores — neste caso, estamos a falar sobretudo do legislador europeu — deviam ter sido mais céleres, por exemplo na regulamentação destes mercados, que, como vimos, estão, de facto, largamente não regulamentados... É porque a maior parte das transações passa-se nos mercados de balcão, para os quais os supervisores não têm competências atribuídas por lei.

Os Estados Unidos, na prática, já regulamentaram; a Europa regulamentou parcialmente, com o European Market Infrastructure Regulation, mas falta a questão da obrigatoriedade de transação em

mercados organizados. Como disse, os Estados Unidos avançaram na regulamentação, mas a Europa está mais tímida neste aspeto e, infelizmente, há ainda muitas discussões sobre esta matéria.

Portanto, se me fizer esta pergunta, digo-lhe que penso que a situação, sob o ponto de vista da supervisão destes instrumentos, ainda não é satisfatória. Mas mesmo que a supervisão fosse excelente do ponto de vista dos mercados financeiros isso não quereria dizer que se pudessem ter evitado casos destes, que penso serem essencialmente do domínio do funcionamento dos controlos societários e também da ética nos negócios, como já referi.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado Carlos Santos Silva.

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Sr. Presidente da CMVM, permita-me, então, recuperar declarações que fez em 2011, quando dizia que a CMVM estava a investigar transações de dívida pública, que tinha aumentado o carácter sistemático dessa investigação e que tinha reforçado o acompanhamento do mercado de dívida pública. Provavelmente, seria outra dívida pública, não a dívida do setor empresarial do Estado.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Não, a dívida pública... Nós acompanhamos as transações como valores mobiliários que são, embora também com as limitações que decorrem do facto de a esmagadora parte da dívida pública ser transacionada em mercados de balcão, portanto, em mercados não organizados. Mas aí temos uma competência explícita para

supervisionar os mercados de dívida pública, não a dívida pública em si mas o funcionamento do mercado de dívida pública — por exemplo, se há abuso de mercado —, porque são mercados multilaterais. Aqui estamos na presença de contratos bilaterais, não estamos propriamente na presença de um mercado onde tenhamos competências para supervisionar.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Então, voltando a 2009, e na sequência daquilo que está a dizer-nos, parece que faz sentido — daí eu perceber as suas declarações de 2009 — ter dito que as empresas públicas deviam ter as mesmas regras que as empresas cotadas.

Nessa perspetiva, e perante o alerta que fez e que foi conhecido de todos nós, dos portugueses em geral, o que é que o Governo de então fez no sentido de acautelar essas suas preocupações no que toca exatamente a este mercado, que estava a decorrer de forma brutal? Porque este mercado, em termos financeiros, representava 12,7% do PIB em termos de endividamento, associado a contratos que já traziam prejuízos que, de alguma forma, eram prejuízos potenciais, mas que, a curto prazo, podiam transformar-se em prejuízos reais. Portanto, o que é que o Governo de então fez no sentido de acautelar essas preocupações que na altura — e bem! — apresentou ao País?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Dr. Carlos Tavares.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Continuo a defender que as regras do bom governo societário sejam aplicadas não só às empresas cotadas mas a empresas chamadas de interesse público, até porque as empresas públicas,

não sendo cotadas, são aquelas que têm o capital mais disperso porque, na prática, são propriedade de todos os contribuintes, ou, pelo menos, os efeitos da sua gestão refletem-se em todos os contribuintes.

Se bem estou recordado, na altura, o Governo emitiu uma resolução do Conselho de Ministros em que acolheu algumas recomendações do nosso código de bom governo das sociedades, as quais, por via da resolução, seriam aplicadas às empresas públicas. Não tenho todas as recomendações presentes, mas tenho memória de vários aspetos importantes terem sido tratados nessa resolução do Conselho de Ministros.

Admito que a única coisa que não foi integralmente tratada foi, depois, a garantia da aplicação dessas recomendações. Por exemplo, nós, em relação às recomendações do código de bom governo das sociedades que emitimos, todos os anos fazemos um relatório a avaliar quais as recomendações que foram cumpridas, quais as que o não foram, etc. Suponho que, para as empresas públicas, não foi instituído o mesmo sistema de acompanhamento em relação ao cumprimento das recomendações.

Em qualquer caso — continuo a insistir neste ponto —, é suposto que todos aqueles controlos societários funcionem e que os sistemas de controlo de riscos das empresas sejam devidamente acionados e funcionem devidamente.

Devo dizer que, em rigor, não conheço nenhum dos contratos em causa, porque não eram da nossa competência, mas admito que alguns deles até pudessem ter sido bem celebrados no início (não sei se estou a dizer bem ou mal). Contudo, depois, a gestão desses contratos tem de ser feita de forma dinâmica, o risco tem de ser gerido ao longo do tempo e tem de ser avaliado, em cada momento, qual é o momento de manter o contrato ou de o cancelar, sendo que tudo tem custos, quer mantê-lo quer cancelá-lo.

Ora, aqui, os órgãos próprios das sociedades é que têm de atuar em primeira linha. Claro que os acionistas — e, neste caso, o Governo também é um acionista — também têm as suas obrigações de controlar ou de acompanhar esses riscos, mas a primeira linha de defesa terá de ser constituído pelos órgãos próprios da sociedade.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Deputado.

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Disse à época, também, que tinha dificuldades na obtenção de informação sobre este mercado de dívida pública e sobre esta questão das empresas públicas, e que, muitas vezes, a obteve na base da boa vontade.

Pedia-lhe que comentasse o que disse dois anos depois, ou seja, eu gostaria que dissesse se se mantém este tipo de situação, se na altura era prática corrente uma indiferença por parte dos administradores públicos relativamente aos supervisores, se, eventualmente, à semelhança do Banco de Portugal, também emitiam circulares e se as mesmas eram respondidas.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Sr. Deputado, a minha afirmação dizia respeito ao mercado de dívida pública *stricto sensu*, ou seja, nós não temos de pedir informações às empresas públicas, a menos que sejam empresas com valores mobiliários cotados, porque então temos autoridade para pedir informações, sendo o caso.

A minha afirmação dizia respeito ao mercado de dívida pública, que, como disse, é maioritariamente um mercado de balcão. Ainda hoje, todos estes anos depois de a crise ter começado, nós, supervisores, e os mercados

em geral, ainda não temos um conhecimento completo daquilo que se passa nos mercados de balcão, aliás, muito longe disso. As transações são feitas bilateralmente e não existe transparência nos preços praticados. Por exemplo, não conhecemos os preços efetivamente praticados nas transações de dívida pública. Conhecemos os preços que são cotados pelas instituições que intervêm nesse mercado, mas o valor efetivo dos preços transacionados ou realizados ainda não é conhecido, e esta é uma limitação muito grande para os supervisores.

A minha afirmação permanece válida, porque ainda hoje a questão não foi tratada legislativamente – e não sei se virá a sê-lo no âmbito da Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros.

Por exemplo, as obrigações de transparência que existem para as ações — nas ações sabemos os preços, sabemos as ofertas de compra e de venda, sabemos qual é o preço realizado e sabemos quais são os volumes transacionados.

Mesmo que as ações sejam transacionadas fora do mercado existe uma obrigação de reporte dos preços praticados para as ações.

Isto não é verdade para as obrigações. Estas obrigações de transparência quer pré-negocial (as ofertas de preços de compra e de venda), quer pós-negocial, quer os preços efetivos das transações, para as obrigações ainda hoje não existem.

Portanto, a supervisão destes mercados, como eu dizia — e continuo a dizer —, tem de ser feita numa base de boa vontade das instituições que participam nesse mercado de balcão e que perante um pedido nosso nos reportam. No limite, uma instituição pode perguntar: «— Mas ao abrigo de que lei é que me estão a pedir esta informação?». É claro que nós temos sempre a lei geral, isto é, o supervisor tem autoridade para pedir informações sobre aquilo que achar necessário para a sua atividade. Não

nos temos deparado com essa má vontade, mas de qualquer maneira é algo que eu acho que não pode continuar a ser feito com base exclusivamente na boa vontade ou na informalidade, e que deveria haver um sistema de reporte de transações transparente qualquer que seja o instrumento transacionado, sejam ações, sejam obrigações, sejam derivados.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Deputado Carlos Santos Silva.

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Concluo, então, que, ao abrigo do Decreto-Lei n.º 211-A/2008, que obriga as instituições financeiras a prestar informações ao Banco de Portugal e à CMVM, este tipo de contratos não estão dentro do leque desse Decreto-Lei.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Não tenho presente qual é o âmbito do Decreto-Lei que o Sr. Deputado refere.

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — De forma genérica, são as informações a serem prestadas pelas entidades financeiras ao Banco de Portugal e à CMVM.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Foi já na sequência do desencadear da crise e quando se constatou que havia uma parte dos balanços das instituições financeiras que era relativamente opaca que o Governo optou — e bem, no meu entender — por introduzir essa regra geral de obrigação de prestação de informação.

Como disse, ao abrigo dessa disposição geral podemos pedir, e temos feito algumas investigações, algumas informações sobre as transações específicas.

O âmbito de aplicação desse Decreto poderia ser — não tem sido felizmente — debatível, mas mais do que pôr o ónus de estarmos a pedir informação sobre transações, eu preferiria um sistema em que houvesse obrigação de transparência das transações e que elas fossem publicitadas.

Estamos, ao fim e ao cabo, perante mercados em que intervêm instituições financeiras, muitas vezes em nome de clientes, e outros atores.

Ora, tal como para as ações esta transparência existe eu, francamente, não vejo razões para que essa mesma transparência não seja estendida a outros mercados.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Deputado Carlos Silva.

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Retiro, também, das suas palavras que excluindo a questão dos investidores não qualificados, porque nesse aspeto a CMVM, pelos vistos, tem atuado, e de resto, presumo que aplicou sanções ou, pelo menos, chegou a acordos entre bancos, entre instituições financeiras e os respetivos clientes, mas tem conhecimento de investidores qualificados no setor privado e desta dimensão de prejuízos potenciais?

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Não, não temos, nem teríamos de ter. Não há nenhum mecanismo legal que obrigue a essa informação.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Deputado Carlos Santos Silva.

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Presumo também não existir...

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — A CMVM é um supervisor financeiro de instituições financeiras, portanto, supervisiona os riscos que são sobretudo da competência prudencial; mas supervisiona o comportamento sobretudo de instituições financeiras, não tem de supervisionar os riscos de instituições não financeiras; tem de supervisionar o comportamento das instituições sobretudo quando estão em causa investidores não qualificados e que necessitam dessa proteção do supervisor.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Deputado Carlos Santos Silva.

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Concordo consigo e, com certeza, o melhor elemento para nos dizer se existem ou não estes riscos são os relatórios de contas das empresas, e que eu tenha conhecimento no setor privado não existem, neste momento, empresas a apresentarem riscos acrescidos pelo facto de terem contratado *swaps*.

Assim, pegando nas palavras do Sr. Doutor, também neste mercado terão de funcionar a auditoria interna, os controlos, a fiscalização prudencial. Resta-me, então, concluir que o setor público empresarial do Estado – que, tal como eu disse há pouco, era detentor de 12,7% do endividamento público português — atuou durante estes anos sem qualquer controlo, sem qualquer fiscalização preventiva face aos riscos que estavam presentes. Eu gostava que comentasse esta minha opinião.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Dr. Carlos Tavares.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Sr. Deputado, eu não gostaria de comentar muito firmemente porque não conheço os casos e, portanto, não gostaria de fazer juízos injustos.

No entanto, penso que alguns desses controlos, porventura, não funcionaram, sobretudo atendendo aos resultados. Estou a falar só pelos resultados.

Esses controlos, como disse, são vários, desde a auditoria interna. As empresas devem ter um sistema interno de gestão e reporte de riscos.

Há um conselho fiscal ou muitas vezes uma comissão de auditoria, conforme o modelo de governação ou de reorganização societária das empresas, que, infelizmente, nem sempre se assume com as competências que tem e com a responsabilidade que deve ter e também existem os auditores externos cujo papel, muitas vezes, é subestimado ou cuja responsabilidade, muitas vezes, é subestimada.

Penso que nesta crise financeira foi frequente identificarem-se muitos responsáveis e curiosamente a responsabilidade dos auditores externos, que têm uma responsabilidade muito forte na avaliação dos riscos e da situação real das empresas, tem passado um bocadinho despercebida. Eu até costumo dar o exemplo da Lehman Brothers quando se criticam as agências de *rating*, isto porque a Lehman Brothers, dois dias antes da falência, ainda estava classificada como, salvo erro, «AA»..., estava classificada como «AA», e na base das contas publicadas, como a avaliação dos ativos, tinha sido confirmada, atestada, certificada pelos órgãos respetivos, entre os quais os auditores externos.

Portanto, eu acho que neste caso as agências de *rating* até se defenderam mal, porque trabalharam na base de contas que são públicas,

aliás as agências de *rating* devem trabalhar com base nos elementos que são públicos e que estavam certificados.

Por isso, estes diversos níveis de controlo societários são precisamente instituídos para que funcionem sucessivamente. Os auditores externos, digamos..., são o último guardião antes dos acionistas, porque são uma entidade independente, não fazem, sequer, parte dos órgãos de governação da empresa e, por isso, todos estes sistemas têm de funcionar.

Por isso é que os acionistas, no meu entender — e isso faz parte das nossas recomendações —, devem ser especialmente criteriosos na nomeação dos conselhos fiscais, na nomeação dos auditores externos, porque são entidades essenciais para prevenir os riscos e evitar muitas vezes que estes atinjam níveis que surpreendem.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Deputado Carlos Santos Silva.

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — E, neste caso, referindo-nos a estas empresas, os acionistas são os 10 milhões de portugueses como na altura o Sr. Doutor bem alertou.

Percebi que as empresas públicas foram colocadas na qualidade de investidores qualificados na medida em que cumpriam aqueles critérios que enumerou há pouco. Nessa circunstância, não houve necessidade de nenhum questionário de aptidão para celebrar estes contratos? Não acha que era necessário que a legislação viesse a incluir esta necessidade? Isto no sentido de que fosse feito uma espécie de exame, não digo ao diretor ou ao administrador financeiro, mas à empresa em geral para que se percebesse que tinha pessoas adequadas a contratar este tipo de contratos.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Dr. Carlos Tavares.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — A classificação como investidor qualificado neste caso é automática, como disse; é a própria instituição financeira que vê as características e classifica nesta categoria.

Como disse, o próprio cliente pode pedir para ser considerado investidor não qualificado e, nessa medida, dispõe de todas as garantias. Agora, a questão que o Sr. Deputado colocou já faz parte de outro ponto que é a questão da ética nos negócios.

Quer dizer, a instituição financeira tem, também, a obrigação de julgar se o interlocutor, que está na sua frente, está a perceber aquilo que lhe está a ser proposto; se os riscos que está a transmitir ou, neste caso, os produtos de cobertura de risco são os adequados; se a cada momento, até durante a execução do contrato, a instituição financeira pode funcionar até um pouco como conselheira do investidor no sentido de dizer «cuidado que isto se calhar correu diferente daquilo que estava previsto, se calhar é melhor interromper». Ora, isto tem custos mas tudo depende de um julgamento custo/benefício de interromper ou correr o risco de futuro.

Portanto, penso que essa questão já faz parte da questão da ética negocial e penso que no setor financeiro não vale tudo, por muitos proveitos que algo possa proporcionar a uma empresa. Eu, pelo menos, aprendi assim; eu estive na banca mais de 20 anos e quando entrei para a banca este era um princípio que não estava escrito em lado nenhum, mas era a essência, isto é, a prioridade do interesse do cliente.

Era uma coisa natural, não havia códigos de conduta escritos, mas eles não eram necessários, porque não passava pela cabeça de ninguém estar a propor a um cliente algo que não fosse do seu interesse, ou que não fosse, pelo menos, do interesse mútuo de ambas as partes, as instituições

financeiras também são entidades comerciais, têm de ter os seus resultados, têm de fazer os seus negócios, mas eles devem ser feitos numa base de lealdade e de ética negocial impecável.

Portanto, há obrigações que não estão escritas na lei, como disse, nem precisam de estar, mas que as instituições financeiras devem respeitar.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Deputado Carlos Santos Silva.

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Então parece-me a mim que estas empresas públicas que, pelos vistos, não tinham nem auditores, nem consultores que aconselhassem as administrações a uma gestão mais eficaz, uma gestão com mais qualidade, estariam em condições de pedirem para não serem considerados investidores qualificados.

Qualquer uma destas empresas públicas, sob forma de um ato de gestão consciente, verificando que se estava a correr riscos brutais, poderia ter pedido esta proteção e, provavelmente, seria acompanhada de forma diferente.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Dr. Carlos Tavares.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Concordo com a segunda parte mas não com a primeira, isto porque as empresas, todas elas, tinham órgãos de fiscalização, todas elas tinham auditores externos, suponho eu, e tem de se presumir que essas entidades são competentes, até porque estão em causa empresas de grande dimensão, não são propriamente pequenas empresas. Portanto, presumo que quer a seleção dos membros do conselho fiscal quer

da comissão de auditoria quer os auditores externos são entidades competentes.

Agora, as empresas, na dúvida, poderiam ter feito esse pedido de qualificação como investidor não qualificado.

Mas também me custaria admitir, ou não gostaria de admitir, que empresas da dimensão em causa não tivessem, quer na sua gestão quer na direção, pessoas que fossem suficientemente capazes de entender estes produtos e os riscos que estavam em causa.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Deputado Carlos Santos Silva.

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Sr. Doutor, esta pergunta já não fazia parte, mas de qualquer forma não vou deixar de fazê-la em reação àquilo que foi a sua resposta quando disse que existiam gestores conscientes.

Eu pergunto se neste conjunto de 38 empresas, e se eventualmente isto puder ser considerado, 10 delas apresentavam um nível de endividamento superior a 100% dos seus capitais próprios. Quatro delas apresentavam níveis de endividamento superiores a 300%. E eu pergunto se estes são «gestores conscientes».

E agora vou aqui ao encontro daquilo que afirmei há pouco sobre o setor público empresarial, e o colega Paulo Sá me retorquiou dizendo que eram os gestores. E pergunto se eram «gestores conscientes» terem 300% de endividamento face aos capitais que as empresas tinham.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Dr. Carlos Tavares.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Sr. Presidente, Sr. Deputado, essa pergunta «cai-me muito bem» — se me permitem alguma recordação do meu passado... — em vários «chapéus»...

Era eu ainda um jovem de 30 e poucos anos quando o Dr. Miguel Cadilhe me nomeou Diretor do Gabinete para a Análise do Financiamento do Estado e das Empresas Públicas (GAFEED) e o principal instrumento deste Gabinete, que funcionou perfeitamente, era o estabelecimento de limites de endividamento às empresas públicas. E funcionou não porque os limites de endividamento fossem uma restrição, mas porque se obrigavam as empresas a um limite de endividamento, que não era decidido arbitrariamente. A empresa era muito estudada por nós, os orçamentos eram discutidos profundamente pelas empresas públicas e por nós, pelos meus colaboradores do GAFEED. Aliás, lembro-me de, na altura, um gestor público, que, felizmente, ainda é vivo, a quem nós pedimos um orçamento, dizer: «— Ó Sr. Doutor, ainda bem que alguém me pede um orçamento, porque nunca me pediram um orçamento». Discutíamos profundamente e, com base na discussão dos orçamentos, dos objetivos e tudo isso, e na, discussão com a respetiva tutela da empresa, propúnhamos ao Ministro das Finanças um limite de endividamento e fixava-se um limite de endividamento.

Portanto, esse tipo de situação era impensável quando eu estava no GAFEED. Quando o GAFEED existia e utilizava este mecanismo, pelo contrário, os limites de endividamento eram fixados de forma a manter a saúde financeira e os graus de autonomia financeira suficiente das empresas públicas.

Um segundo episódio do meu passado — já agora, se me permitem — é o de quando, por acidente, fui Ministro da Economia. Havia, e há, um célebre artigo 45.º no Código das Sociedades Comerciais — não sei se o

Sr. Deputado o tem presente!... — que obriga as empresas a manterem um determinado nível mínimo de capital próprio. Dizia o Código das Sociedades Comerciais que, quando a empresa perdesse, salvo erro, metade do capital próprio, tinha de tomar uma de três atitudes: ou se dissolvia, ou reforçava os capitais, ou reduzia o endividamento. Enfim, tomava-se uma decisão que repusesse a saúde financeira da empresa.

Quando cheguei ao Ministério da Economia, qual era o problema deste artigo? Este artigo 45.º estava suspenso. Foi sempre um problema este artigo 45.º, porque o Código das Sociedades foi feito e o artigo 45.º estava suspenso, ou seja, foi posto em vigor, mas tinha um problema... Estou a ser injusto, porque penso que até foi posto em vigor antes de eu entrar, mas tinha um problema que era o de não ter sanção, ou seja, se a empresa não fizesse nada daquilo que estava previsto, nada acontecia. Devo dizer que uma das medidas de que me orgulho de ter tomado, no Ministério da Economia, foi a de refazer o artigo 45.º, porque ele se referia a capital social e não a capital próprio, o que, contabilisticamente, não fazia muito sentido, e estabelecer uma sanção, no sentido de que, se nada fosse feito pela empresa, ela entrava em liquidação automática. Demos três anos às empresas para que se adaptassem a isto, ou seja, as empresas, aquelas que estavam em incumprimento, tinham três anos, três exercícios, para tomarem aquelas medidas e se, ao fim de três anos, não as tivessem tomado, entravam em liquidação automática.

Isto teria sido um elemento disciplinador extraordinário e, como o Sr. Deputado reconhecerá, provavelmente, nada disto teria acontecido. O que é que aconteceu a seguir, e o «a seguir» foi muito proximamente, depois de eu sair do Ministério? Havia muitas empresas nessa situação e as entidades ou os representantes dessas empresas fizeram, digamos, a sua pressão para que o artigo 45.º fosse, outra vez, revisto. Creio que o governo simpatizou

com isso, porque tinha várias empresas públicas que caíam no âmbito do artigo 45.º e obrigavam a uma recapitalização imediata, aliás, não era imediata, mas no prazo de três anos, e creio que os meios financeiros, na altura, também não abundavam, pelo que, pouco tempo depois, a sanção prevista para o artigo 45.º voltou a desaparecer.

O que é que acontece hoje? O artigo 45.º existe, as empresas convocam uma assembleia geral para tomar uma daquelas decisões, não tomam nenhuma, mas cumpriram a lei. E o Sr. Deputado até vê valores mobiliários e obrigações emitidos, alguns até recentemente, e nós, quanto a isso, nada podemos fazer, em que aparece no prospeto — nós obrigamos a fazer esta menção na publicidade e no prospeto — «A empresa encontra-se na situação do artigo 45.º do Código das Sociedades Comerciais», ou seja, perdeu muito mais...

Aparte inaudível na gravação.

Não quero entrar em casos concretos, mas é fácil de ver nas operações que aprovamos e que não podemos deixar de aprovar, porque cumprem a lei.

Portanto, Sr. Deputado, repare: de facto, essas situações que referiu, desses níveis de endividamento, são inaceitáveis. Isto foi uma situação que existiu, como eu disse, antes do GAFEED, e que foi, na altura, objeto de tratamento intensivo, aquando da intervenção do Fundo Monetário Internacional, em 1983/85. Depois, com a criação do GAFEED, como disse, o assunto foi disciplinado, mas o GAFEED foi extinto. Depois, tentei disciplinar com o artigo 45.º e o artigo 45.º não foi extinto, mas é um artigo que, neste momento, é inócuo, não tem qualquer efeito prático.

Foi assim que chegámos a esta situação.

O Sr. Presidente: — Muito obrigado, Sr. Doutor.

Dou, agora, a palavra ao Sr. Deputado Filipe Neto Brandão.

O Sr. Filipe Neto Brandão (PS): — Sr. Presidente, Sr. Dr. Carlos Tavares, aliás, Sr. Presidente da CMVM, saudando, obviamente, a sua passagem pelo Ministério da Economia, vamo-nos reconduzir à sua função e à função pela qual está hoje presente nesta Comissão Parlamentar de Inquérito.

Começo por questioná-lo, porque penso que a grande expectativa da sua audição, hoje, passa precisamente por esse ponto, sobre uma situação que se prende com a suspeita que decorreu de audições já realizadas, traduzida, aliás, em vários órgãos de comunicação social, de que os mercados de *swaps* estão sem regulação há vários anos. E a primeira questão que lhe quero dirigir vai no sentido de o confrontar com as declarações do Sr. Vice-Governador do Banco de Portugal, proferidas nesta Comissão, em 9 de julho, que foi perentório — aliás, permito-me precisar ou corrigir o Sr. Deputado, na medida em que, em momento algum, o Sr. Vice-Governador do Banco de Portugal disse que as competências eram da CMVM —, ao dizer que as competências não pertenciam ao Banco de Portugal. Fundamentado na alínea e) do n.º 1 do artigo 2.º do Código dos Valores Mobiliários, o Sr. Vice-Governador do Banco de Portugal referiu que a regulação, fiscalização e sancionamento de tudo o que tem a ver com contratos de *swap*, por serem considerados instrumentos financeiros, estão excluídos das competências de supervisão do Banco de Portugal.

Ora, Sr. Dr. Carlos Tavares, julgo que, de um dos seus slides, parece resultar que, em matéria de instrumentos financeiros, o Banco de Portugal terá, alegadamente, competências. O que lhe pergunto é se, no que diz

respeito a instrumentos financeiros, tem, de algum modo, alguma competência, ou se, tal como refere o Sr. Vice-Governador, em instrumentos financeiros, não tem competência alguma.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Dr. Carlos Tavares.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Sr. Presidente, Sr. Deputado, tem competência nos dois aspetos que referi, ou seja, por exemplo, um intermediário financeiro, para atuar no mercado de instrumentos financeiros ou para transacionar instrumentos financeiros em Portugal, tem de se registar, tem de ter autorização do Banco de Portugal e, depois, também tem de se registar na CMVM — isto do ponto de vista do intermediário financeiro —, tal como o Banco de Portugal tem supervisão, naturalmente, sobre tudo aquilo que são consequências das atividades dos intermediários financeiros no seu balanço, na sua estabilidade, no seu equilíbrio financeiro.

Portanto, o Banco de Portugal tem as competências que lhe advêm da sua função de supervisor prudencial, que não é o que está aqui em causa, não é?! Aqui, o que está em causa não são as perdas dos bancos, são os efeitos dos contratos sobre o balanço das empresas e não sobre os bancos. Penso que foi nesta perspetiva que ele o referiu.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Deputado.

O Sr. Filipe Neto Brandão (PS): — Sr. Presidente, Sr. Dr. Carlos Tavares, peço desculpa, mas, a instâncias da Sr.^a Deputada Cecília Meireles, o Sr. Vice-Governador foi perentório ao dizer que, em momento algum, no que diz respeito a contratos de *swap*, o Banco de Portugal tinha

competência. Aliás, a Sr.^a Deputada insistiu — e, devo dizer, com alguma acuidade —, mas a resposta foi perentória: em tudo o que tinha a ver com contratos de *swap*, o Banco de Portugal não tinha competência alguma. O Sr. Presidente da CMVM está a infirmar essa afirmação?

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Dr. Carlos Tavares.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — O Sr. Deputado está a colocar-me numa posição delicada, que é a de comentar algo que não ouvi nem a que assisti...

O Sr. Filipe Neto Brandão (PS): — Peço desculpa, Sr. Doutor, não é comentar.

Reformulo a pergunta: o Banco de Portugal, na opinião do Sr. Presidente da CMVM, tem alguma competência, seja ela qual for, no que diz respeito a contratos *swap*?

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Sr. Deputado, se me dá licença, remeto para a minha apresentação, onde há um slide em que refiro o seguinte, relativamente à intervenção do Banco de Portugal: implicações financeiras e exposição ao risco resultantes das condições e dos montantes contratados nos balanços das instituições financeiras bancárias e seguradoras é algo que interessa, naturalmente, ao Banco de Portugal. Aliás, esta regulamentação do mercado de *swaps* ou do mercado de derivados, através do EMIR, que referi, e, agora, das alterações da DMIF II, mas, sobretudo, do EMIR, visa proteger as instituições financeiras. Por exemplo, quando se exigem contrapartes centrais, que mitigam o risco, é para proteger as instituições financeiras dos efeitos de transações bilaterais com contrapartes que podem

entrar em perda ou em *default* e pôr em causa o equilíbrio das instituições financeiras.

Mas acho que ninguém porá em causa que o Banco de Portugal, relativamente a tudo aquilo que as instituições fazem e que pode ter impacto nos seus resultados, no seu balanço, no seu equilíbrio, tem, como é evidente, uma competência prudencial. Penso que o Vice-Governador se estaria a referir à parte comportamental, que, como disse, é regulada pelo Código dos Valores Mobiliários e envolve as relações das instituições financeiras e investidores não qualificados.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado Filipe Neto Brandão.

O Sr. Filipe Neto Brandão (PS): — Sr. Presidente, isto tem de ser esclarecido, e saúdo-o pelo esforço de esclarecimento, porque nós, esta Comissão, tem de apurar, entre outras questões, se esta matéria estava regulada e, estando regulada, quem era o regulador competente.

Tenho aqui as declarações transcritas do Sr. Vice-Governador do Banco de Portugal, que é perentório — e repito que o esclarecimento foi dado a instâncias de um Deputado que nem sequer pertence a esta bancada —, ao dizer que, «por força do ponto *i* da alínea *e*) do n.º 1 do artigo 2.º do Código dos Valores Mobiliários, independentemente da finalidade com que sejam contratados, a emissão, comercialização, negociação e contratação de *swaps*, estando reguladas pelo Código dos Valores Mobiliários, não são da competência do Banco de Portugal». Ele não se atreveu a dizer que era da CMVM, mas foi perentório a dizer que não era da competência do Banco de Portugal.

O que lhe pergunto, Sr. Presidente da CMVM, são duas coisas: primeiro, se assume essa competência, se é sua, ou se infirma essa afirmação, dizendo, ao contrário do próprio Banco de Portugal, que é do Banco de Portugal. De quem é essa competência?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Dr. Carlos Tavares.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Sr. Deputado, não posso fazer mais do que remetê-lo para aquilo que tentei explicar.

O Banco de Portugal e a CMVM são supervisores financeiros, têm de supervisionar instituições financeiras. Num caso, o Banco de Portugal e o Instituto de Seguros supervisionam a parte prudencial, os aspetos prudenciais das instituições financeiras, ou seja, se a forma como são geridas é prudente, se os riscos que assumem são adequados, se o impacto desses riscos sobre o balanço é tolerável, se estão devidamente capitalizadas, tudo isso. E, neste aspeto, qualquer transação que um banco faça, obviamente, tem implicações sobre o seu balanço, aliás, como disse, se calhar, na origem da crise está o facto de a supervisão — não digo a nossa, mas a supervisão em todo o mundo — não se ter apercebido de muitos riscos ou da dimensão dos riscos que estavam assumidos por muitas instituições financeiras e que levaram à quebra de muitas delas ou à necessidade de recapitalização massiva de muitas delas.

Depois, há o aspeto comportamental das instituições, ou seja, como atuam perante os seus clientes, como tratam os seus clientes, quando se relacionam com eles, vendendo os mais diversos produtos. E alguns desses produtos também são da competência do Banco de Portugal, como quando estão em causa depósitos, crédito à habitação, crédito às empresas, tudo isso. No caso dos instrumentos financeiros, os valores mobiliários e, neste

caso, em particular, os derivados, essa vertente comportamental é da competência da CMVM, como o Sr. Deputado disse, regulado pelo Código de Valores Mobiliários; e, portanto, nesse aspeto comportamental, é da competência da CMVM, sendo que a parte do Código de Valores Mobiliários que regula esses aspetos só se aplica a investidores não qualificados.

Portanto, não é a questão de não haver supervisão.

Aquilo que está aqui em causa é, sobretudo, uma relação bilateral entre um banco ou uma instituição financeira e uma empresa não financeira, que é um contrato legal, é um contrato que é feito dentro das regras, mas que, tirando isso, não implica nenhuma intervenção dos supervisores financeiros — a não ser que o Banco de Portugal entendesse, por exemplo, que os bancos estavam a assumir, eles próprios, riscos excessivos em relação a esses contratos, o que parece não ser o caso...!

O Sr. Presidente: — Sr. Deputado Filipe Neto Brandão, faça favor.

O Sr. Filipe Neto Brandão (PS): — Sr. Presidente da CMVM, o artigo 374.º do Código de Valores Mobiliários, que, como acaba de referir, atribui à Comissão de Mercados de Valores Mobiliários a tutela sobre os instrumentos financeiros, determina também que a CMVM tem a obrigação de cooperar com o Banco de Portugal e o Instituto de Seguros de Portugal «para o exercício coordenado dos poderes de supervisão e de regulação».

Aquilo que lhe pergunto, Sr. Presidente, é se, no âmbito do exercício coordenado, que presumo que tenha exercido, se apercebeu da existência de um setor fora de qualquer regulação, nomeadamente a dos investidores qualificados.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Dr. Carlos Tavares.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Os investidores qualificados não estão fora de qualquer regulação; não beneficiam é da proteção que é atribuída aos investidores não qualificados.

Agora, aquilo que referi relativamente ao mercado de derivados e à insuficiência da regulação, até há pouco tempo, na parte dos derivados negociados em mercado de balcão, era, de facto, a ausência de regulação; mas do que estamos a falar é do mercado destes instrumentos, não estamos a falar de uma relação bilateral e de um contrato entre uma instituição financeira e uma empresa não financeira.

Não havia o mercado destes instrumentos, não havia nenhuma oferta pública destes instrumentos! Não conhecemos, nem tínhamos de conhecer, nem tínhamos forma legal de conhecer que havia este tipo de contratos, tal como não temos conhecimento de todos os contratos que são feitos pelos investidores não qualificados. Não conhecemos, uma a uma, as operações que são feitas diariamente nos bancos, como compreenderá.

O Sr. Presidente: — Sr. Deputado, tem a palavra.

O Sr. Filipe Neto Brandão (PS): — Sr. Presidente, não ignora, antes pelo contrário, um perito qualificadíssimo na matéria — leigo sou eu que, obviamente, apenas tenho contacto no âmbito desta Comissão —, que, um pouco por todo o planeta, várias empresas têm situações como aquelas que justificam a existência desta Comissão, mas cidades, inclusive, apresentaram-se à falência em virtude da celebração de contratos *swap*.

Ora, entre os poderes da CMVM, os poderes de supervisão abrangem não apenas a proteção dos investidores — e, aí, dou de barato que a

proteção dos investidores qualificados é uma proteção mitigada —, mas um dos pontos de concretização do poder de supervisão está no artigo 358.º, alínea *d*), a «Prevenção do risco sistémico».

Ora, parece-me evidente — mas V. Ex.^a contrariar-me-á se for caso disso — que os riscos de alguns contratos e, pela sua dimensão, o volume pelo número de entidades que os subscreveram, põem em causa o sistema, tal como, aliás, se concretiza nas falências que acaba de referir.

Em que medida a CMVM atuou no sentido de prevenir estes riscos sistémicos?

O Sr. Presidente: — Sr. Dr. Carlos Tavares, faça favor.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — O risco sistémico que é referido aí diz respeito ao risco do sistema financeiro.

O Sr. Filipe Neto Brandão (PS): — Certo, certo!

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Certo! Portanto, também nesse caso são os supervisores prudenciais que têm esse mandato, específico, aliás. Mesmo agora, a chamada supervisão macroprudencial foi explicitamente consagrada na lei como sendo competência do Banco de Portugal, mas não é isso que está em causa.

O facto de algumas empresas não financeiras se apresentarem à falência não constitui, por si, um sinal nem um elemento de risco sistémico, a menos que fossem empresas tão importantes que pusessem em causa a sobrevivência dos bancos, o que também não é o caso. Quer dizer, nas operações que estão em apreço, elas têm impacto, seguramente, sobre as contas públicas, sobre as próprias empresas não financeiras, mas não

tiveram impacto negativo sobre os bancos — pelo contrário, aparentemente tiveram impacto positivo nas instituições financeiras.

O Sr. Presidente: — Sr. Deputado, tem a palavra.

O Sr. Filipe Neto Brandão (PS): — Sr. Presidente da CMVM, no mundo judiciário, no mundo judicial, fala-se muitas vezes do chamado conflito negativo de competências, ou seja, quando nenhuma das entidades supostamente competente reclama para si a competência. Mas a verdade é que há sempre uma entidade que determina a quem pertence a competência.

Ora, no que diz respeito aos investidores não qualificados, aquilo que parece decorrer do seu depoimento, hoje, e do depoimento do Sr. Vice-Governador do Banco de Portugal, há uns tempos, é que não estamos perante uma situação de conflito negativo de competências, estamos perante um «buraco negro» de competências, porque ninguém as exerce.

Muito concretamente, o que lhe queria perguntar é: quem é, se é que é alguém, que tem competências de supervisão sobre os contratos celebrados com investidores qualificados, sendo certo que a própria CMVM — aliás, aproveito para saudar a informação disponibilizada no *site*, e faço-o com total transparência, porque, de facto, é uma informação meritória — refere que a informação disponibilizada por muitos daqueles que negociam contratos de *swap* é difícil de apreender pelos investidores, mesmo os que apresentam um grau de conhecimento acima da média?

Ora, se a CMVM reconhece que os investidores que têm um grau de conhecimentos acima da média são incapazes de apreender a totalidade da informação que deveriam possuir na contratação de *swaps*, quem é que, do ponto de vista da supervisão, deve exercer essa proteção?

O Sr. Presidente: — Sr. Dr. Carlos Tavares, faça favor.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Eu repito o que disse, Sr. Deputado: nós supervisionamos as entidades financeiras. Se, por exemplo, uma instituição financeira, mesmo estando em causa um investidor qualificado, celebrar um contrato para o qual não está autorizado, se celebrar um contrato que não cumpre as normas legais, isso aí, sim, caber-nos-ia a nós intervir.

Agora, uma instituição financeira que celebre um contrato com um investidor qualificado, dentro da lei, estando autorizada para o fazer, o que resulta da lei é que não existe qualquer intervenção — e, devo dizer, também não vejo por que é que deveria existir. Se estamos em presença de uma grande empresa que tem, supostamente, quadros adequados e bons quadros, para gerir os seus riscos — se não os tem, deveria tê-los — por que é que o supervisor financeiro há de ter uma obrigação de proteção dessa empresa? Então, está a substituir-se aos seus acionistas, aos seus órgãos de fiscalização, à sua administração? Não sei porquê.

Depois, em relação à questão que cita sobre a complexidade dos produtos: penso que, nesta discussão, também se «meteram no mesmo saco» coisas muito diferentes.

O contrato de *swap* simples é, provavelmente, o contrato de derivados mais simples que existe. Penso que é razoavelmente apreensível, não digo por toda a gente, mas...

O Sr. Filipe Neto Brandão (PS): — Isso é consensual!

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Pois, mas o problema não são os contratos.

E é também um instrumento de cobertura de risco, como o Sr. Deputado viu pelos números, o mais usado em todo o mundo, que tem montantes de valores transacionados de enormes proporções. E é um instrumento de cobertura de risco que, em meu entender, deve fazer parte da boa gestão financeira de uma empresa, sobretudo quando ela tem uma área financeira muito desenvolvida, quando tem endividamentos elevados, quando tem uma área financeira de grandes proporções, como é o caso. Tal como os contratos de cobertura de risco de taxa de câmbio: quando as empresas têm exposições cambiais, são contratos que devem ser usados. Isso não está em causa! A questão é a saber se são usados devidamente ou não. Mas, como disse, não conheço nenhum dos casos e, portanto, não me quero pronunciar sobre isso.

Nós, por exemplo, nos pequenos investidores, nas reclamações que temos visto, temos visto alguns casos de mau uso dos *swaps*, por exemplo, quando o montante nocional do *swap* não coincide com o montante de endividamento da empresa. Há casos de pequenas e médias empresas a quem foram propostos contratos de *swap* de taxa de juro, portanto, de cobertura de risco de taxa de juro sobre as chamadas contas correntes, que, como sabe, não têm capital constante. Muitas vezes, a empresa paga a totalidade do capital e o *swap* abrangia todo o período do contrato.

O que é aconteceu? As empresas pagaram o endividamento todo, nalguns casos, e continuaram a pagar a diferença de taxa de juro, porque as taxas de juro baixaram, sobre o montante total do capital, como se ele estivesse todo em dívida. Essa é uma utilização inadequada do *swap*.

Tal como alguns produtos que vimos não são aptos para cobrir o risco de taxa de juro. Por exemplo, há produtos que vimos, em que protegem a subida das taxas de juro, por exemplo, em meio ponto ou um ponto percentual, e o risco do banco está limitado por esse montante

pequeno de subida de taxa de juro, e, no entanto, na descida, não têm qualquer limite, portanto, são contratos assimétricos. Este também não é um contrato, propriamente, de proteção da taxa de juro...

Por isso, a questão está na forma como estes contratos são feitos.

Ou então há contratos mais exóticos, ainda, que são indexados a uma quantidade de outro tipo de variáveis, o que não é teoricamente impossível, porque pode haver variáveis correlacionadas com a taxa de juro que sirvam também de referência aos contratos.

Nalguns casos, a complexidade começa a ser tão grande que, de facto, começam a ser dificilmente perceptíveis, sobretudo quando estão em causa, como disse, pequenas e médias empresas e quando estão em causa, muitas vezes, até comerciantes em nome individual e até contratos de crédito à habitação. Nesses casos, penso que, de facto, esse alerta é, sobretudo, para estes investidores.

Agora, custa-me a aceitar, de facto, que numa grande empresa não haja essa capacidade de compreender os riscos e de adequar a utilização dos instrumentos aos objetivos da gestão financeira saudável da empresa.

O Sr. Presidente: — Sr. Deputado, para uma última questão, presumo, tem a palavra.

O Sr. Filipe Neto Brandão (PS): — Sr. Presidente da CMVM, reconheço tudo o que referiu, mas é a própria CMVM — eu fiz uma citação daquilo que é a política do CMVM — que reconhece que, mesmo aqueles que têm um grau de conhecimento acima da média, muitas vezes, são confrontados com situações que não dominam, e portanto, se na CMVM têm conhecimento desta situação, dificilmente poderíamos compreender que não agisse.

Do mesmo modo que é a própria CMVM que refere que deveria ser ponderada a proibição de comercialização de produtos e, portanto, é a primeira que reconhece a sua toxicidade e, portanto, que deveria haver uma intervenção.

Mas a pergunta final que lhe queria dirigir relaciona-se, aliás, com aquilo com que creio ter começado o Sr. Presidente da CMVM, na sua exposição inicial e que se prende com uma situação planetária, que é a ausência da regulação na Europa, que fez com que nomeadamente empresas financeiras norte-americanas se tenham deslocado do Wall Street para a *City* de Londres para beneficiarem do Passaporte Europeu do Prospeto para, a partir de Londres, beneficiando da ausência de regulação, poderem comercializar produtos que são proibidos, nomeadamente nos Estados Unidos.

Aquilo que lhe pergunto, a concluir, é se o Sr. Presidente da CMVM tem conhecimento disso (obviamente que tem, porque se eu o tenho, V. Ex.^a tê-lo-á, sobejamente) e que medidas é que pode sugerir de modo a podermos pôr fim a essa situação.

O Sr. Presidente: — Sr. Dr. Carlos Tavares, faça favor.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Sr. Deputado, permita-me só voltar um bocadinho atrás, em relação ainda à questão dos alertas que são dirigidos essencialmente (essencialmente, não!) a investidores não qualificados, a investidores em geral. E eu concordo inteiramente com o que disse e continuo a dizer: embora a regulação europeia se tenha encaminhado sempre para, nos produtos financeiros complexos, uma solução de prestação de informação ao investidor, impondo mais e mais obrigações de informação, o que penso ser útil, sou dos que tenho dito sempre, e volto a

repetir, que há produtos que, por mais informação que se preste, os investidores não qualificados normais não têm capacidade para a entender.

Por isso, sou dos que defendo que na regulamentação europeia deveria haver a previsão da possibilidade de proibir a venda no retalho — porque estamos a falar de investidores de retalho — de alguns produtos que são tão complexos que, repito, por mais informação que se preste, não é possível serem entendidos pelos investidores.

Felizmente, penso que esta tendência começa a fazer caminho, isto é, depois de uma fase bastante *hands off* (perdoe-se-me a expressão), em que os reguladores não queriam intervir no produto propriamente dito e se encaminhavam muito para a informação, penso que, curiosamente, houve uma evolução neste sentido de um mercado que era mais liberal nesta matéria, como o do Reino Unido, que hoje tem uma postura diferente. Até com a separação da supervisão prudencial e comportamental — penso que, neste momento, a FCA tem uma postura muito mais interventiva em matéria do produto —, já começa a haver uma propensão para que os produtos financeiros complexos não possam ser distribuídos no retalho, independentemente do seu grau de complexidade.

A nossa regulamentação, tal como está hoje, ainda não permite esta proibição, seguindo, aliás, como referi, as linhas da regulamentação europeia.

O caminho que seguimos até agora e que estamos a tentar concretizar é o de celebrar um protocolo com a Associação Portuguesa de Bancos no sentido de, voluntariamente, os bancos se absterem de distribuir, no retalho, alguns produtos dos tais que são tão complexos que não são facilmente entendíveis. Infelizmente, ainda não chegámos a um resultado, mas espero que cheguemos aí. A não ser assim, defendo a intervenção regulatória nesta

matéria, porque penso que há limites de complexidade que não devem ser ultrapassados.

Em relação à questão que o Sr. Deputado referiu — que é muito importante e de que, não interna mas externamente, tenho falado bastante, infelizmente, com sucesso limitado —, que é a questão da arbitragem regulatória, que vigorou no passado, houve durante algum tempo, antes da crise financeira, esta disputa regulatória entre a Europa e os EUA, sobretudo entre os grandes centros de Nova Iorque e Londres, no sentido de criar vantagens regulatórias.

Depois, o resultado foi mau, como se sabe. E eu receio que, embora não deliberadamente, se esteja a criar, por força deste gap temporal entre a aprovação do Dodd-Frank Act nos EUA, que foi mais rápido do que na Europa, e a aprovação da regulamentação europeia, sobretudo a revisão da Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros — e repito que pode não ser uma vontade deliberada —, vantagens ou oportunidades de arbitragens regulatórias. Mas o facto é que pode conduzir a isso e a que, pelo menos neste gap, haja essa tentativa de aproveitamento por parte dos intermediários financeiros, que, tenho de reconhecer, sobretudo aqueles grandes intermediários financeiros globais, estão sempre à procura de um sítio onde possam fazer as coisas que sejam mais benéficas para eles.

Por isso, a intervenção do Sr. Deputado é importante. E não é só uma questão entre a Europa e os EUA porque, se a Europa e os EUA estiverem alinhados e se outro mercado qualquer estiver desalinhado, os intermediários financeiros encontrarão forma de fazer as coisas noutra mercado qualquer.

A questão é, pois, a da importância que tem de ser dada à regulação financeira global, que felizmente hoje está numa atitude muito mais

dinâmica do que há alguns anos, no sentido de promover essa harmonização regulatória.

O único reparo que há a fazer é que as coisas têm demorado muito tempo. Estamos, como há pouco referi, no sétimo ano depois dos primeiros sinais da crise financeira e muita da regulamentação ainda é a mesma que existia na altura; alguma está a mudar, felizmente, outra perspectiva-se que mude, mas reconheço que o tempo tem sido longo.

O Sr. Presidente: — Vamos agora passar ao CDS. Dou a palavra à Sr.^a Deputada Cecília Meireles.

A Sr.^a Cecília Meireles (CDS-PP): — Sr. Presidente, quero em primeiro lugar cumprimentar o Sr. Presidente da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e agradecer-lhe o facto de estar aqui.

Estas audições que temos vindo a realizar com várias entidades com competências de supervisão têm sido algo frustrantes, não, no caso, por responsabilidade do Sr. Doutor, não é isso que quero dizer, mas porque tem sido difícil perceber quem tem competência de supervisão ou até se há alguém com competência de supervisão.

Creio ter já percebido — até porque, naturalmente, nesta altura, muitas coisas estão já esclarecidas —, mas peço-lhe que confirme o meu entendimento.

Vou começar por utilizar o exemplo que tenho usado, que é um exemplo bastante simplista, diria até mesmo populista, mas que acho que ajuda toda a gente a perceber o que é que está em causa.

Consideremos a celebração de um contrato entre um qualquer intermediário financeiro, no caso, podemos considerar até um banco, e uma PME exportadora. Vamos supor que sou gerente de uma PME exportadora

e estou a renegociar um crédito do qual preciso bastante, numa altura de crise. E o intermediário financeiro diz-me: «— Muito bem. Estamos dispostos a renegociar, mas, para isso, vai ter de contratar um *swap*» — que vem a ser não um *swap* típico, um *swap* simples, mas um verdadeiro contrato, de que já aqui falámos, que nalgumas circunstâncias se tornará necessariamente ruinoso, que é completamente desequilibrado e para o qual eu não tenho a mínima capacidade técnica de perceber o que está em causa — sou, portanto, um investidor não qualificado.

A minha questão tem a ver com o que depreendo das suas palavras: nesta circunstância, a CMVM tem competência para supervisionar, ou seja, se eu apresentar uma queixa na CMVM, posso contar com proteção da parte desse organismo?

O Sr. Presidente: — Sr. Dr. Carlos Tavares, tem a palavra.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Se for uma PME, sim, claramente. E mesmo que não apresente queixa, se a CMVM, numa ação de supervisão a determinada entidade financeira, se aperceber dessa prática, tem obrigação de intervir.

O Sr. Presidente: — Sr.^a Deputada Cecília Meireles, tem a palavra.

A Sr.^a Cecília Meireles (CDS-PP): — Se, por exemplo, em vez de gerente de uma PME, pelo contrário, for gestora pública de uma grande empresa pública de uma determinada dimensão, e portanto investidora qualificada, neste caso, a CMVM já não tem competência de supervisão?

O Sr. Presidente: — Sr. Dr. Carlos Tavares, tem a palavra.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — A menos que a empresa tenha pedido o estatuto de investidor não qualificado.

O Sr. Presidente: — Sr.^a Deputada Cecília Meireles, tem a palavra.

A Sr.^a Cecília Meireles (CDS-PP): — Exatamente!

Depreendo que o que determina a competência de supervisão não tem a ver, ao contrário, aliás, do que foi noticiado... Estou a ler uma notícia do Jornal de Negócios, de 9 de julho, que diz que «Depois do Banco de Portugal, é a CMVM que diz que também não é responsável pelos *swaps*»... Portanto, a questão não está nos *swaps* e nos derivados financeiros, mas na qualificação, ou seja, na avaliação sobre se é investidor não qualificado, investidor qualificado ou um outro intermediário financeiro.

Daí que — e peço a sua confirmação —, sendo as empresas públicas investidoras qualificadas, na maior parte dos casos, a não ser que elas peçam para não serem consideradas como tal, não há competência de qualquer órgão, ou seja, nem o Banco de Portugal, nem a CMVM, nem órgão algum é responsável por supervisionar a relação que é estabelecida entre intermediários financeiros e investidores qualificados no caso de contratação e intermediação de instrumentos derivados. É assim?

O Sr. Presidente: — Sr. Dr. Carlos Tavares, tem a palavra.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — É, sim, Sr.^a Deputada.

O Sr. Presidente: — Sr.^a Deputada Cecília Meireles, tem a palavra.

A Sr.^a Cecília Meireles (CDS-PP): — Isto foi só para eu estar certa de que tinha percebido bem.

O que gostava de lhe perguntar tem a ver com o seguinte: ouvi a explicação que deu sobre a obrigação dos bancos de protegerem o interesse do seu cliente, da ética e de que não vale tudo... E eu acreditaria em si, mas a verdade é que o que temos visto é um bocadinho diferente disso, diria mesmo que é o oposto disso. De facto, na celebração de alguns contratos, aparentemente, valeu tudo e tudo foi protegido, menos o interesse do cliente. E, logo por azar, neste caso em concreto, os clientes éramos todos nós, porque, sendo empresas públicas, à partida, os clientes somos todos nós.

Portanto, o que eu gostava de lhe perguntar é, utilizando o seu *know-how* relativamente a este tipo de instrumentos — e porque importa também a uma Comissão de Inquérito perceber por que é que as coisas aconteceram —, o que é que lhe parece que pode estar por trás da celebração de contratos desta natureza. Não falo dos contratos simples de *swaps*, mas dos desta natureza. A minha pergunta é: estamos a falar, por exemplo, de uma maquilhagem de contas? Estamos a falar de um diferimento de *cash flow* negativo para o futuro e de um disfarce de uma realidade mais negativa? Ou estamos, pelo contrário, a falar simplesmente de um negócio de especulação de empresas públicas e de gestores públicos que decidiram, não diria «jogar na Bolsa», porque não é, mas a ideia é um bocadinho essa...

O Sr. Presidente: — Sr. Dr. Carlos Tavares, tem a palavra.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Sr.^a Deputada, a pergunta é muito bem colocada. Como disse, falo com o à vontade de não conhecer nenhum caso concreto, mas admito que haja as três situações que referiu.

Primeiro, e como disse há pouco — nalguns casos temos de nos localizar devidamente no tempo —, quando estávamos, salvo erro, por 2005, 2006, a expectativa normal era a de que as taxas de juro subissem. A Euribor foi dos 2,5 aos 4, aos 5 e ia a caminho dos 6. Portanto, digo-lhe que se eu fosse gestor financeiro de uma empresa não financeira e tivesse uma dívida a médio prazo teria feito um contrato de proteção de taxa de juro, isto é, um contrato simples de fixação de taxa de juro, um *swap* que na gíria financeira se chama *plain vanilla*. Penso que isso faria parte da boa gestão financeira.

É evidente que, quando se faz um contrato destes, ele pode produzir resultados positivos, se as taxas de juro subirem, ou negativos, se as taxas de juro baixarem. Se for um contrato normal, se for simétrico... Aliás, aquilo que produz, em rigor, nem são perdas, são ganhos cessantes. Se a Sr.^a Deputada fixar a taxa de juro, o que sucede é que não beneficia da baixa da taxa de juro, isto é, não há exatamente uma perda, mas fica a pagar a taxa que estava e, portanto, não tem o encargo ou a perda de pagar mais se elas subirem, mas também não beneficia se elas baixarem. Aliás, quando me apareceram as primeiras reclamações na CMVM, a minha primeira reação foi dizer: «Tiveram azar». Mas depois, vendo os contratos mais em pormenor, não é bem assim. Portanto, este tipo de operação tem de ser analisado no tempo em que foi contratado.

Agora, há uma coisa: o contrato tem uma duração, mas tem cláusulas de interrupção. E também faz parte das boas práticas financeiras, por exemplo, introduzir cláusulas de *stop loss*. Ou seja, se as coisas correrem ao contrário do previsto, há um momento em que, embora perdendo aquilo

que já foi perdido e suportando os custos de cancelar o contrato, também é boa prática cancelá-lo e evitar perdas maiores no futuro. Isso faz parte não só do julgamento mas nalguns casos de regras objetivas. Às vezes, estas cláusulas de *stop loss* até fazem cortar o coração, porque pensamos que podemos sempre ganhar mais — é como o jogador, que pensa que a sorte vai mudar no futuro e até pode mudar —, mas faz parte das boas regras de gestão financeira ter essas cláusulas de *stop loss*.

De qualquer maneira, um contrato deste tipo é, como costumam dizer os treinadores de futebol, daqueles que só no fim é que se fazem as contas ou que só no fim do campeonato é que se sabe o resultado final. Mas, como disse, faz parte da boa gestão fazer uma gestão dinâmica destes contratos e em cada momento julgar, sendo que o cancelamento do contrato tem custos. Porque as pessoas não podem pensar que se pode interromper, dizendo: «Agora já não quero, porque não me está a agradar». Não! Isso tem custos. Tudo depende de ponderar esses custos com os encargos futuros.

Depois há outra situação que a Sr.^a Deputada referiu, que também admito que exista, que é a chamada maquilhagem das contas.

Eu sei que os intermediários financeiros, sobretudo os grandes bancos de investimento, fazem propostas diversas desse tipo no sentido de diferirem encargos, de antecipar proveitos e tudo isso.

Isso para mim, que tive formação quer na banca tradicional quer no Ministério das Finanças, não é aceitável, inclusivamente do ponto de vista ético. Não é aceitável que seja feito por nenhuma das partes — vamos ser claros! Creio que isso é criar uma ilusão aos acionistas e ao mercado — e se forem empresas cotadas ainda pior —, ou seja, é criar a ilusão de resultados que não são verdadeiros.

Depois, pode haver também, como a Sr.^a Deputada disse, uma terceira situação: por exemplo, quando se fazem contratos em que o capital, o valor nocional dos contratos não coincide com o valor da dívida; ou em que a duração dos contratos é diferente; ou em que se indexam os contratos às mais diversas coisas, que não têm a ver com taxa de juro, embora possa haver, como disse, variáveis correlacionadas, mas, em alguns casos, não; ou quando os produtos têm uma estruturação e uma complexidade tais que nem se percebe bem nem se sabe avaliar bem o produto, o que também pode acontecer.

Há contratos, chamados derivados estruturados, que são tão complexos que, de facto, eu reconheço que, provavelmente, nem um gestor financeiro de uma empresa pública estará preparado para o avaliar devidamente e, nesses casos, acho que esses não devem...

Há uma regra que é fundamental: quando não se percebe um produto não se deve comprar. Esta é uma regra! É fácil!...

Não sei se a Sr.^a Deputada costuma ver um programa que passa agora na SIC Radical que se chama «Os contos do vigário» que termina sempre dizendo que «se alguma coisa parece boa de mais para ser verdade provavelmente é».

Portanto, com estas duas regras fundamentais acho que se resolve uma grande parte dos problemas e ter-se-iam evitado muitas das questões que estamos aqui a debater.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra a Sr.^a Deputada Cecília Meireles.

A Sr.^a Cecília Meireles (CDS-PP): — Sr. Doutor, estou plenamente de acordo. Eu, aliás, até acrescentaria uma terceira regra, que é a seguinte:

quando a taxa de juro é muito acima da do mercado, provavelmente o risco também deve ser e, portanto, o risco de perda também o é.

Mas o que eu pergunto acerca da questão do tempo — e compreendendo que estamos perante empresas que têm estruturas financeiras e dívidas bastante anómalas e compreendendo também o que nos disse sobre o artigo 45.º do Código das Sociedades Comerciais, aliás, não sei se é 45.º se é 35.º, fiquei na dúvida...

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Sim, a Sr.^a Deputada tem toda a razão: é o artigo 35.º... É porque, como passaram já quase 10 anos, eu fui acrescentando um número por ano...

Risos.

A Sr.^a Cecília Meireles (CDS-PP): — Eu percebo perfeitamente, mas eu diria que aqui, no caso destas empresas, também é preciso perceber que a decisão tomada de realizar todos os investimentos com recurso a dívida, sobretudo em empresas que à época não consolidavam no Orçamento do Estado e não consolidavam nas contas públicas, foi, obviamente, não apenas uma decisão de gestão, mas, sobretudo, uma decisão de tutelas de vários governos sobre a qual devemos ponderar, porque muitos destes problemas, creio eu, têm como génese a ideia de que é possível fazer investimento, investimento/dívida e dívida sem que nunca apareça capital e sem que nunca, sobretudo, isso tenha nenhuma consequência. Infelizmente, tudo isto tem consequências — e bem negativas! — e todas estas parecem ser consequências menos previsíveis, mas também elas negativas.

Assim, em relação à questão do tempo o Sr. Doutor disse-nos que há um determinado momento em que estes contratos eram muito comuns e

faziam muito sentido. Pergunto-lhe: eles fazem igual sentido em 2008, em 2009 ou até em 2010?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Sr.^a Deputada, em 2008 estávamos em plena crise financeira, os bancos centrais tinham já feito as suas intervenções que levaram as taxas de juro para níveis muito baixos e aí eu não acho que haja risco de taxa de juro a proteger, só se fosse ao contrário.

Aliás, essa foi uma das questões que também vimos em relação às reclamações que temos. É que se houve alguns contratos que, de facto, foram feitos no período de subida de taxa de juro houve outros que já foram feitos a partir do momento em que a política acomodatória dos bancos centrais tinha começado a ser adotada e em que as taxas de juro já estavam claramente num percurso... E aí eu acho que, nessa situação, só há que esperar, porque... Agora era uma boa altura para o fazer; o problema é que, agora, julgo, nenhuma instituição financeira faria, em condições aceitáveis, um contrato de fixação de taxa de juro, porque se se conseguisse fixar as taxas aos níveis atuais esse era um grande negócio.

Eu, quando as taxas de juro estavam relativamente baixas, mas com tendência para subir, aconselhei vários amigos meus que tinham crédito à habitação a fixarem as taxas de juro — e espero não ter perdido alguns amigos com isso se é que seguiram ou não o meu conselho... Mas a verdade é que, mesmo que tenham seguido o meu conselho, acho que os recupero, porque costumo dizer que só há duas coisas certas na vida: a morte e que as taxas de juro vão subir. Portanto, é uma questão de tempo. Se estamos a falar de contratos de crédito à habitação com 20, 30 ou 40 anos, eu penso que o risco...

Agora, como digo, depois de as taxas de juro assentarem em baixa volta a ser boa altura, mas eu creio que, neste momento, não haverá grande apetência das instituições financeiras para o fazer ou o custo será muito alto.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra a Sr.^a Deputada.

A Sr.^a Cecília Meireles (CDS-PP): — Sr. Doutor, para terminar, quero colocar-lhe uma outra questão: o senhor afirmou aqui, e isso já tinha sido dito, que foram recebidas cerca de 170 queixas de investidores não qualificados, suponho eu, em relação a cinco intermediários financeiros, que a maior parte destes processos (151) está concluída e eu gostava de saber se foi aplicada alguma sanção em virtude da minoria de processos contraordenacionais que foram levantados.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Sr.^a Deputada, creio que temos em curso um ou dois processos de contraordenação.

Infelizmente entre nós, como a Sr.^a Deputada saberá, os processos de contraordenação são muito longos, não só por força da nossa limitação de recursos, mas também pelo peso dos procedimentos, dos incidentes que são criados e tudo isso.

Mas os processos seguirão o seu caminho, sendo que, como eu disse, privilegiámos sempre a tentativa de solução do problema dos clientes, até porque há casos em que os problemas são relativamente prementes e dramáticos e há empresas que não se aperceberam da importância dos pagamentos que viriam a ter de fazer...

Claro que, curiosamente, este aspeto não é só nosso, não é só português. Aliás, não sei se a Sr.^a Deputada teve ocasião de ler uma notícia do ano passado no Financial Times que reportava um caso muito parecido em Inglaterra, só que os meios de intervenção são completamente diferentes...!

Assim, também com pequenas e médias empresas, que é o que está em causa, a nossa congénere inglesa, na altura a FSA, concluiu que também tinha havido práticas erradas de comercialização e de venda destes produtos, reuniu todos os casos e seguiu um procedimento bastante escorreito que foi o de chamar os CEO dos bancos que estavam envolvidos e dizer: meus senhores, há aqui um problema, houve más práticas de comercialização, os senhores vão contratar auditores — que os senhores vão pagar — para calcular, nestes casos em que houve erros na comercialização, qual é o prejuízo das empresas e compensam as empresas.

Bom, eu estou aqui a imaginar a conversa, que eu não ouvi e que, portanto, não sei se foi bem assim, mas o resultado foi o de que no final dessa reunião, no dia seguinte, a FSA fez um comunicado a elogiar os CEO das empresas que, «voluntariamente», tinham aceitado nomear auditores e compensar as pequenas e médias empresas que tinham feito contratos de derivados, na maior parte contratos *swaps*, com más práticas de comercialização.

Nós, aqui, não temos esta facilidade... Mas, claro que se a resposta fosse negativa a FSA tem meios muito imediatos de intervir e de aplicar sanções.

Bom, por isso é que eu tenho alguma esperança de que com o artigo que foi agora introduzido, que nos dá a possibilidade de... É porque, independentemente do uso dessa possibilidade, o facto de existir a possibilidade de impormos uma solução, isso cria logo um incentivo para

que o intermediário financeiro tente um acordo com a contraparte envolvida.

O Sr. Presidente: — Tem, agora, a palavra o Sr. Deputado Paulo Sá.

O Sr. Paulo Sá (PCP): — Sr. Presidente, começo por cumprimentar o Dr. Carlos Tavares, Presidente da CMVM e agradecer-lhe, em particular, a sua exposição inicial, que foi bastante clara, assim como as respostas que foi dando ao longo desta audição.

Apesar da clareza da sua intervenção restaram-me algumas dúvidas e eu gostaria de tentar fazer um esforço para compreender, com a sua ajuda de sistematização, nomeadamente começando pela questão da supervisão. O que é isso da supervisão? Em que é que se traduz exatamente a supervisão?

Porque as pessoas, o cidadão comum, questionaram-se sobre como é que foi possível esse desastre dos *swaps*. Durante anos os gestores de diversas empresas públicas de grande dimensão foram contratando estes instrumentos, as perdas foram-se acumulando e de repente, ao fim destes anos, temos perdas superiores a 3000 milhões de euros, parte das quais já se transformou em perdas reais, que, em última análise, serão sempre pagas pelos contribuintes.

Assim, naturalmente, as pessoas questionam-se sobre como é que foi possível, mais uma vez, acontecer uma coisa destas debaixo do nariz do anterior Governo e debaixo do nariz do supervisor.

Então, a pergunta que quero fazer-lhe relativamente aos investidores qualificados — porque podemos dividir o processo de supervisão entre investidores qualificados e não qualificados, como já se falou aqui, segundo eu entendi — é se, e pedia-lhe que mo confirmasse, relativamente

aos investidores qualificados, portanto àquelas entidades que têm uma dimensão que se presume que tenham conhecimento e uma capacidade de análise do produto que dispensa a supervisão, não há qualquer tipo de supervisão de acompanhamento. É isto? Podemos resumir desta forma?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Sr. Deputado, não existe do ponto de vista dos supervisores financeiros, pois não nos compete, a nós, de facto, relativamente a investidores que têm, por definição, condições de conhecer os riscos e capacidade financeira para os assumir, estar a protegê-los de cometerem erros.

Uma coisa é proteger os investidores que são mais frágeis de más práticas dos bancos, mas é difícil admitir que um banco possa enganar deliberadamente uma grande empresa que é seu interlocutor.

Agora, há uma supervisão, como eu procurei dizer, que tem de funcionar e que é a supervisão das próprias empresas não financeiras, como disse, dos órgãos, do conselho fiscal... É porque o conselho fiscal de uma empresa, ou a comissão de auditoria, ou o conselho geral e de supervisão são órgãos de supervisão das empresas.

E repare que nas pequenas e médias empresas esta supervisão não é tão forte como nas grandes empresas; não há administradores independentes! Os conselhos fiscais podem ser substituídos por fiscal único, pelo que não existe esta estrutura de supervisão da empresa que existe nas grandes empresas.

É, pois, esta estrutura de supervisão que tem, em meu entender, de funcionar.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. Paulo Sá (PCP): — Naturalmente, eu referia-me ao supervisor financeiro e, portanto, relativamente aos investidores qualificados essa supervisão não existe.

Passando, agora, aos investidores não qualificados, no decurso desta audição o Sr. Doutor disse, a determinado momento...

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Sr. Deputado, desculpe interrompê-lo, mas não existe desde logo, porque nós nem sequer temos possibilidade de ter conhecimento que os contratos existem. São contratos bilaterais, não houve nenhuma queixa e não havia nada que, legalmente, pudéssemos ou devêssemos fazer.

O Sr. Presidente: — Queira continuar, Sr. Deputado.

O Sr. Paulo Sá (PCP): — Voltaremos a essa questão, mas agora queria centrar-me nos investidores não qualificados.

No decurso desta audição o Sr. Doutor disse, a determinado momento, que estes investidores não qualificados dispõem de todas as garantias, mas depois também acrescentou que a CMVM dispõe de instrumentos limitados.

Assim, peço-lhe que nos diga, numa linguagem acessível, que fosse compreensível, até porque estas audições são gravadas e transmitidas pelo Canal Parlamento (ARTV), em que é que se traduz a supervisão da CMVM para os investidores não qualificados. O que é que a CMVM faz? Que informação recebe? Qual é o dever de reporte? Que intervenções pode

fazer? Como é que atua nestas situações para investimentos não qualificados — e, agora, centramo-nos neste?

O Sr. Presidente: — Sr. Dr. Carlos Tavares, faça favor.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Há dois tipos de intervenção: uma, que é a intervenção corrente, do dia-a-dia, em que temos a obrigação de verificar se os intermediários financeiros estão a cumprir as normas.

Por exemplo, neste caso dos investidores não qualificados, se os classificaram adequadamente como não qualificados, se fizeram os chamados testes de adequação, ou seja, se quando vendem produtos veem se aquele produto é adequado ou não e se fazem parte da nossa supervisão, quando vamos a um intermediário financeiro — não vamos todos os dias, como imagina, mas periodicamente, por exemplo, uma vez por ano ou uma ou duas vezes por ano —, vemos o que é que ele faz e se tem lá estes documentos todos organizados, se cumpriu a lei nessa comercialização. Como não estamos lá todos os dias, não temos a possibilidade de ver, caso a caso, se as más práticas ocorreram ou não.

Muitas vezes, só temos conhecimento de que as coisas foram menos corretas, quando recebemos as tais reclamações, e aí temos um procedimento típico de atuação. Portanto, entre as obrigações do intermediário também está a de estabelecer o perfil do investidor. O intermediário financeiro tem de ter... Um primeiro investidor dita um perfil: se é um perfil agressivo, se é moderado, se é conservador, se ele pode comprar produtos que sejam mais arriscados ou não. Agora, o intermediário financeiro pode ter isto tudo bem feito, ter lá o investidor bem classificado e, depois, vender-lhe uma coisa que não é adequada. Isso já faz parte de uma má prática. Por exemplo, se ele tiver um investidor

classificado como conservador, que só gosta de produtos com pouco risco, e se lhe vender um *swap* desses complicados, reestruturado ou uma coisa qualquer, aí, está a violar uma regra.

Como disse, muitas vezes, essas infrações só são apreensíveis quando recebemos as reclamações. Alguns casos são reclamações fundamentadas, noutros não o são. É evidente que os clientes sempre que perdem dinheiro acham que foram mal tratados, e há casos em que o investidor também não tem razão, atenção! Mas quando tem razão... E nós temos um procedimento que é: analisamos o caso e emitimos uma opinião para o intermediário financeiro; ouvimos o intermediário financeiro sobre o que é que ele tem a dizer daquela reclamação, e, depois, de ouvidas as duas partes, emitimos uma opinião, dizendo ao intermediário financeiro, quando achamos que o investidor tem razão, dizemos à entidade financeira «— Olhe, o senhor não praticou, não foi correto, não cumpriu adequadamente as regras de comercialização, e, portanto, faça favor de chegar a um acordo com o investidor, de o compensar das perdas que ele teve, porque ele não quis subscrever este tipo de produto, ou porque não foi bem informado, ou porque não tinha perfil para o subscrever». Esse é o nosso limite, é emitir um parecer... Houve tempos em que a CMVM nem isso fazia, limitava-se a ouvir o intermediário financeiro e o intermediário financeiro dizia: «— Não, não, o senhor não tem razão nenhuma!», e ficava-se por ali. Neste momento, a CMVM vai até ao limite que entendemos que a lei nos permite e que é emitir uma opinião, emitir um parecer.

Muitas vezes, o intermediário financeiro aceita o parecer e tenta chegar a um acordo com o investidor. Outras vezes o intermediário financeiro não aceita e diz: «— Não, os senhores não têm razão, o investidor também não, pronto. O investidor, se quiser, que vá para tribunal!», e é o que resta. E há casos também em que foram para os

tribunais. É claro que nestes casos, o parecer que a CMVM emitiu é um instrumento muito importante para o investidor, quando vai para o tribunal e tem um parecer da CMVM a dizer que ele tem razão.

Temos também a possibilidade, e já temos proposto... Por vezes, o processo de mediação, que é um processo mais formal em que a CMVM está ali com as duas partes à mesa e tenta chegar a um acordo.

Infelizmente, até agora, penso que nenhum intermediário aceitou entrar num processo de mediação. Houve apenas um caso, que foi o do BCP, sobre a comercialização de ações do BCP, em que houve um processo formal de mediação que até teve bons resultados.

Mas, neste caso dos *swaps*, até agora, não temos tido sucesso e também não podemos impor um processo de mediação.

Portanto, quando o intermediário financeiro não aceita, neste momento, não temos mais meios, e é por isso que digo que temos meios limitados, mesmo que achemos... Qual é o meio, depois, que nos resta? É, se esta for uma prática grave e reiterada, abriremos um processo de contraordenação ao intermediário financeiro e aplicarmos-lhe uma multa ou... que é o que normalmente acontecerá.

O processo de contraordenação demorará vários anos, porque depois vai para tribunal. São possíveis os mais diversos incidentes processuais e, portanto, se tudo correr bem, daqui a três anos, ou coisa assim, o intermediário financeiro terá uma multa aplicada pela CMVM e, provavelmente, validada ou não pelo tribunal.

Por isso é que eu dizia que depositava uma esperança neste artigo que foi agora introduzido na lei-quadro das autoridades reguladoras, que permite às autoridades imporem uma solução. Naturalmente, de forma fundamentada, provando que existe uma infração às regras de

comercialização, e dizer «o cliente tem razão», e dizer à autoridade financeira «faça favor de compensar neste ou naquele montante o cliente».

Como disse também é essencial que, agora, na aplicação da lei se esclareça a questão da aplicação da lei no tempo, porque já ouvi opiniões de que ela só se aplicaria para os casos que acontecerem a partir de agora, ou seja, estes casos que estão por resolver ficariam todos ainda ao abrigo do regime anterior.

Mas a minha referência aos meios limitados que temos é a que decorre deste quadro legal de não termos atualmente, ainda, a possibilidade de impor as soluções nem sequer impor o processo de mediação, nem impor que também seja possível um processo de arbitragem, por exemplo, que também seria mais rápido.

Dizem-me que emitimos cerca de 3000 pareceres, nos últimos três anos, não todos sobre *swaps*, naturalmente — só há 170 reclamações. Mas o número de reclamações que recebemos é, de facto, de tal forma que conduziu a esta emissão de 3000 pareceres em três anos.

O Sr. Presidente: — Sr. Deputado, tem a palavra.

O Sr. Paulo Sá (PCP): — Obrigado, Sr. Presidente.

Bem, temos então esta situação relativamente aos investidores qualificados: não há qualquer tipo de supervisão financeira! Relativamente aos não qualificados, há isso tudo que acabou de referir, mas esta divisão entre investidores qualificados e não qualificados não é feita de uma forma mecânica.

Se a empresa (e, neste caso, estamos a falar de empresas públicas, objeto de análise nesta Comissão), cumprindo dois daqueles três critérios que especificou, seria considerada pelo vendedor, pela instituição

financeira um investidor qualificado... Mas a empresa pública teria sempre a possibilidade de, nesse processo, requerer o estatuto de investidor não qualificado, beneficiando das proteções que acabou de referir, além de outras obrigações que a banca tem. Além disso, e também é importante, este estatuto pode ser pedido, creio, *swap a swap*, contrato a contrato; uma instituição financeira pode requerer, para análise de um contrato *swap*, um estatuto e depois, mais tarde, quando fizer uma negociação de outro *swap* mais complexo, pode pedir outro estatuto. Se não for assim, depois, irá corrigir-me.

De qualquer maneira, a questão que lhe queria colocar é a seguinte: que empresas públicas, durante os últimos 10 anos, destas que são objeto da Comissão e que contrataram *swaps*, pediram, requereram o estatuto de investidor não qualificado?

O Sr. Presidente: — Sr. Dr. Carlos Tavares, faça favor.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Muito obrigado, Sr. Presidente.

Antes de mais, só clarificando, o pedido de reclassificação, digamos, como investidor não qualificado não é feito operação a operação, é para efeitos de classificação do investidor junto da instituição de crédito, para todas as operações.

É claro que ele pode hoje estar como não qualificado, pedir, e, depois, voltar ao estatuto anterior. Isso pode! Mas não é operação a operação.

O Sr. Paulo Sá (PCP): — É definitivo?

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Não, não é definitivo, mas não é também operação a operação; é para todas as operações, enquanto durar essa classificação, sendo que ele pode, como disse, voltar ao estatuto anterior, quando quiser.

Não temos conhecimento de que tenha havido pedidos de classificação como investidor não qualificado, por parte de empresas públicas.

O Sr. Presidente: — Sr. Deputado, tem a palavra.

O Sr. Paulo Sá (PCP): — Portanto, o que está a dizer é que, ao longo destes 10 anos, em que estas empresas públicas contrataram centenas de *swaps*, desde os simples aos mais complexos, exóticos, tóxicos, especulativos, como quisermos chamar, em nenhum momento requereram esse estatuto de investidor não qualificado,...

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Não!

O Sr. Paulo Sá (PCP): — ... deixando de beneficiar dessa proteção.

E a questão que gostava de colocar-lhe, porque estou intrigado, é esta: qual é a vantagem dessas empresas públicas em não solicitar este estatuto?

Porque, sendo investidores qualificados, considerados, têm de tratar de igual para igual com a instituição financeira e não beneficiando de qualquer supervisão financeira. Portanto, estão entregues a si próprias. Pelo contrário, se requeressem o estatuto, que não custa nada, poderiam beneficiar dessas proteções, desse acompanhamento que referiu numa resposta anterior. E estou intrigado porque não compreendo quais são as

vantagens que as empresas públicas tiveram em não pedir, em nenhum caso, o estatuto de investidor não qualificado e, não beneficiando desse modo da supervisão e das proteções que referiu.

O Sr. Presidente: — Sr. Dr. Carlos Tavares, faça favor.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Eu queria fazer uma clarificação, só para não ser mal entendido.

Eu disse-lhe: não tenho conhecimento de que tenha havido o pedido, porque o pedido de reclassificação é feito junto dos bancos e, portanto... Poderia ter...

O Sr. Paulo Sá (PCP): — *(Por não ter falado para o microfone não foi possível registar as palavras do orador.)*

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Não. Poderia ser feito e nunca nos ter chegado ao conhecimento, de qualquer maneira admito que não tenha ocorrido.

Cabe às empresas, de facto, fazer esse julgamento sobre se querem beneficiar do estatuto de investidor não qualificado ou não. É claro que o estatuto de investidor não qualificado reduz um bocadinho a flexibilidade do cliente, na negociação com o banco, obriga...

O Sr. Paulo Sá (PCP): — *(Por não ter falado para o microfone não foi possível registar as palavras do orador.)*

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Como?

O Sr. Presidente: — Foi um aparte do Sr. Deputado dizendo que pode comprometer o *rating* da empresa em causa.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Ah!...

O Sr. Presidente: — Mas peço-vos que continuem na linha em que estavam.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Pois!...

E, portanto, reduz um bocado, eventualmente, a flexibilidade, obriga à prestação de mais informações, informações mais detalhadas ao banco, obriga o banco também, de facto, a dar mais informação à empresa sobre os contratos, mas se me perguntar se existe algum inconveniente grave, que eu saiba, não.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Deputado Paulo Sá.

O Sr. Paulo Sá (PCP): — Obviamente que implica mais obrigações, mas também maior proteção. E creio que, no caso de ser um investidor não qualificado — e pode corrigir-me, se eu estiver errado — a instituição financeira tem a obrigação de assegurar que o *swap* corresponde às necessidades da empresa.

Portanto, não poderá vender qualquer produto, terá que dar essa garantia à empresa, e justificar isso, de que aquele *swap*, em particular, se adapta às necessidades da empresa. E nós temos alguma dificuldade em compreender que as empresas públicas (e os gestores dessas empresas públicas) tenham sempre contratado *swaps* que se adequavam à necessidade.

Por exemplo, há um caso em que, para uma dívida de 37 milhões de euros, foi contratado um *swap* para proteger relativamente às variações do juro desta dívida, e o valor negativo deste *swap* já ascendia, no final do ano passado, a 285 milhões de euros, ou seja, o valor do negativo do *swap* era oito vezes superior ao valor da dívida subjacente, e isto — permita-me a analogia — é como se eu fosse comprar um carro e, depois, a seguir, fosse fazer um seguro, e o seguro custasse oito vezes o preço do carro. E eu era um comprador inteligentíssimo, qualificadíssimo, porque tinha feito este «belíssimo» negócio, segurando o carro com um seguro que custou oito vezes mais que o carro...!

Portanto, eu pergunto-lhe, e insisto nesta questão, ao não pedirem este estatuto de investidor não qualificado não terão estes gestores desejado ficar com as mãos soltas para poderem fazer maquilhagem de contas, contratar *swaps* que traziam benefícios imediatos, mas à custa de assumir riscos tremendos, colossais no futuro? E há muitos desses riscos, contrataram-se, para poderem apresentar resultados imediatos melhores, à custa do pagamento futuro de quantias muito superiores àquelas de que, naquela altura, estavam a beneficiar. Pergunto-lhe se partilha desta opinião ou se tem alguma forma de explicar este comportamento tão estranho e intrigante por parte dos gestores das empresas públicas.

O Sr. Presidente: — Sr. Dr. Carlos Tavares, faça favor.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Ó Sr. Deputado, para evitar fazer juízos sobre outros, eu, se me permitisse, responder-lhe-ia, dizendo o que eu faria.

Se eu fosse gestor de uma financeira, de uma grande empresa pública ou administrador financeiro, ou o quer que fosse, eu não acharia necessário pedir o estatuto de investidor não qualificado, porque eu acho que tenho a

obrigação de conhecer os produtos que me são propostos e de avaliá-los e, seguindo também aquela regra de bolso que referi há pouco, se não percebo, o melhor é não me meter nele.

Não é por mais informação, não é por o banco me dar mais informação que melhora a minha situação. Se eu não o consigo perceber, o melhor é ficar quieto e não pedir mais informação.

Portanto, eu não pediria o estatuto, até porque acho que um gestor de uma grande empresa pública tem a obrigação de conhecer e de saber avaliar os produtos, mas também não faria as operações. Se me propusessem (e acho que os bancos não deveriam propor) mecanismos de maquilhagem de contas, eu também não aceitaria fazê-las.

O Sr. Presidente: — Sr. Deputado Paulo Sá, tem a palavra.

O Sr. Paulo Sá (PCP): — Mas a realidade é que a documentação que nos foi entregue e que vamos analisando sugere que não eram, efetivamente, investidores qualificados e que contrataram produtos que não conheciam, mas teremos a oportunidade, ao longo das próximas semanas, de analisar caso a caso, analisar estes casos concretos que demonstram que efetivamente não eram investidores qualificados, não percebiam o que estavam a comprar e meteram-se por caminhos que depois se tornaram ruinosos. Teremos, depois, oportunidade, pois não é hoje, aqui, o momento para analisar esses casos.

Outra questão que eu gostava de lhe colocar é sobre as reclamações. A CMVM recebeu alguma reclamação de alguma empresa pública relativamente a um *swap* que tenha contratado, mesmo daqueles mais incríveis e exóticos, como sabemos hoje, que foram contratados? Há algum tipo de reclamação?

O Sr. Presidente: — Sr. Doutor, tem a palavra.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — A resposta à pergunta é não, não recebemos reclamações.

Se me permite vou só fazer uma precisão à consideração anterior. O conceito de qualificado, neste caso, não é o conceito corrente de ter qualificação para... É qualificado no sentido de ter capacidade, não é no sentido de qualificação literária, digamos.

Risos.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Deputado Paulo Sá.

O Sr. Paulo Sá (PCP): — É a última pergunta, pois estou a chegar ao fim do tempo.

Relativamente a essas reclamações que não foram feitas, pergunto-lhe se tal ainda poderá acontecer, se existe um prazo de reclamação. Coloquei esta pergunta ao Vice-Governador do Banco de Portugal que não me soube dizer no caso português, no caso inglês falou em seis anos.

Quero saber se me pode informar, no caso português, qual é o período em que as empresas públicas poderão ainda apresentar reclamações relativamente aos *swaps* contratados e o que poderão invocar nessas reclamações relativamente a esses *swap*, se, pela natureza das reclamações, podem invocar falta de informação, assimetria na informação, dados que não foram fornecidos, ausência da possibilidade de escolher entre ser investidor qualificado ou não... Portanto, pedia-lhe que me referisse qual o

prazo que ainda possuem e de que tipo, qual a natureza, sobre o que pode incidir essa reclamação.

Para terminar, a questão da supervisão. Temos assistido, ao longo das últimas décadas, a uma desregulamentação dos mercados financeiros, em que isto era apresentado como uma maravilha e que as instituições financeiras iam inovar. E inovaram tremendamente, criando todo o tipo de produtos tóxicos que inundaram o mercado, o que veio depois a culminar com a crise financeira que o Sr. Doutor já hoje referiu muitas vezes e que foi paga pelos povos dos diferentes países onde essa crise se estendeu, como também aqui, em Portugal, no caso do BPN, que foi acontecendo debaixo de uma supervisão sonolenta — e já pagamos, nós, portugueses, contribuintes, mais de 3000 milhões de euros e ainda não chegou a fatura ao fim.

Agora temos o caso dos *swaps*, em que as pessoas se perguntam quando é que isto terminará. Pergunto se depois de tudo isto e de, caso após caso, não só em Portugal, mas por todo o mundo, não chegou a altura de inverter este processo de desregulamentação e impor uma regulamentação severa e exigente aos mercados e às empresas financeiras, de forma a acabar de vez com esta festa à custa dos contribuintes deste e de outros países?

O Sr. Presidente: — Sr. Dr. Carlos Tavares, tem a palavra.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Sobre a primeira questão da possibilidade de reclamar, ela existe sempre, tem é de ter um fundamento para a reclamação. O prazo para a reclamação, propriamente, não existe. O que existe é um prazo de prescrição da infração no caso de haver uma infração qualquer que dê origem a um processo de contraordenação e esse

prazo é de cinco anos. Mas se não for para efeitos de processo de contraordenação, pode reclamar em qualquer momento com um fundamento qualquer.

Neste caso, sendo investidores qualificados, é difícil que haja, porque não se podem queixar de falta de informação a que não têm direito, pelo Código; não podem queixar-se de não ter capacidade para apreender os riscos por serem investidores qualificados; não podem queixar-se de falta de adequação do produto pela mesma razão. Quando muito, podem queixar-se de serem enganados, mas essa questão pertence aos tribunais, já não é para nós.

Se, por exemplo, houver uma má prática contratual ou se todas as cláusulas não forem bem expressas, são questões do contrato entre duas partes... Não esquecer que, antes de mais, isto é um contrato entre as duas partes, e se houver, de facto, algum vício no contrato, alguma forma menos correta, esse é um assunto para os tribunais.

A segunda questão passou-me, Sr. Deputado...

O Sr. Paulo Sá (PCP): — *(Por não ter falado ao microfone, não foi possível registar as palavras do orador).*

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Sou insuspeito quanto a isso porque defendo, como disse há pouco, que a reforma regulamentar dos mercados tem sido relativamente lenta e em alguns casos tem sido também relativamente tímida. Portanto, defendo a regulamentação de tudo aquilo que não era regulamentado antes da crise, defendo a transparência destes mercados, dos mercados de derivados, sendo que, no limite, mesmo sendo isso tudo feito e depressa, como espero, este problema não seria resolvido. Quer dizer, não é possível resolver pela regulamentação financeira, a

menos que acabasse com esta questão da distinção entre investidores qualificados e não qualificados e portanto se se entendesse que todos tinham o mesmo nível de proteção, o que já seria diferente.

Mas, de facto, Sr. Deputado, é difícil, como digo, algum dia considerarmos que uma grande empresa pública não tem pessoas suficientemente qualificadas para entenderem um produto que lhe seja proposto por um banco. Se for assim, não estamos, certamente, também no bom caminho, que também pode ter a ver com outras questões, mas já não com a supervisão financeira.

O Sr. Presidente: — Vamos, agora, passar à Sr.^a Deputada Mariana Mortágua, a quem aproveito para saudar, secundando também já alguns Colegas da Comissão, desejando-lhe uma frutuosa experiência parlamentar.

Faça favor, Sr.^a Deputada.

A Sr.^a Mariana Mortágua (BE): — Assim será, Sr. Presidente.

Antes de mais, queria agradecer as boas vindas a vários Colegas desta Comissão e, sobretudo, agradecer a presença do Sr. Presidente da CMVM e da sua equipa, que nos têm dado esclarecimentos bastante úteis para os trabalhos da Comissão.

Começo, à semelhança do que muito já foi dito aqui, por tentar compreender — e corrija-me, se estiver errada — e tentar tirar algumas conclusões do que o Sr. Doutor disse sobre as competências de supervisão da CMVM e das restantes entidades de supervisão em Portugal.

Já foi referido que o Vice-Governador do Banco de Portugal, quando aqui esteve, disse que os *swaps* nunca caem na supervisão do Banco de Portugal. Percebemos também que estes *swaps*, enquanto instrumentos financeiros e segundo o Código de Valores Mobiliários, caem na

supervisão da CMVM no quadro de investidores não qualificados, o que quer dizer — e podemos concluir também — que, no caso de falarmos de mercados OTC (*over the counter* ou mercados ao balcão, como se diz em português), esses mercados não estão fora da lei; simplesmente, por lei são desregulamentados e a desregulamentação do mercado é a lei vigente.

Portanto, queria só que confirmasse ou não as duas conclusões que tiro, ou uma pergunta e uma confirmação.

A primeira pergunta é se defende ou não uma maior ou alguma regulamentação dos mercados *over the counter* (ao balcão), seja ela qual for, ou se defende que eles continuem sendo mercados que por lei não têm qualquer regulamentação.

A segunda, que deriva da primeira pergunta, é se considera que, quando tratamos de duas partes qualificadas — sendo que quando dizemos que uma empresa pública é uma parte qualificada não é o mesmo do que dizer que é uma contraparte elegível, não é uma outra instituição financeira, é uma empresa pública —, quando tratamos da relação entre uma instituição financeira e uma outra parte qualificada, se não deve haver nenhum tipo de supervisão, se não há nenhum limite às práticas da relação financeira entre duas instituições com estas características.

O Sr. Presidente: — Sr. Dr. Carlos Tavares, tem a palavra.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Sr.^a Deputada, em relação aos mercados OTC, a minha resposta é sim. Mesmo logo nos primeiros tempos da crise financeira era relativamente pacífica esta questão da necessidade de regulamentar os mercados de balcão, sobretudo de lhes dar transparência na negociação e preferencialmente encaminhar as transações para mercados organizados.

A verdade é que, até agora, os progressos nesta matéria têm sido muito limitados. Mesmo no mercado de ações onde, até agora ou até há alguns anos, predominavam as transações em mercados regulamentados, mesmo no mercado de ações a tendência tem sido para a deslocação para mercados não regulamentados, de tal modo que os últimos números que vi referentes ao final do ano passado, penso que a percentagem de negociação transparente no mercado de ações — e, quando falo em transparente, estou a falar na que conhecemos, que é da oferta e da procura e o preço depois realizado — ia abaixo dos 40% já.

E a maior parte dos mercados de obrigações e dos derivados, como já referimos, continua a ser transacionada em mercados não regulamentados, mercados de balcão, sem transparência de preços.

Nos Estados Unidos, creio que foram feitos alguns progressos nessa matéria, na Europa esta matéria está a ser tratada no âmbito da revisão da DMIF, como disse, ainda em negociação. E, como sabe, a DMIF é uma diretiva a ter de ser transposta e tudo isso; portanto, vamos ter de esperar ainda alguns anos para mudanças substanciais nesta matéria, as quais espero que venham a ocorrer, mas não sei em que sentido. Neste momento não sou capaz de antecipar em que extensão e, sobretudo, quando é que produzirão efeitos.

Quanto à segunda questão que a Sr.^a Deputada colocou, de facto, embora o Código faça a distinção entre contrapartes elegíveis, que normalmente são outras instituições financeiras, e investidores qualificados, na prática, depois não faz nenhuma distinção quanto aos direitos de cada uma delas em relação aos níveis de proteção de que dispõem. Não me custa aceitar que seja um aspeto que pudesse ser reponderado, a questão de... Apesar de tudo tratar de forma diferente uma instituição financeira e uma empresa não financeira. Não sei se na revisão

da DMIF há alguma referência a isso, suponho que não, mas também não tenho ideia...

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr.^a Deputada.

A Sr.^a Mariana Mortágua (BE): — Um assunto paralelo ou relacionado com este primeiro diz respeito a algumas notícias de que tivemos conhecimento em que alguns gestores de empresas públicas afirmam ter sido pressionados pela banca para efetuar contratos *swap* associados a contratos de financiamento.

Quando confrontado com esta questão, o Dr. Carlos Costa, na qualidade de Presidente do Conselho Nacional de Supervisores, quando esteve aqui presente, afirmou que (e cito) «O que estamos a admitir é que há uma questão de abuso de situação dominante, o que interessa ao Banco de Portugal bem como a outras entidades». E continua a dizer: «— Há uma atribuição clara de papéis e não há vazios. O que há é um princípio de divisão de trabalho e de especialização do ponto de vista do acompanhamento destas instituições».

A minha pergunta é no sentido de saber se no caso de se verificar este comportamento por parte das instituições financeiras, em que não ajam apenas enquanto intermediários, mas também enquanto empresa que concede o crédito e, por isso, tem um poder dominante nessa relação, que tipo de supervisão é que se aplica, a CMVM tem ou não poderes de supervisão e qual devia ser o papel de supervisão do Banco de Portugal.

O Sr. Presidente: — Sr. Doutor, faça favor.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Tecnicamente, não sei se se deve qualificar como abuso de posição dominante ou abuso de poder de mercado (penso que é mais isso) e admito que, quando o Sr. Governador se referiu a outras instituições a quem interessa, estaria a pensar na Autoridade da Concorrência, que terá também competências nesta matéria.

De qualquer forma, penso que neste caso, e como o Sr. Governador referiu, era um assunto que interessava ao Banco de Portugal, até porque há uma ligação direta a um contrato de crédito. Portanto, há uma vertente comportamental no domínio do crédito e essa é a que pertence ao Banco de Portugal.

Se isso for uma prática mais generalizada, penso que é também uma questão da Autoridade da Concorrência, ou seja, se o banco fizer isso por sistema, se exercer o poder de mercado por sistema, é uma questão que se pode igualmente colocar à Autoridade da Concorrência.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr.^a Deputada Mariana Mortágua.

A Sr.^a Mariana Mortágua (BE): — Sr. Presidente, Sr. Doutor, gostaria de questioná-lo em relação a esta distinção entre investidores qualificados e não qualificados, que já percebemos que tem um peso muito grande quando analisamos o assunto dos *swaps* e dos contratos derivados. Pelo que percebi, esta distinção é feita através do Código dos Valores Mobiliários, mas também através de Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros. Quanto a isto, tenho duas perguntas.

Passo a colocar a primeira pergunta: a DMIF entrou em vigor em 2007 e alguns destes contratos foram efetuados antes. Antes de 2007, qual era o quadro legal relativamente a esta questão de qualificados e não

qualificados? Quais os direitos e os deveres das instituições financeiras perante qualificados e não qualificados?

A segunda pergunta é a seguinte: a própria DMIF tem um ponto, dentro de um outro mais abrangente sobre os deveres gerais de conduta harmonizados, que aponta para o facto de a banca dever conhecer o cliente e apreciar o carácter adequado da operação solicitada. A DMIF aponta, inclusive, para o facto de a banca ter de realizar testes em que o cliente é obrigado a provar se está ou não apto a contratar certo tipo de produto e de, sempre que o produto muda ou que há novos serviços a serem contratualizados, ter de haver novos testes aos clientes.

Portanto, as minhas perguntas são: em primeiro lugar, qual era o quadro em vigor antes de 2007; e, em segundo lugar, se esta exigência da DMIF, relativamente ao grau de conhecimento do cliente, também se aplica a qualificados ou só se aplica a não qualificados.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Começando por responder às questões finais, aplica-se só a não qualificados todo esse título do Código. A DMIF está vertida no código, não é? E todo esse título do Código da proteção dos investidores aplica-se — e está lá referido — a não qualificados.

Antes de 2007, a situação era mais difusa. Se hoje ainda podem existir coisas que poderiam melhoradas, antes de 2007, o Código dos Valores Mobiliários era estritamente de valores mobiliários. Portanto, só com a DMIF é que se introduz a responsabilidade da CMVM, explicitamente, na supervisão dos instrumentos financeiros.

Por isso é que digo que, hoje, o Código dos Valores Mobiliários já não deveria chamar-se assim mas, sim, código de instrumentos financeiros,

tal como a CMVM, se calhar, não se deveria chamar CMVM, porque tem um âmbito de atuação muito mais vasto no domínio comportamental.

Portanto, todos esses conceitos que a Sr.^a Deputada referiu — o de adequação, o de dever conhecer o cliente... — são conceitos da DMIF, claramente.

Claro que eles já existiam não com a precisão com que existem hoje no CMVM, mas de forma menos detalha, digamos. Hoje, é dito o que é que os bancos devem fazer para conhecer o cliente, quais são os testes que devem fazer, e tudo isso. Esse dever genérico de conhecer o cliente já estava consagrado na Diretiva dos Serviços de Investimento, que foi a antecessora da DMIF. O que a DMIF fez foi, digamos, detalhar mais esses conceitos e, sobretudo, explicitar a questão da responsabilidade da supervisão dos instrumentos financeiros.

É claro que antes a CMVM já supervisionava os mercados de derivados e tudo isso, mas o estabelecimento na lei desta responsabilidade e a clareza com que ficaram definidas as competências da CMVM e do Banco de Portugal nesta matéria só aconteceram com a DMIF.

O Sr. Presidente: — Faça favor de continuar, Sr.^a Deputada.

A Sr.^a Mariana Mortágua (BE): — Sr. Doutor, perdoe-me a insistência, só o questiono para ter a certeza de que percebi.

Em contratos feitos antes de 2007 a instituições qualificadas, há ou não regras relativamente à informação que as instituições financeiras devem prestar a estas instituições e há ou não um quadro claro de supervisão destas relações?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — O quadro existia, como disse, não com o detalhe que hoje existe, mas essas obrigações dos intermediários financeiros existiam.

Não me recordo, confesso, neste momento, dos termos do código anterior, mas essas obrigações existiam. Como disse, hoje, essas obrigações são muito mais detalhadas e os testes de adequação são, digamos, quase taxativos, porque os elementos que os bancos têm de recolher são enumerados na lei, o que dantes não acontecia; antes havia um dever genérico de conhecimento do cliente e de informação.

O Sr. Presidente: — Faça favor de continuar, Sr.^a Deputada.

A Sr.^a Mariana Mortágua (BE): — Passada então a questão específica dos *swaps*, pedia ao Sr. Dr. Carlos Tavares que usasse o seu conhecimento não só enquanto presidente da entidade supervisora, mas também considerando a experiência que tem da banca e da autoridade europeia que regula estas questões.

Tivemos alguns debates, nesta Comissão, relativamente a como definir estes *swaps*, a como distinguir um *swap* especulativo de um *swap* não especulativo; um *swap* que é tóxico de um *swap* que não é tóxico; um *swap* altamente complexo... Há uma série de adjetivos que se vão encontrando para caraterizar estes contratos e estes produtos.

Portanto, na sua opinião, pretendia perceber qual é a diferença entre um *plain vanilla*, o tal *swap* que troca uma taxa de juro fixa por uma variável, e um *swap* ou um produto mais complexo, que introduz um conjunto de opções encadeadas em acontecimentos que não conhecemos ou com preços muito elevados, que têm *day one PV* (*presente value*),

preços de mercado que à partida são negativos, que têm processos de *snowball*, em que o cupão de amanhã depende sempre do cupão de ontem, portanto, quando sai da margem o preço nunca vai descer e o que nós pagamos nunca vai descer. Gostaria que me dissesse qual é a diferença e como é que conseguimos estabelecer uma avaliação acerca da tipologia destes contratos.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Sr.^a Deputada, não é fácil estabelecer uma divisão taxativa, porque, como sabe, são produtos muito casuísticos, tirando os *swaps* chamados *plain vanilla*, e depois..., cada caso é um caso!

Já agora, se me permite uma observação, eu sugeria que não fosse usada a distinção de tóxico e não tóxico, porque não existe na lei, nem em qualquer conceito financeiro que eu conheça; existem produtos com riscos excessivos ou de riscos mais desconhecidos, menos desconhecidos... É porque às tantas estão a classificar-se indevidamente alguns produtos.

O que é que acho que é um produto típico de cobertura de taxas de juro, que é o caso que estamos a referir? É um produto que é um *swap*. Normalmente, os *swaps* que penso que são mais adequados são os simples, porque são simples, são entendíveis, o risco é «gerível», os resultados que produzem são conhecidos quase momento a momento e tem de haver uma coincidência, como disse há pouco, entre o montante do financiamento que está em causa e o montante nocional do *swap*.

Pode ser o *swap* mais simples do mundo, mas se, por exemplo, a Sr.^a Deputada tem uma dívida de 100 e faz uma cobertura de taxa de juro sobre 1000 já não está a cobrir um risco, está a especular, não é? E pode ser o produto mais simples no mundo...! É por isso que digo que a distinção

entre tóxico e não tóxico não é uma distinção que seja feliz desse ponto de vista, porque um produto simples pode tornar-se extremamente arriscado só porque é inadequadamente utilizado.

A primeira regra é a de que tem de haver coincidência exata entre o montante e a duração do empréstimo. Se temos um empréstimo a 10 anos e fazemos um *swap* que tem uma duração de 20 anos, estamos na mesma: o empréstimo acaba e a partir do 10.º ano é um produto meramente especulativo.

Tem de haver, por um lado, coincidência entre o montante do empréstimo e o montante notional do *swap* e, por outro lado, também coincidência de maturidades, portanto, um perfil temporal coincidente entre os dois.

É claro que pode haver *swaps* que cobrem o risco numa banda limitada. Por exemplo, só cobrem o risco de subida até determinado momento e só cobrem a descida até determinado montante. Mas aí o que entendo é que devem ser simétricos, ou seja, não é razoável um *swap* que cobre um risco de subida, por exemplo, de um ponto percentual e tem um risco de descida de três, quatro ou cinco pontos percentuais ou infinito.

Portanto, ainda estamos a falar de produtos relativamente simples que podem ser mal utilizados. E conhecemos alguns casos em que isso aconteceu, em que o *swap* cobre o risco de subida de meio ponto e, no entanto, tem um risco na descida até a taxa de juro vir a zero.

Depois, como disse, há estruturas mais complicadas, que normalmente não são feitas para beneficiar o cliente, mas, francamente, são feitas para criar muitas vezes a ideia de que se podem atingir ganhos muito elevados. E aí, por exemplo, nos produtos financeiros complexos que são distribuídos no retalho, atualmente, com o nosso último regulamento,

fazemos exigências às instituições que queiram publicitar rentabilidades muito altas — portanto, um cenário de rentabilidade máximo.

Por exemplo, um produto pode propiciar, por uma combinação muito favorável de acontecimentos, uma rentabilidade de 20%, o que nas atuais taxas de juro é, de facto, muito atraente. Neste momento, o que fazemos é obrigar, quando essa rentabilidade alta é publicitada, a que seja publicitada também a probabilidade da obtenção dos diferentes níveis de rentabilidade.

Há muitos casos, nessas rentabilidades mais altas, em que a probabilidade de as obtermos é próxima de zero e, ao contrário, as rentabilidades próximas de zero, muitas vezes, têm uma probabilidade mais alta de serem atingidas. Portanto, isto são cálculos... Essas probabilidades já não estão ao alcance dos investidores individuais, por isso é que obrigamos a que seja o próprio intermediário financeiro a divulgá-las e controlamos se elas estão bem calculadas.

Quanto ao caso que a Sr.^a Deputada referiu de *swaps* com *net present value* de valor atualizado negativo, esses simplesmente não devem ser comercializados. Aliás, uma das propostas que fizemos no protocolo com a Associação Portuguesa de Bancos foi a de que os bancos de abstivessem de comercializar produtos complexos que tivessem rentabilidade esperada negativa à partida. Acho que isso é o mínimo que se pode pedir. Claro que depende das tais questões probabilísticas, mas, se à partida a probabilidade de correr mal é muito elevada, penso que esse tipo de produtos não deve ser feito.

Contudo, quando estão em causa — mais uma vez, voltamos a esta conversa — investidores de retalho, fazemos estas exigências: obrigamos a divulgar e temos até esses alertas gerais, que a Sr.^a Deputada há bocadinho referiu, de cuidado e, quando o produto não for entendido, ele não deve ser comprado.

Uma vez mais, penso que um gestor de uma grande empresa tem a obrigação de saber avaliar estes riscos e de saber o que é mais adequado, o que não quer dizer que tudo corra bem. Pode ser a operação mais bem feita e pode correr mal, não é?... Todavia, uma coisa é algo correr mal por força de uma conjugação imprevista e negativa de circunstâncias, outra coisa é correr mal quando se sabe à partida que tem uma probabilidade elevada de correr mal, como é o caso que a Sr.^a Deputada referiu de valores presentes negativos à partida.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr.^a Deputada.

A Sr.^a Mariana Mortágua (BE): — Portanto, só para concluir, pergunto-lhe o seguinte: se o meu objetivo é fazer uma cobertura de risco de taxa de juro, e não a obtenção de ganhos especulativos, que tipo de instrumentos devo escolher dentro dos derivados?

Se posso escolher entre um *plain vanilla*, um *swap* de troca de taxas de juro simples, ou um *swap* com características de *snowball* ou com outras características de que falámos até agora, e se o meu objetivo é fazer uma cobertura de taxa de juro e não ter ganhos especulativos, qual é o produto que devo escolher?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Estamos sempre a falar de *swaps*, mas os derivados de taxas de juro não se limitam aos *swaps*, como sabe. Aliás, a panóplia de escolha é bastante vasta e não se deve, em meu entender, limitar aos *swaps* — pode ser uma opção, pode ser um *forward* de taxa de juro ou outro tipo de produtos.

Penso que só em cada caso concreto é possível ao gestor financeiro saber que tipo de produto deve escolher para cobrir o risco, mas eu, porque por formação sou conservador nesta matéria, escolheria sempre alguma coisa simples e que fosse facilmente avaliável e valorizável a cada momento.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr.^a Deputada.

A Sr.^a Mariana Mortágua (BE): — Este é um problema com que nos confrontamos nesta Comissão: a maior parte das opiniões que nos chegam são no sentido de que *plain vanilla* e *swaps* simples protegem melhor a taxa de juro sem muitos riscos, e temos também uma série de gestores que nos dizem que contrataram derivados deste género unicamente para cobrir riscos de taxa de juro, mas, depois, deparamo-nos com uma série de contratos que não são *plain vanilla* mas, sim, *swaps* com estruturas altamente complexas, altamente opacas, com uma série de cláusulas que não conseguimos perceber. Há aqui, portanto, uma série de opções de análise.

A primeira opção é a de que os gestores estavam perfeitamente conscientes dos riscos que corriam e tinham capacidade para avaliar. Importa, então, saber de quem é a responsabilidade. As tutelas tiveram, com certeza, alguma responsabilidade por deixar isto passar, mas também deveria haver alguma responsabilização dos gestores que, sabendo os riscos que corriam, ainda assim contratualizaram este tipo de *swaps*.

Uma outra opção, e também provável, é uma combinação entre não conhecimento dos riscos, ou seja, conhecimento de que é uma estrutura, mas sem ter... É porque às vezes não conhecemos, mas não sabemos que não conhecemos, e isso também é um tipo de não conhecimento. Portanto,

posso não conhecer as implicações completas do contrato e, se as escondem, ele é apresentado como uma coisa relativamente simples, que depois se revela muito mais complexa.

Outra possibilidade é terem sido pressionados a fazê-lo.

Focando-me na opção do não conhecimento sobre não conhecimento quanto a algumas estruturas de *swaps*, o IGCP, inclusive, num parecer que envia sobre uma empresa pública, diz não dispor de condições para avaliar este tipo de estruturas, porque não tem a capacidade técnica para o avaliar. Ora, se o próprio IGCP não tem esta capacidade, como é que podemos assumir que as empresas públicas a tinham? Não tendo, não há aqui também abuso de poder de informação, uma assimetria de informação, por parte da banca, argumento que, aliás, foi usado por vários pareceres jurídicos que defendem que alguns destes contratos sejam levados a tribunal?

Portanto, Sr. Doutor, acha, ou não, que há aqui matéria para, tal como aconteceu em vários países da Europa, denunciar alguns destes contratos com base exatamente numa assimetria de informação, o desconhecimento sobre o desconhecido?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Dr. Carlos Tavares.

O Sr. Dr. Carlos Tavares: — Sr.^a Deputada, está a colocar-me numa posição ingrata de ter de me pronunciar sobre coisas que não conheço, que conhece melhor do que eu, falando dos contratos em concreto.

Eu não queria que aquilo que vou dizer fosse interpretado como juízo de valor sobre as situações concretas, portanto, vou falar em abstrato, sendo que já trabalhei nesta matéria quer do lado da banca quer do lado das empresas públicas, quando estive no GAFEP, pelo que já conheço

razoavelmente os dois lados da questão. E volto sempre a um aspeto que referi num slide e que é, penso, o mais importante de tudo: a ética nos negócios tem de se estender a todas as partes.

Penso — pensei assim enquanto trabalhei do lado da banca e também se voltar a trabalhar — que os bancos têm obrigação, independentemente da qualificação do investidor ou do cliente que têm na sua frente, de explicitar completamente os riscos e de garantir que quem compra percebe o que está a comprar. Isso é uma obrigação da banca. Se eu, banco, estou perante um interlocutor, estou a vender um produto que tem riscos e vejo que o cliente não está a perceber os riscos implícitos no produto, eu, como banco, tenho obrigação de dizer: é melhor não.

Porém, esta questão não é legal, ou seja, não consta da regulamentação, embora, provavelmente, devesse constar, mas faz parte do código implícito que, acho, deve existir da parte da banca, e que existia quando entrei para a banca. Já não sou tão novo como isso, porque entrei para a banca, como eu disse, não havia códigos de conduta, pois não eram necessários!...

Sempre me opus, na minha vida bancária, a produtos — mesmo naqueles mais simples, como o crédito à habitação — em que havia uma tentativa de iludir o cliente, mesmo que a ilusão, às vezes, fosse fácil de apreender, como aqueles produtos que têm uma taxa mais baixa durante um ano e que, depois, dão um «salto» ao fim de um ano, que as pessoas compram sem se aperceberem disso. Falo com à vontade porque sempre me manifestei contra este tipo de práticas por parte dos bancos.

Do lado das empresas tem de haver também a capacidade ou de perceber ou, como a Sr.^a Deputada disse, de perceber que não estão a perceber. Ou seja, não é razoável supor que numa grande empresa, que movimenta tantos meios financeiros, esteja um interlocutor que não tem

sequer a capacidade de perceber que não está a perceber. Não acha, Sr.^a Deputada?

O Sr. Presidente: — Srs. Deputados, neste momento, preciso de saber se consideram necessária mais alguma ronda de questões ou se, pelo desenvolvimento dos trabalhos, está satisfeita a interlocução com o nosso convidado de hoje.

Tem a palavra o Sr. Deputado Adão Silva.

O Sr. Adão Silva (PSD): — Sr. Presidente, quero dizer que o PSD está satisfeito com as explicações e informações dadas pelo Sr. Dr. Carlos Tavares, a quem renovamos a saudação.

Gostaríamos de pedir que nos fosse disponibilizada a informação inicial que o Sr. Dr. Carlos Tavares aqui nos apresentou, pois, além do mais, revela-se bastante importante para a nossa relatora.

O Sr. Presidente: — Sr. Deputado, amanhã de manhã será disponibilizada a exposição inicial que o Sr. Dr. Carlos Tavares nos apresentou.

Srs. Deputados, chegados, assim, ao fim da nossa audição, agradeço ao Sr. Dr. Carlos Tavares a disponibilidade demonstrada para responder às perguntas colocadas.

Srs. Deputados, está encerrada a reunião.

Eram 18 horas e 2 minutos.

A DIVISÃO DE REDAÇÃO E APOIO AUDIOVISUAL.