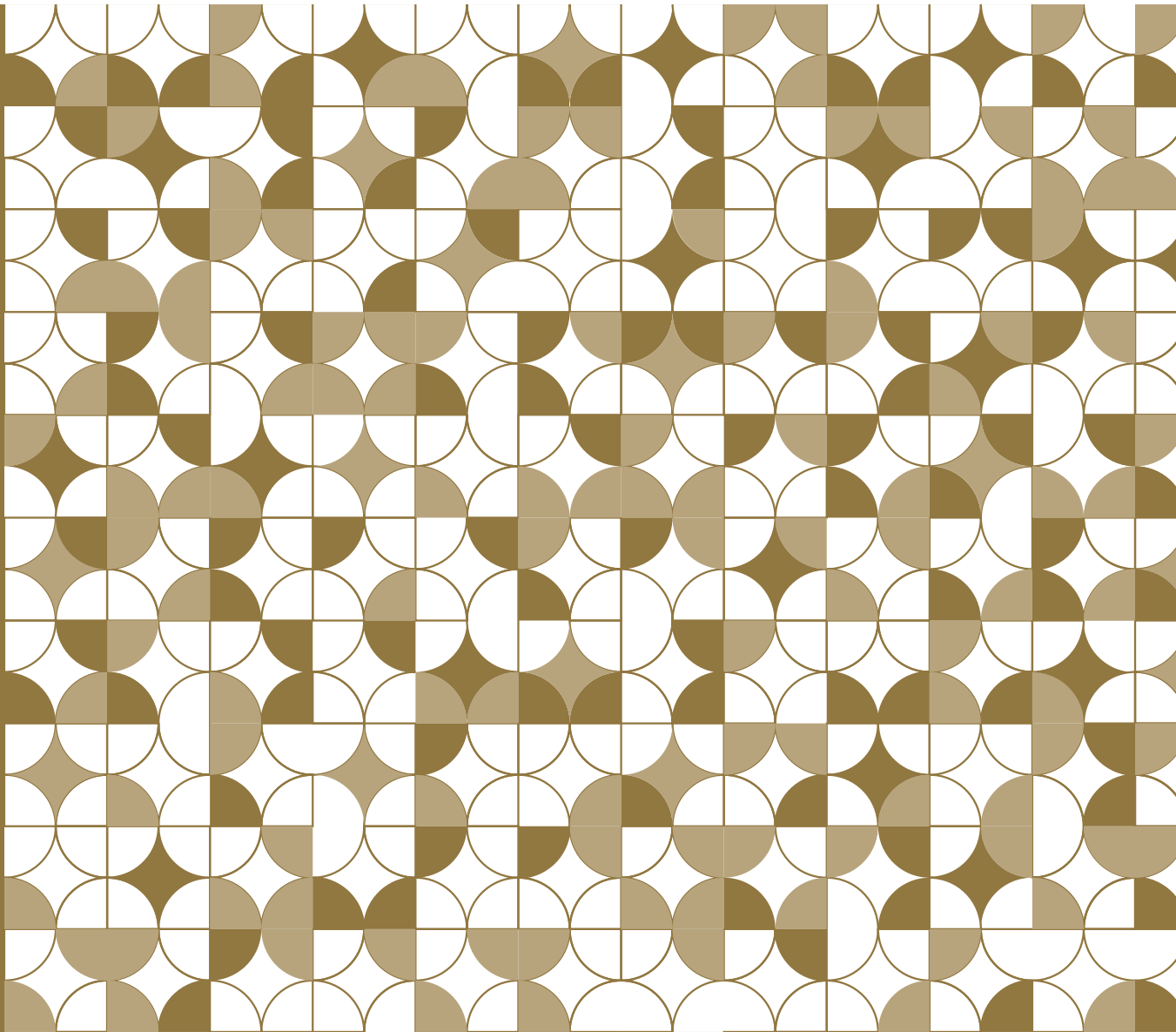


# Modelos de supervisão financeira em Portugal e no contexto da União Europeia



BANCO DE PORTUGAL  
EUROSISTEMA

Luís Silva Morais





# Modelos de supervisão financeira em Portugal e no contexto da União Europeia

Luís Silva Morais

Doutor em Direito

Professor da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa

As opiniões expressas neste Estudo são da responsabilidade do autor, não constituindo naturalmente a opinião do Banco de Portugal ou do Eurosistema.



Lisboa, 2016 · [www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)



# Índice

## I Introdução e perspetiva geral

1. Modelos institucionais de supervisão financeira e objetivos da regulação e supervisão do setor financeiro – razão de ordem | **9**
  - 1.1. Considerações preliminares – objeto essencial do estudo | **9**
  - 1.2. A arquitetura da supervisão financeira e a distinção concetual entre regulação e supervisão do setor financeiro | **10**
  - 1.3. Estrutura e sequência de análise do estudo – razão de ordem | **11**
  - 1.4. Evoluções recentes dos objetivos da regulação e supervisão financeira e a arquitetura institucional da supervisão | **14**
2. A relevância da arquitetura institucional da supervisão financeira à luz da experiência da recente crise internacional | **18**
  - 2.1. Perspetiva geral | **18**
  - 2.2. A relevância da arquitetura institucional da supervisão financeira | **20**
  - 2.3. Grandes tendências evolutivas dos modelos institucionais de supervisão financeira | **21**

## II Análise da evolução recente do modelo de supervisão do setor financeiro em Portugal numa perspetiva comparada

1. Modelo tripartido de supervisão financeira, com responsabilidades divididas por três autoridades em função de um critério setorial | **29**
  - 1.1. As origens do atual modelo de supervisão financeira no quadro da evolução recente do sistema financeiro português | **29**
  - 1.2. O enquadramento institucional das três autoridades nacionais de supervisão financeira | **34**
    - 1.º – O vértice da supervisão bancária | **34**
    - 2.º – O vértice da supervisão de seguros e fundos de pensões | **38**
    - 3.º – O vértice da supervisão dos mercados de capitais | **40**
2. A origem e o contexto da criação do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros | **42**
  - 2.1. A criação do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros em 2000 | **42**
  - 2.2. Tendências verificadas no espaço europeu e em termos internacionais à data da criação do CNSF | **46**
  - 2.3. Evoluções ulteriores à criação do CNSF no espaço europeu – dois movimentos contraditórios | **48**
  - 2.4. A consulta pública desencadeada pelo XVII Governo Constitucional em 2009 – *Reforma da Supervisão Financeira em Portugal* | **52**
3. Análise de modelos de supervisão financeira alternativos seguindo critérios diversos do setorial | **54**
  - 3.1. Perspetiva geral e evoluções recentes | **54**
  - 3.2. O modelo do Supervisor Financeiro Único | **57**

- 3.2.1. Razões determinantes da adoção do modelo de supervisor financeiro único | **57**
- 3.2.2. Potenciais desvantagens ou riscos associados ao modelo de supervisor financeiro único | **58**
- 3.2.3. Experiências divergentes de adoção do modelo de supervisor único – O caso do Reino Unido em 1997 | **61**
- 3.2.4. Experiências divergentes de adoção do modelo de supervisor único – O caso da Alemanha | **65**
- 3.3. O modelo *Twin Peaks* de supervisão financeira | **67**
  - 3.3.1. As bases conceptuais do modelo *Twin Peaks* | **67**
  - 3.3.2. Potenciais vantagens do modelo *Twin Peaks* | **69**
  - 3.3.3. Riscos inerentes ao modelo *Twin Peaks* | **73**
  - 3.3.4. Experiências de aplicação do modelo *Twin Peaks* – O caso Australiano | **76**
  - 3.3.5. Experiências de aplicação do modelo *Twin Peaks* – O caso Holandês | **79**
  - 3.3.6. Outras experiências de aplicação do modelo *Twin Peaks* | **82**
- 3.4. Balanço conclusivo | **85**

### **III Possibilidades de reforma gradual do modelo nacional de supervisão financeira através de uma evolução do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros**

- 1. As limitações atuais inerentes ao funcionamento do CNSF | **97**
  - 1.1. Perspetiva geral | **97**
  - 1.2. Limitações inerentes ao funcionamento do CNSF | **98**
- 2. O racional para uma evolução do modelo nacional de supervisão financeira através de uma transformação do CNSF | **102**
  - 2.1. Razões estruturais | **102**
  - 2.2. Razões conjunturais | **104**
- 3. Três linhas possíveis de alteração do CNSF | **105**
  - 3.1. Perspetiva geral e razão de ordem | **105**
  - 3.2. Criação de uma estrutura técnica permanente e possíveis alterações do estatuto institucional do CNSF | **107**
  - 3.3. Tipificação legal de áreas de atuação necessária do CNSF | **108**
    - 1.º § – Conglomerados financeiros | **109**
    - 2.º § – Produtos Financeiros complexos e produtos de investimento de retalho | **110**
    - 3.º § – Requisitos comuns exigíveis a alta gestão de instituições financeiras | **111**
    - 4.º § – supervisão de entidades externas de fiscalização de instituições financeiras | **112**
    - 5.º § – Programação de ações de supervisão presencial | **112**
    - 6.º § – Branqueamento de capitais | **113**
    - 7.º § – Sistema integrado de informação regulatória e de supervisão | **113**
    - 8.º § – Segundo pilar de atuação do CNSF no domínio da supervisão macroprudencial e estabilidade financeira | **114**
    - 9.º § – Segundo pilar de atuação do CNSF e o domínio da resolução | **115**
  - 3.4. Alteração da estrutura orgânica e dos mecanismos e processos decisórios internos do CNSF | **119**

#### **IV Análise prospetiva da possível reforma face a condicionantes do contexto europeu**

1. Evoluções da arquitetura europeia de regulação e supervisão financeira e condicionantes de reformas nacionais nos Estados-Membros | **129**
  - 1.1. Perspetiva geral | **129**
  - 1.2. Potenciais corolários da união bancária e da criação do MUS | **130**
2. Possíveis dinâmicas de reforma para além da união bancária e seus potenciais corolários | **132**
  - 2.1. Perspetiva geral | **132**
  - 2.2. Corolários potenciais de dinâmicas de reforma europeia noutros segmentos setoriais de supervisão financeira | **133**
3. Dinâmicas de reforma europeia e adaptabilidade do modelo nacional de supervisão | **134**

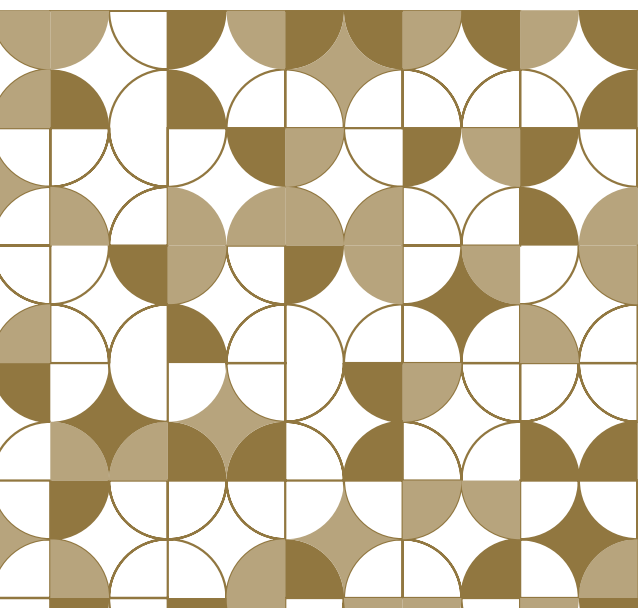
#### **V Conclusões**

Bibliografia | **175**

Relatórios de peritos, estudos diversos e documentos de organismos internacionais | **181**







# I Introdução e perspectiva geral

1. Modelos institucionais de supervisão financeira e objetivos da regulação e supervisão do setor financeiro – razão de ordem
2. A relevância da arquitetura institucional da supervisão financeira à luz da experiência da recente crise internacional



# 1. Modelos institucionais de supervisão financeira e objetivos da regulação e supervisão do setor financeiro – razão de ordem

## 1.1. Considerações preliminares – objeto essencial do estudo

### 1.1.1.

Na sequência da crise internacional de 2007-2009,<sup>1</sup> bem como das reformas da regulação e supervisão do setor financeiro daí resultantes, pode considerar-se que os modelos institucionais de supervisão deste setor se encontram presentemente sujeitos a profundas mutações.<sup>2</sup> Reportamo-nos aqui ao que se pode designar latamente como arquitetura da supervisão financeira, compreendendo a organização institucional das autoridades públicas que exercem funções de regulação e supervisão do sistema financeiro e pressupondo nos sistemas mais desenvolvidos o exercício desse tipo de funções por parte de entidades públicas distintas da administração pública direta (e suas correspondentes estruturas de governo).

Trata-se, no quadro de reformas e profundas transformações das estruturas de regulação económica verificadas na Europa ocidental, de autoridades de regulação autónomas, ou com um grau reforçado de autonomia, designadas frequentemente em vários Estados-Membros da União Europeia (UE) como autoridades administrativas independentes (embora essa qualificação nos mereça reservas por não refletir suficientemente o escrutínio ou *accountability* a que essas entidades devem estar sujeitas por parte de órgãos do poder político democraticamente eleitos, para além do escrutínio jurisdicional, o qual deve ser compatibilizado com o regime mais intenso de autonomia de tais entidades<sup>3</sup>).

Encontra-se também em causa a configuração e o tipo de poderes públicos atribuídos a essas autoridades, os quais podem ser estruturados segundo matrizes muito diversas, embora uma

análise comparada permita identificar um conjunto de modelos mais ou menos paradigmáticos para essa estruturação.

### 1.1.2.

O escopo principal deste Estudo corresponde a uma análise crítica destes modelos de organização institucional de regulação e supervisão do sistema financeiro em Portugal, equacionando em paralelo esses modelos no quadro da UE em função da necessária perspetiva supranacional que tem de ser observada neste domínio à luz da importante transferência de poderes de regulação e supervisão do setor financeiro para a esfera da UE [no essencial desencadeada com a construção do mercado único de serviços financeiros desde a década de oitenta do século passado,<sup>4</sup> mas entretanto evoluindo para um novo patamar qualitativo na sequência da crise financeira internacional mediante as reformas emergentes do denominado *Relatório Larosière*, de 2009,<sup>5</sup> e conhecendo uma nova aceleração no subsector bancário com o lançamento do processo da União Bancária Europeia que teve uma etapa crucial com a recente criação do Mecanismo Único de Supervisão Bancária (MUS)<sup>6</sup>].

Paralelamente, não obstante o claro enfoque na análise da arquitetura da supervisão financeira em Portugal, num quadro de necessária interação com a arquitetura transnacional de supervisão financeira em formação da UE, procede-se também a uma análise comparada das diferentes opções contempladas neste domínio nos sistemas financeiros mais avançados em termos internacionais, tendo presente a discussão doutrinária que se vem desenvolvendo à escala mundial e nos principais *fora* internacionais sobre esta matéria.

Por último, esta análise dos modelos de organização institucional de regulação e supervisão do sistema financeiro – a que nos referiremos doravante de modo abreviado e simplificado como Modelos de supervisão financeira – é feita numa perspetiva dinâmica e *de iure condendo*, admitindo, no quadro das significativas mutações em curso neste domínio seja na UE seja em termos internacionais, possíveis e desejáveis evoluções da organização das funções de supervisão financeira em Portugal (à luz das vicissitudes que o sistema financeiro nacional vem conhecendo e das perspetivas de evolução desta matéria na UE que, em nosso entender, condicionam profundamente quaisquer reformas em Portugal, não apenas em virtude das soluções normativas já consagradas ao nível Europeu e que vinculam o ordenamento nacional, mas também e, sobretudo, pela necessidade de conservar um grau de flexibilidade que permita acomodar da melhor forma<sup>7</sup>, sem indesejáveis ruturas ou sobressaltos, próximas etapas ainda em aberto no processo de consolidação da regulação e supervisão transnacional europeias).

## 1.2. A arquitetura da supervisão financeira e a distinção concetual entre regulação e supervisão do setor financeiro

Em termos concetuais e com vista a uma análise rigorosa de **modelos institucionais de supervisão do setor financeiro** impõe-se à partida, no quadro da regulação e supervisão deste setor – caracterizadas pela necessidade de assegurar em permanência quer determinados níveis de equilíbrio financeiro, numa perspetiva prudencial, quer determinados comportamentos no mercado, sob pena de se comprometer seriamente o funcionamento do setor financeiro devido às características únicas de interligação sistémica que este apresenta –<sup>8</sup> **distinguir analiticamente entre os dois planos concetuais correspondentes à regulação e supervisão financeira, reconhecendo o papel primacial do segundo desses planos.**

Nos termos claros e perentórios em que esta clarificação concetual é formulada por especialistas

de referência neste domínio como Rosa Lastra e Luis Garicano – e que aqui acompanhamos – *“the terms supervision and regulation are conceptually different, even though many commentators use them interchangeably”*.<sup>9</sup> (ênfase acrescentada). Idêntica distinção concetual é também afirmada justamente no denominado *Relatório Larosière* que desencadeou uma primeira reforma de fundo da arquitetura europeia de regulação e supervisão do setor financeiro na sequência da crise internacional<sup>10</sup> e foi assim naturalmente refletida nessa arquitetura institucional supranacional progressivamente construída na UE para enquadrar setores financeiros cada vez mais integrados dos Estados-Membros (embora sujeitos mais recentemente a novos riscos de fragmentação, invertendo “de facto” o processo anterior de integração, devido à espiral perversa da combinação da crise bancária com a crise das dívidas públicas soberanas<sup>11</sup>).

Na verdade, a **supervisão financeira**, cuja análise iremos privilegiar ao longo deste Estudo na perspetiva das estruturas e modelos institucionais que lhe dão corpo, reporta-se à fiscalização e escrutínio numa base permanente de instituições financeiras e à verificação em concreto da efetiva observância (*enforcement*) de regras de enquadramento do exercício das suas atividades, em função de parâmetros pré-estabelecidos em ordem, entre outros aspetos, a assegurar – também numa base continuada, essencial para manter certos níveis mínimos de confiança em que assenta todo o funcionamento do setor financeiro – garantias de equilíbrio financeiro dessas instituições; podendo, de resto, a determinados níveis, alguns desses parâmetros técnicos ser ajustados em função dos indicadores recolhidos com base naquele escrutínio permanente das instituições financeiras.

A **regulação financeira**, por seu turno, reporta-se, no essencial, à elaboração daquelas regras de enquadramento (o chamado *rule-making*) e em muitos espaços económicos, como no espaço de integração da UE, vem-se observando ao longo dos últimos anos uma fundamental disparidade entre os graus de

integração verificados, por um lado, no plano dessa regulação financeira e, por outro lado, no plano da supervisão financeira (o que evidencia igualmente, como acima se aflora, a distinção conceptual entre estas duas realidades, com múltiplos corolários ao nível da organização institucional de funções de regulação e supervisão do sector financeiro).

Com efeito, na sequência da crise internacional do sector financeiro e das reações regulatórias aos verdadeiros movimentos tectónicos desencadeados por essa crise,<sup>12</sup> registaram-se avanços quase federais na harmonização da **regulação** do sector financeiro não verdadeiramente acompanhados no plano da **supervisão** (ou que só mais recentemente vieram a ser acompanhados, e em termos mais limitados, nesse plano, no que respeita ao subsector bancário do sistema financeiro, no quadro do projeto da denominada União Bancária Europeia lançado no final do primeiro semestre de 2012<sup>13</sup>).

Mais latamente, temos entendido – e seguimos neste Estudo essa orientação – que a intervenção pública ordenadora da atividade das instituições financeiras constitui porventura o expoente máximo de um tipo de abordagem regulatória (em sentido lato) que se caracteriza pela prevalência da dimensão de supervisão sobre a dimensão de regulação em sentido estrito, cuja especificidade deve ser reconhecida juridicamente e em termos institucionais no que respeita à organização do exercício das funções de regulação e supervisão do sector financeiro.<sup>14</sup> Para o efeito, reportamo-nos a um quadro geral de análise em que distinguimos **duas abordagens paradigmáticas neste domínio**:

- i) uma, correspondendo à maioria das áreas de regulação económica sectorial, envolvendo intervenções públicas ordenadoras da atividade económica em que a dimensão de **regulação** (sem sentido estrito) é prevalecente;
- ii) a segunda, envolvendo um conjunto limitado de casos que se revestem de consideráveis especificidades, traduzida em intervenções públicas ordenadoras da atividade económica em que a dimensão de **supervisão** é

prevalecente e que alcançam precisamente a sua maior expressão a propósito do escrutínio do funcionamento do sector financeiro.

### 1.3. Estrutura e sequência de análise do estudo – razão de ordem

#### 1.3.1.

Tendo presente a fundamental clarificação *supra* delineada, importa caracterizar sucintamente os objetivos prioritários da regulação e supervisão do sector financeiro, com especial enfoque na vertente da **supervisão** e com particular atenção dedicada à supervisão bancária, até por ser esta que tem estado no centro das principais reformas desenvolvidas no contexto internacional a partir da experiência da recente crise. Propomo-nos, assim, ainda nesta Parte I, introdutória, do Estudo passar em revista as evoluções mais recentes desses objetivos da supervisão como elemento essencial para uma problematização das formas ótimas de prosseguir tais objetivos através de diversos formatos institucionais e organizativos (não deixando de tomar em consideração para além do enfoque privilegiado na atividade bancária objetivos primaciais assumidos na supervisão de atividades seguradoras e de fundos de pensões bem como de atividades várias de intermediação em mercados de valores organizados).

Ainda nesta parte introdutória equaciona-se criticamente em geral a importância dos modelos ou da arquitetura institucional da supervisão financeira para a prevenção de crises do sistema financeiro e, sendo caso disso, para limitar os efeitos negativos de tais crises, evitando ou mitigando potenciais falhas regulatórias e de supervisão neste domínio (discussão que se mostra pertinente num cenário em que a experiência da mais recente crise parece *prima facie* relativizar o contributo dos diversos modelos de supervisão financeira para impedir a eclosão de crises ou atenuar as suas consequências mais adversas, uma vez que nenhum dos modelos conhecidos no formato prévio à crise de 2007-2009 aparenta ter tido um desempenho decisivo nesse plano). Essa discussão permite-nos, a fechar a Parte I, colocar os termos essenciais

do problema da importância relativa das diferentes arquiteturas de supervisão financeira para a eficiência e grau de sucesso na prossecução dos principais objetivos dessa supervisão, determinado, nessa conformidade, a abordagem analítica a adotar ao longo do presente Estudo, nas suas partes nucleares, II, III e IV.

### 1.3.2.

Assim, assumindo nos termos que se explicitarão e justificarão no final desta parte introdutória (I), que o desenho variável da arquitetura institucional da supervisão financeira constitui um fator com apreciável relevância para a eficácia global desta supervisão e para os níveis do seu desempenho, procede-se na Parte II a uma análise da evolução recente do modelo de supervisão do setor financeiro em Portugal, numa perspetiva comparada com os principais modelos de supervisão financeira alternativos seguindo critérios diversos do setorial.

Tal conduz-nos a um cotejo crítico com o modelo de supervisor único, analisando experiências diferenciadas de aplicação desse modelo nos casos paradigmáticos do Reino Unido e da Alemanha, e com o denominado modelo *Twin Peaks*, numa divisão institucional de funções de supervisão por objetivos, contemplando um pilar de supervisão prudencial e um pilar de supervisão comportamental. A propósito deste modelo *Twin Peaks*, caracterizar-se-ão as principais razões que conduziram à sua conceptualização e aplicação desde o Estudo pioneiro de Michael Taylor, de 1995 (*Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century*<sup>15</sup>) e o denominado *Relatório Wallis* na Austrália, em 1997.<sup>16</sup>

Passar-se-ão ainda em revista os casos mais paradigmáticos de aplicação do modelo *Twin Peaks*, partindo do caso pioneiro da Austrália para o segundo caso porventura mais marcante de adoção desse sistema com a reforma do modelo de supervisão na Holanda em 2002 (sem deixar de referir o modelo *Twin Peaks* algo *sui generis* que veio a ser adotado no Reino Unido no quadro do seu abandono recente do modelo de supervisor único, e as experiências de adoção desse modelo na

Bélgica e na África do Sul, neste último caso como reforma ainda em curso).

A análise desses dois modelos alternativos (**supervisor único** e *Twin Peaks*) ao modelo tripartido de supervisão setorial a partir de casos de referência de aplicação dos mesmos, quer na UE, quer noutras jurisdições fora da UE será orientada para uma caracterização de **potenciais vantagens** e correlativamente dos **principais riscos** associados a tais modelos, sem deixar de ter presente que a configuração dos mesmos modelos conhece variações significativas nas várias experiências conhecidas da sua aplicação. Na realidade, cada vez mais estes modelos tendem a ser desenvolvidos em formatos que não correspondem aos modelos institucionais puros muitas vezes identificados na reflexão teórica sobre estas matérias (comportando progressivamente mais elementos híbridos, o que se explica também pelas necessidades de adaptação ao contexto concreto de cada sistema financeiro nos vários Estados).

Procura-se também nessa análise comparada identificar, na medida possível, tendências evolutivas relativamente a reformas de arquiteturas institucionais da supervisão financeira ligadas ao movimento global de reforma da regulação e supervisão do sistema financeiro.

A análise do modelo português de supervisão à luz das experiências associadas aos principais modelos alternativos de supervisão conduz-nos, sucessivamente, a uma caracterização sucinta das origens do atual modelo tripartido de supervisão financeira em função de um critério institucional e da evolução do enquadramento institucional das três autoridades de supervisão atualmente existentes em Portugal [Banco de Portugal (doravante também designado como BP), Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (doravante também designada como ASF) e Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (doravante também designada como CMVM)].

Nesse contexto, passaremos a analisar a evolução registada em matéria de articulação dessas três autoridades de supervisão através da criação do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (doravante também designado

como CNSF), em 2000, procurando também contextualizar a mesma e as razões determinantes da sua instituição a essa data à luz de reformas feitas noutros Estados-Membros da UE e noutras jurisdições fora da UE.

Analisar-se-ão ainda as evoluções subsequentes à criação do CNSF, *maxime* no espaço europeu, destacando dois movimentos sucessivos, de sinal contraditório entre si:

O primeiro, no sentido de crescente integração dos sub-setores financeiros dos vários Estados-Membros e tensões daí resultantes sobre os sistemas de supervisão com as limitações decorrentes do modelo de supervisão pelo país de origem (criado com a Segunda Diretiva de Coordenação Bancária e alargado, *mutatis mutandis*, aos outros subsectores do sistema financeiro).

O segundo movimento, mais recente, num sentido de fragmentação financeira na sequência da crise financeira internacional e da crise de dívidas soberanas europeias,<sup>17</sup> levando à resposta resultante do *Relatório Larosière* (2009) e à criação das autoridades europeias de regulação financeira (*EBA, EIOPA e ESMA*) (2010) e, ainda mais recentemente, à instituição do denominado *MUS / SSM* (no quadro do BCE), a operar desde novembro de 2014 (remetendo-se ainda nesse ponto da Parte II para o tratamento feito desses desenvolvimentos europeus em curso e previsíveis evoluções daí decorrentes na Parte IV, final, deste Estudo).

Far-se-á também uma breve referência, a propósito dos condicionamentos que foram incidindo ao longo do tempo sobre o processo de coordenação das três autoridades de supervisão nacionais através do CNSF, à Consulta Pública desencadeada pelo XVII Governo Constitucional em setembro de 2009 – Reforma da Supervisão Financeira em Portugal – com base em documento-quadro no qual se preconizava a transição para um modelo dualista (*Twin Peaks*) de supervisão financeira (que, contudo, não teve sequência, determinando a manutenção do modelo tripartido setorial com a componente específica de articulação dos três supervisores através do CNSF).

No essencial, propomo-nos, pois, nesta Parte II do Estudo caracterizar o modelo nacional de

supervisão nacional nos primeiros quinze anos deste século, cotejando-o com o desenvolvimento e concretização – teórica e prática – de modelos alternativos de supervisão noutras jurisdições, com configurações por vezes compostas ou híbridas, mas destacando particularmente os modelos de supervisor único e de *Twin Peaks*. A análise crítica comparada das principais experiências de aplicação desses modelos e das potenciais vantagens e riscos associados aos mesmos, de alguma forma evidenciadas pela forma como tais modelos foram sendo ‘testados’ pelas vicissitudes da crise do setor financeiro, é feita com o propósito de colher ensinamentos para o caso Português (numa ótica de possíveis reformas do atual modelo tripartido de supervisão financeira com as limitações que este venha apresentando e as novas exigências a que se encontra sujeito num contexto em fluxo de emergência de estruturas supranacionais de supervisão ao nível da UE).

### 1.3.3.

Tomando como ponto de partida a análise comparada feita na Parte II, procede-se na Parte III a uma análise das possibilidades de reforma gradual do CNSF em Portugal como via intermédia de reforma do modelo nacional de supervisão no atual contexto europeu (e alternativa passível de ser contemplada em relação a reformas mais drásticas do modelo de supervisão, como a contemplada na Consulta Pública de 2009 orientada para a adoção de um modelo *Twin Peaks*, ou a eventual ponderação do modelo de supervisor único).

Tal conduz-nos, em primeiro lugar, a procurar identificar e discutir criticamente limitações atuais inerentes ao funcionamento do CNSF, sem prejuízo de se afluarem evoluções positivas registadas na atuação desta entidade desde a sua criação e traduzidas numa intensificação dos mecanismos de cooperação entre os supervisores congregados no CNSF. Encontram-se em causa, contudo, limitações que resultam do enquadramento institucional originário desta entidade e que não foram corrigidas nas alterações pontuais introduzidas até ao presente no regime do CNSF.



Em segundo lugar, equaciona-se nesta Parte III do Estudo um conjunto de razões – que dividimos em razões de natureza estrutural e conjuntural (estas últimas face a tensões recentes a que o setor financeiro Português e a sua supervisão foram sujeitos) – que podem militar no sentido de uma evolução do modelo nacional de supervisão financeira através de uma transformação qualitativa do CNSF (como opção reformista porventura mais prudente, a preferir a outras alternativas de reforma mais drástica desse modelo, sobretudo num momento em que as próprias estruturas supranacionais, europeias, de supervisão financeira estão muito longe de se encontrar estabilizadas).

Partindo dessa hipótese de trabalho analisa-se numa ótica prospetiva e *de iure condendo* eventuais alterações qualitativas do CNSF que pudessem consubstanciar essa via de reforma limitada e gradualista do modelo nacional de supervisão, evitando os custos regulatórios e inerente instabilidade decorrentes de reformas mais radicais desse modelo (e permitindo, de modo mais flexível, uma adaptação mais paulatina *pari passu* desse modelo nacional às alterações que a própria arquitetura europeia vá conhecendo).

Contemplam-se, a esse título, quer i) alterações do estatuto institucional e orgânico do CNSF, quer ao nível da ii) previsão e especificação legal de determinadas áreas obrigatórias de atuação de um CNSF renovado, quer, finalmente, no que respeita a iii) ajustamentos de mecanismos e processos decisórios internos no âmbito de um novo estatuto institucional do CNSF, contribuindo também para o equilíbrio institucional entre as autoridades de supervisão representadas no CNSF<sup>18</sup> (sem prejuízo de responsabilidades de coordenação que decorram das opções já assumidas em Portugal e transmitidas à UE, num quadro que deverá manter alguma constância, em matéria de salvaguarda da estabilidade do sistema financeiro como um todo).

#### 1.3.4.

Tendo presente a hipótese de trabalho formulada neste Estudo de uma reforma gradualista e menos radical do modelo nacional de

supervisão mediante uma transformação qualitativa do CNSF com os contornos expostos numa segunda secção da Parte III, procede-se muito sumariamente na Parte IV a uma análise prospetiva dessa possível reforma face a condicionantes, que têm forçosamente de ser tomadas em consideração do atual contexto europeu.

Tal conduzir-nos-á, assim, nessa Parte IV a discutir como um modelo nacional de supervisão assente num CNSF transformado e reforçado poderá ser compatibilizado com o quadro previsível de evolução da supervisão financeira em base transnacional da UE, mesmo que envolvendo eventuais adaptações de percurso ditadas pelas mutações que forem ocorrendo nesta arquitetura europeia de supervisão financeira ainda em fluxo. Reportar-nos-emos aqui a corolários do funcionamento e consolidação do MUS (no quadro do BCE) e a outras transformações ainda em perspetiva na estrutura e poderes de autoridades europeias de regulação financeira pós-Larosière.

Em síntese, equacionar-se-á, a fechar este Estudo nessa sua Parte IV, tendo presente evoluções da arquitetura regulatória e de supervisão financeira europeia afloradas sobretudo ao longo da Parte II, o modo como a manutenção de autoridades setoriais de supervisão em Portugal, enquadradas *ex novo* por uma coordenação muito reforçada por parte de um novo CNSF, permitirá um sistema nacional com características de desejável **adaptabilidade** a futuros desenvolvimentos europeus neste domínio, cujo sentido e contornos importa procurar apreender e acompanhar em permanência.

### 1.4. Evoluções recentes dos objetivos da regulação e supervisão financeira e a arquitetura institucional da supervisão

#### 1.4.1.

Como justamente assinalado na reflexão científica sobre as matérias de regulação e supervisão do setor financeiro, e como decorre também da experiência empírica neste domínio, pois este tipo de intervenção pública ordenadora é



grandemente tributária da prática gradualmente desenvolvida no terreno por entidades públicas com missões diversas de escrutínio da atividade das instituições financeiras, os modelos institucionais de organização da supervisão do setor financeiro deverão ser construídos e evoluir em função dos principais objetivos prosseguidos por essa supervisão. Reflexamente, por força dos contornos muito particulares que caracterizam desde a sua origem esta área de regulação e supervisão da economia,<sup>19</sup> importa reconhecer que a própria prática da supervisão contribuiu *pari passu* para a explicitação e aprofundamento desse objetivos.

Assim, como refere sugestivamente Charles Goodhart, a regulação e supervisão de instituições financeiras desenvolveu-se fundamentalmente a partir da *praxis* de monitorização destas instituições e estabelecendo indicadores e parâmetros de escrutínio das mesmas com base em procedimentos concretos e operacionais de acompanhamento regular das mesmas por parte de diversas autoridades públicas, com mandatos de considerável latitude e não a partir de uma construção reguladora normativamente escorada em grandes princípios estruturantes. Nas suas palavras sugestivas, "*financial regulation has always been atheoretical: a pragmatic response by practical officials and concerned politicians, to immediate problems (...). When the Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) was established in 1974-75 to handle some of the emerging problems of global finance and cross-border banking, the modus operandi then developed was to hold a round-table discussion of current practice in each member state (...).*"<sup>20</sup>

A prática da supervisão tal como desenvolvida e estabilizada desde a década de setenta do século XX e a reflexão teórica e conceptualização de grandes categorias estruturantes que deverão nortear a sua atuação, seja no plano da reflexão científica e académica, seja no plano da elaboração de grandes princípios por parte dos principais organismos internacionais relativamente informais que congregam as autoridades de supervisão financeira das

várias jurisdições,<sup>21</sup> tem permitido delinear um conjunto relativamente estabilizado de grandes objetivos nucleares a serem prosseguidos por essa supervisão.

A nosso ver, contudo, esta progressiva estabilização de grandes objetivos norteadores da supervisão financeira não corresponde necessariamente – contrariamente ao que por vezes se sustenta –<sup>22</sup> a uma verdadeira consensualização da substância dos escopos em causa. Na realidade, não obstante uma inegável consolidação de objetivos gradualmente convergentes da supervisão financeira em termos internacionais, verificam-se ainda amiúde, em diferentes momentos e contextos recentes de evolução do sistema financeiro, divergências quanto à escala de prioridades entre os vários objetivos a considerar e quanto ao tipo de interação existentes entre esses objetivos.

Assim, de algum modo pode considerar-se que os problemas estruturais evidenciados na última crise internacional (2007-2009, prolongada até ao presente sob outras formas em algumas jurisdições, como já observámos) conduziram a um ajustamento dos principais escopos a nortear a atuação dos supervisores no sentido de fazer avultar como finalidade prevalecte a chamada estabilidade financeira (conquanto esta possa ser definida de múltiplas formas nem sempre convergentes), inspirando também diversas vias de revisão ou reconstrução em curso de uma nova arquitetura de modelos de supervisão financeira, orientadas por tal preocupação de estabilidade do sistema financeiro como um todo.

#### 1.4.2.

Neste contexto, deverá destacar-se a afirmação na última revisão dos denominados *Core Principles for Effective Banking Supervision* do Comité de Basileia de Supervisão Bancária, de setembro de 2012, já posteriores à crise internacional e tirando corolários da mesma (adiante designados sob forma abreviada como *Princípios Supervisão Basileia 2012*) como objetivo primário da supervisão bancária da **promoção da segurança, solidez e sustentabilidade**

(*soundness*) dos bancos e do sistema bancário.<sup>23</sup> (acrescentando-se sintomaticamente que, caso outros escopos mais amplos forem cometidos ao supervisor bancário, estes deverão estar subordinados a esse objetivo primordial e nunca em conflito com o mesmo).

Estruturalmente importante também para uma rigorosa configuração e delimitação desses objetivos globalmente dirigidos à salvaguarda da solidez e sustentabilidade das instituições financeiras (*soundness*) é ainda a perentória afirmação nos referidos *Princípios Supervisão Basileia 2012* de que não constitui um objetivo *proprio sensu* da supervisão bancária impedir a falência de instituições bancárias, embora a boa supervisão deva orientar-se no sentido de reduzir a probabilidade e o impacto de falências bancárias, mitigando também de alguma forma os seus efeitos quando estas ocorram,<sup>24</sup> através de uma adequada cooperação com autoridades públicas que assumam funções específicas de intervenção nessas situações de falência ou reestruturação global de instituições bancárias (autoridades de resolução bancária guiadas por um programa de intervenção pública que já não é propriamente de supervisão).

Procurando sistematizar e densificar esse primeiro princípio nuclear dos *Princípios Supervisão Basileia 2012*, bem como projetá-lo numa perspectiva analítica mais lata ponderando em termos comparados os contornos de vários ordenamentos nacionais, ressaltando sempre que estes podem, na letra da lei, prever diferentes objetivos da regulação e supervisão financeira, cremos se poderão identificar no presente **quatro objetivos essenciais, estruturantes da regulação e supervisão financeira:**

- i) solidez e sustentabilidade financeira das instituições (*financial soundness*);
- ii) prevenção e atenuação de riscos sistémicos no sector financeiro;
- iii) salvaguarda de parâmetros de lealdade e correção nas transações e de eficiência dos mercados;
- iv) proteção de clientes de serviços e instituições financeiras.

Poderemos ainda considerar uma ligação essencial entre os dois primeiros objetivos [i) e ii)] – de algum modo compreendidos no primeiro princípio nuclear dos *Princípios Supervisão Basileia 2012*, *supra* referenciado. Assim, a promoção ou salvaguarda da solidez e sustentabilidade das instituições financeiras, constituindo inegavelmente um bem jurídico a tutelar pela supervisão financeira, encontra-se intrinsecamente ligado à salvaguarda do sistema financeiro como um todo numa ótica transversal de controlo de risco sistémico. A garantia de sustentabilidade financeira de cada instituição deve nortear a atuação dos supervisores financeiros (num plano de atuação microprudencial), mas sem perder de vista os riscos que se façam sentir sobre a estabilidade do sistema financeiro como um todo (num plano, conexo, de atuação macroprudencial).<sup>25</sup>

Paralelamente, os dois últimos objetivos [iii) e iv), *supra*] tendem a apresentar-se estreitamente ligados entre si e a configurar, nesse seu enlace, uma dimensão qualitativa distinta da supervisão do setor financeiro (orientada para o escrutínio dos comportamentos comerciais das instituições financeiras, o que leva à sua qualificação corrente ou abreviada como supervisão comportamental,<sup>26</sup> e não para a solidez e sustentabilidade financeiras dessas entidades). De qualquer modo, podemos associar ao terceiro objetivo *supra* referenciado (salvaguarda de parâmetros de lealdade e correção nas transações e de eficiência dos mercados) sobretudo aspetos de transparência e fornecimento de informações completas sobre produtos financeiros, e ao quarto objetivo *supra* mencionado (proteção de clientes de serviços e instituições financeiras) associaremos essencialmente vários deveres de conduta das instituições financeiras.

Esta matriz essencial de **quatro objetivos estruturantes da supervisão do setor financeiro**, compreendendo um agrupamento dos dois primeiros e dos dois últimos respetivamente numa **dimensão predominantemente prudencial** e numa **dimensão predominantemente comportamental**, não impede, bem entendido, a ponderação de outros objetivos complementares

e até conexos dos modelos de regulação e supervisão financeira, como, *v.g.*, a integridade do mercado, a prevenção de fraudes (com especial relevo, por exemplo, no domínio segurador) ou até considerações de *fair competition*. De resto, nos *Princípios Supervisão Basileia 2012* reconhece-se, *v.g.* a suscetibilidade de atribuição a supervisores bancários em algumas jurisdições de objetivos como a proteção dos consumidores, a inclusão financeira ou até a proteção de depositantes, o qual, em última análise pode corresponder a um objetivo ainda passível de ser reconduzido, em alguma medida, ao escopo primacial de assegurar a sustentabilidade e equilíbrio de instituições financeiras.<sup>27</sup>

A importância atribuída *ex novo* à estabilidade do sistema financeiro como um todo na sequência da crise internacional 2007-2009 (em particular na vertente de supervisão bancária, com a ideia aí preconizada de *soundness of the banking system*, mas não apenas nessa vertente, como observaremos já de seguida), veio, de certo modo, contribuir para reordenar as prioridades entre a dimensão prudencial e a dimensão comportamental, fazendo avultar os objetivos compreendidos na primeira dimensão. Para além disso, contribuiu também para uma nova compreensão das interações ou comunicabilidade entre essas duas dimensões da supervisão financeira, que não deverão ser vistas de modo estanque (sem prejuízo da especialização de objetivos de correspondentes instrumentos de intervenção subjacentes a cada uma dessas dimensões).

Essa nova compreensão da comunicabilidade e interações recíprocas entre as dimensões prudencial e comportamental da supervisão (e os objetivos em que estas se consubstanciam), num quadro global marcado por um predomínio transversal das considerações de estabilidade financeira, dependente de elementos de equilíbrio financeiro das várias instituições deverá naturalmente refletir-se em certo tipo de mutações dos modelos de arquitetura institucional da supervisão financeira (apesar das dúvidas que a aparente falta de resposta satisfatória dos vários modelos institucionais de supervisão à última crise do sistema

financeiro parecem suscitar sobre a efetiva relevância desses diferentes modelos para o grau de eficácia na prossecução dos objetivos em causa, no quadro de uma discussão que abordaremos desde já no ponto seguinte, 2., desta Parte I do presente Estudo).

#### 1.4.3.

Para confirmar o conteúdo da matriz de quatro objetivos nucleares da supervisão financeira e a reordenação de prioridades na prossecução desses objetivos a que vimos assistindo na sequência da crise de 2007-2009, importa tomar em consideração a afirmação de objetivos primaciais que vem sendo feito a propósito especificamente dos subsectores de seguros e de fundos de pensões e de mercados de capitais por parte dos organismos internacionais congéneres do Comité de Basileia de Supervisão Bancária, que congregam os supervisores cuja atividade incide prioritariamente sobre tais subsectores, a saber a *International Association of Insurance Supervisors (IAIS)* e a *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*.

Reportamo-nos aqui concretamente, por um lado, aos Princípios Essenciais de Supervisão de Seguros (*Insurance Core Principles*) da *IAIS*, inicialmente adotados em outubro de 2011 e atualizados em novembro 2015 (doravante Princípios *IAIS* 2015), e, por outro lado, aos Objetivos e Princípios da Regulação de Mercados de Capitais (*Objectives and Principles of Securities Regulation*), da *IOSCO*, de junho de 2010 (doravante Princípios *IOSCO* 2010).

No que respeita aos Princípios *IAIS* 2015, são especificados como objetivos primordiais da supervisão promover a manutenção da segurança, estabilidade e lealdade e equilíbrio do setor segurador com vista à proteção dos tomadores de seguros (*maintenance of a fair, safe and stable insurance sector*).

Insiste-se ainda nestes Princípios *IAIS* 2015 na ideia de que em caso de evoluções do mercado conducentes a que os objetivos de segurança, estabilidade e correção e equilíbrio do setor segurador não sejam devidamente enquadrados e prosseguidos no quadro legal

de determinada jurisdição, os supervisores deverão propor alterações legislativas que assegurem a prossecução continuada e enfoque em tais objetivos (apresentados em conexão com a promoção de um setor segurador financeiramente sólido e sustentável, assegurando concomitantemente um adequado nível de proteção dos tomadores de seguros).<sup>28</sup>

São assim privilegiados objetivos quanto ao funcionamento das empresas de seguros e do setor segurador que se aproximam dos dois objetivos nucleares *supra* identificados para a supervisão financeira em geral, de salvaguarda da solidez e sustentabilidade financeira das instituições financeiras em causa e de estabilidade do setor, em necessária ligação com a prevenção e atenuação de riscos sistémicos (destacando-se, de resto, nestes Princípios *IAIS* 2015 a importância do subsector segurador para a estabilidade financeira como um todo).

No que respeita aos Princípios *IOSCO* 2010, estes concedem particular enfoque a três objetivos primaciais da regulação e supervisão dos mercados de capitais, compreendendo a proteção dos investidores (nos quais se incluem clientes ou outros consumidores de serviços financeiros), a salvaguarda do funcionamento transparente, eficiente e leal e equilibrado dos mercados de capitais (*fair, efficient and transparent*) e a redução do risco sistémico nestes mercados.<sup>29</sup>

Uma vez mais, trata-se agora a propósito da supervisão especificamente orientada para os mercados de capitais de objetivos quanto ao funcionamento destes mercados que se aproximam do terceiro e quarto objetivos nucleares *supra* identificados para a supervisão financeira em geral, correspondentes à salvaguarda de parâmetros de lealdade e correção nas transações e de eficiência dos mercados e à proteção de clientes de serviços e instituições financeiros.

Para além disso, impõe-se aqui destacar quanto a estes Princípios *IOSCO* 2010 a combinação de escopos essencialmente ligados ao comportamento comercial de instituições financeiras e à sua lealdade e correção (ótica predominante de supervisão comportamental) com preocupações de estabilidade financeira relacionadas com a redução do risco sistémico. Tal traduz um novo peso transversal, perpassando todos os outros objetivos da supervisão financeira, das preocupações de estabilidade financeira, determinando, como vimos referindo, um novo tipo de interligação entre objetivos dessa supervisão financeira e um certo grau de reescalamento de prioridades (em que vêm a avultar os elementos relacionados com a solidez e equilíbrio financeiros especialmente decisivos para a estabilidade do sistema financeiro como um todo).

## 2. A relevância da arquitetura institucional da supervisão financeira à luz da experiência da recente crise internacional

### 2.1. Perspetiva geral

Tendo presentes os objetivos nucleares da supervisão financeira *supra* caracterizados, a experiência da recente crise financeira internacional parece evidenciar que o modelo ou a arquitetura institucional da supervisão não seriam em si mesmo decisivos para impedir falhas regulatórias ou de supervisão graves na

prossecução de tais objetivos e assim prevenir crises do setor financeiro (propósitos de prevenção de crises que, como já se observou, não podem ser confundido linearmente com um escopo de evitar *tout court* falências de instituições financeiras).

Na realidade, sem aprofundar desde já a caracterização dos principais modelos institucionais

alternativos de supervisão financeira e das variantes (híbridas) que os mesmos podem comportar – a qual se remete para a Parte II deste Estudo – mas, tão só, antecipando a configuração em geral de tais modelos, afigura-se *prima facie* que nenhum dos mesmos parece ter tido um desempenho ótimo ou sem falhas. Nenhuma das alternativas disponíveis em termos de arquitetura institucional de supervisão financeira parece, com efeito, ter impedido ou sequer mitigado significativamente os abalos sofridos pelos sistemas financeiros dos Estados mais desenvolvidos.

Essa constatação negativa tende a aplicar-se a propósito do **modelo denominado de supervisor único** (envolvendo, nos moldes analisados *infra*, Parte II, o estabelecimento de uma única autoridade que congrega todas as funções de supervisão financeira), como ilustrado com o caso paradigmático da *Financial Services Authority (FSA)*, do Reino Unido, com os problemas aí verificados [v.g. *Northern Rock* e outros, como o do *HBOS, plc.*, versado em recente Relatório do Banco de Inglaterra onde se procura um diagnóstico das falhas de supervisão ocorridas, "*The failure of HBOS plc (HBOS) – A report by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Prudential Regulation Authority (PRA)*"<sup>30</sup>], bem como de modelos muito fragmentados de supervisão, como ilustrado no caso dos EUA,<sup>31</sup> com múltiplos problemas aí ocorridos, v.g. nos casos *American International Group (AIG)*, *Lehman* e em múltiplos outros casos, conduzindo à adoção do Programa *TARP – Troubled Asset Relief Program*.

A mesma constatação pode aplicar-se quanto ao funcionamento de **modelos** qualificáveis como *Twin Peaks*, envolvendo a contraposição entre pilares de supervisão prudencial e supervisão comportamental, orientada para o escrutínio de comportamento comercial visando a proteção dos consumidores, nos moldes que também analisaremos e caracterizaremos na especialidade, *infra*, Parte II. Tal é ilustrado, designadamente, com os problemas verificados na Holanda, cujo sistema de supervisão é normalmente apontado como uma das concretizações paradigmáticas do modelo *Twin Peaks* em termos internacionais, v.g. nos casos

*ABN Amro Holding*, *ING Groep*, e já muito recentemente, *SNS Reaal*.<sup>32</sup> De resto, este modelo Holandês apresentou três potenciais problemas relacionados i) com a definição de uma estrutura de governo do supervisor prudencial adequada em ordem a permitir decisões ou intervenções mais assertivas em casos com relevância macroprudencial, ii) com a dificuldade em gerar um ciclo virtuoso de inovação das políticas regulatórias e de supervisão no interface entre as áreas de política microprudencial, macroprudencial e de política monetária e, finalmente, iii) com a dificuldade de encontrar o interface mais equilibrado e eficaz entre funções de salvaguarda em geral do sistema financeiro e a supervisão bancária no seu sentido mais estrito (problema conexo com a segunda questão *supra* identificada e que evidencia a importância de encontrar um adequado enquadramento do banco central quando envolvido na salvaguarda geral da estabilidade financeira em conexão com a supervisão bancária micro e macroprudencial).<sup>33, 34</sup>

Paralelamente, embora o sistema Australiano, pioneiro na adoção deste modelo *Twin Peaks*, pareça ter atravessado com menos turbulência a recente crise financeira internacional, o mesmo não foi isento de problemas, como se verificou, v.g., nas situações relativas a problemas de proteção de consumidores e *market misconduct* em escândalos financeiros verificados no *Commonwealth Bank* ou no *Macquarie Bank* (objeto de forte crítica em Inquérito recente, de junho de 2014, da Câmara Alta do Parlamento Federal Australiano).<sup>35</sup>

Do mesmo modo, experiências recentes problemáticas em sede de supervisão financeira podem ser associadas aos chamados **modelos setoriais de supervisão**, segmentados por principais subsectores financeiros (banca, seguros, mercados de capitais). Quanto a este tipo de modelos podemos naturalmente trazer à colação o caso Português – em larga medida objeto deste Estudo – com os casos problemáticos do BPP, BPN ou BES (a que retornaremos em devido tempo ao longo deste Estudo<sup>36</sup>).

Em contrapartida, foi também possível observar que modelos apresentando uma arquitetura institucional tida como longe de constituir

uma referência ou com níveis de organização abaixo de padrões ótimos de referência em termos de meios disponíveis, como, a título exemplificativo, a variante do modelo unitário de supervisão financeira seguida em Singapura (assente na *Monetary Authority of Singapore*), teoricamente com níveis e meios organizativos inferiores ao modelo unitário da *Financial Service Authority (FSA)* do Reino Unido durante a crise de 2007-2009, acabaram por apresentar desempenhos muito positivos durante esta crise.<sup>37</sup>

## 2.2. A relevância da arquitetura institucional da supervisão financeira

### 2.2.1.

Face a esta experiência recente, é legítima a interrogação sobre o real alcance da arquitetura normativa e institucional dos modelos de supervisão financeira para a eficácia na prossecução dos principais objetivos desta supervisão. Poderá considerar-se que esta arquitetura constitui, afinal, um fator menos relevante para o bom funcionamento da supervisão do que se poderia pensar *prima facie*.

Como muitas vezes sucede, cremos que a resposta a esta interrogação fundamental deverá situar-se num plano intermédio:

Nenhum modelo de supervisão financeira assegura em absoluto a estabilidade do sistema financeiro e impede a eclosão de crises localizadas de determinadas instituições financeiras. Contudo, e em contrapartida, o desenho dessa arquitetura não é irrelevante para o funcionamento e escrutínio eficaz do sistema financeiro e tende a oferecer contributos muito importantes neste domínio:

- i) seja para o estabelecimento de um enquadramento mais eficaz da supervisão financeira, prevenindo na medida do possível crises no setor financeiro ou, no mínimo e em especial, atenuando os efeitos dessas crises quando estas venham a eclodir e contribuindo para limitar potenciais falhas de supervisão;
- ii) seja para a resolução e gestão de crises, quando se verifica a sua eclosão.

### 2.2.2.

Considerando essa relevância apreciável dos **modelos ou arquiteturas institucionais de supervisão**, estes devem ser ponderadas à luz de uma avaliação a cada momento de objetivos prevaletentes de supervisão financeira (em tese geral e à luz da situação concreta do setor financeiro em determinado Estado ou em determinados espaços alargados de integração económica, como sucede com a UE), bem como à luz de determinado contexto histórico de evolução dos modelos de supervisão em cada jurisdição.

Em contrapartida, estes modelos institucionais de supervisão não têm um valor absoluto *a se* como elemento decisivo de reforma qualitativa da supervisão do setor financeiro independentemente dos fatores acima considerados. Essa relativização dentro de certos limites do contributo dos modelos institucionais de supervisão para uma maior exigência e melhor desempenho global da supervisão – que não pode ser confundida de todo com uma desconsideração do papel importante desses modelos neste domínio – implica uma nota de prevenção importante contra a tentação de reformas demasiado amplas ou abruptas do modo de organização institucional dos processos de supervisão e dos poderes públicos envolvidos (com os custos de instabilidade regulatória inerentes).

Como salientam justamente especialistas de referência neste plano, incluindo entre outros Charles Goodhart<sup>38</sup> e o próprio teórico do modelo de supervisão *Twin Peaks*, Michael Taylor,<sup>39</sup> as melhores opções neste domínio podem ser largamente influenciadas pela dimensão histórica da evolução recente registada em cada Estado conduzindo a modelos distintos que traduzam um **ponto de chegada dessa evolução** e num quadro em que a introdução de ruturas significativas nesse histórico de evolução institucional gera custos organizativos e regulatórios significativos, que devem ser evitados.

Daí decorre a importância de avaliar **cada modelo de supervisão financeira no contexto concreto de cada jurisdição**, tomando-o como



**ponto de chegada** de uma **evolução complexa**, sem prejuízo de aspetos ou exigências que resultem da inserção desse(s) modelo(s) em enquadramentos transnacionais (UE) e da ponderação de tendências regulatórias internacionais: esse é o pressuposto deste Estudo centrado na **evolução do modelo português de supervisão financeira** e considerando ainda, em paralelo, os seus antecedentes e as condicionantes da sua inserção no quadro da UE e, mais especificamente, da recente União Bancária Europeia.

### 2.3. Grandes tendências evolutivas dos modelos institucionais de supervisão financeira

#### 2.3.1.

Para além da necessária flexibilidade na avaliação e ponderação dos diversos modelos institucionais de supervisão financeira, no contexto de cada jurisdição e como produto de evoluções históricas próprias, impondo as necessárias prevenções, na extrapolação dessas experiências para outros contextos distintos, importa ter presente outro dado que vem avultando nos últimos anos e que pode ser apreendido através de uma análise comparada mais ampla dos modelos adotados em várias jurisdições.

Reportamo-nos aqui à adoção num número crescente de jurisdições de arquiteturas institucionais de supervisão financeira híbridas – ou com elementos híbridos – combinando elementos de vários modelos com vista a configurações que melhor se adaptem às condições concretas dessas jurisdições e dos respetivos sistemas financeiros supervisionados.

Por outro lado, no quadro de arquiteturas institucionais crescentemente híbridas ou compostas vem também ganhando importância, independentemente dos contornos prevalentes dos modelos adotados – v.g. passíveis de serem reconduzidos a modelos institucionais tripartidos ou modelos *Twin Peaks* – as funções e elementos de coordenação entre diferentes pólos organizativos e institucionais desses modelos. No limite, embora essa

necessidade se faça sentir com mais acuidade nos modelos institucionais tripartidos e nos modelos *Twin Peaks*, importa reconhecer que até o próprio governo de modelos de supervisor único suscita também a necessidade de processos eficazes de coordenação entre diferentes funções integradas dentro de uma mesma instituição, mas que não deixam de ter expressão diferenciada e exigir articulação equilibrada entre essas funções. Para além disso, mesmo nesses modelos de supervisor único a relevância atual crescente das funções de controlo macroprudencial e garantia da estabilidade financeira, com frequência desenvolvidas fora do âmbito do supervisor único em algumas jurisdições que adotam esse sistema, tornam necessário o desenvolvimento de mecanismos de coordenação entre as funções gerais de tal supervisor único e as funções dirigidas à estabilidade financeira.

#### 2.3.2.

Se procurarmos uma visão de médio prazo, em termos internacionais, das arquiteturas institucionais de supervisão financeira, englobando os primeiros quinze anos deste século (2000-2015) e compreendendo o período da crise financeira internacional e das suas sequelas, podemos identificar algumas grandes tendências evolutivas ainda por estabilizar.

Assim, como resulta quer de análises desenvolvidas ao nível do Banco Mundial<sup>40</sup> quer de análises doutrinárias neste domínio (v.g. por autores como Masciandaro, Quintyn ou D. Llewellyn<sup>41</sup>), é possível verificar que num número apreciável de jurisdições, incluindo alguns dos sistemas financeiros mais desenvolvidos na Europa, nos EUA e na Ásia, ocorreram alterações na arquitetura de supervisão financeira com uma ênfase significativa no papel ou envolvimento dos bancos centrais nessa supervisão.

Neste contexto, uma tendência evolutiva para a emergência de modelos de supervisor financeiro único parece ter sido originada no Norte da Europa, mais particularmente nos países Escandinavos (Noruega, Dinamarca, Suécia). De qualquer modo, um marco de referência nessa evolução foi a criação do *Financial*

*Service Authority (FSA)* como supervisor único no Reino Unido, em 1997, sendo então a função de supervisão prudencial dos bancos comerciais retirada ao Banco de Inglaterra (para aí regressar em larga medida em 2013, embora num novo figurino institucional e de governo, que corresponde, como observaremos *infra*, 3.2.3. d), Parte II, a uma concretização original de uma variante do modelo *Twin Peaks*).

Uma outra tendência identificável corresponde a uma relativa perda de peso do modelo dito institucional ou setorial, em algumas das amostragens selecionadas de modelos de supervisão no contexto internacional,<sup>42</sup> pelo menos na sua configuração mais tradicional, e a um alargamento progressivo, a partir do caso pioneiro da Austrália, das jurisdições a adotar o modelo *Twin Peaks*. De acordo com essas amostragens, o termo da primeira década deste século (2011) parece ter representado um marco charneira em termos internacionais de ultrapassagem do modelo setorial tripartido de supervisão financeira, pelo modelo de supervisor único, o modelo *Twin Peaks* e modelos híbridos.

Apesar de estarmos aqui confrontados com um processo em fluxo, poderemos, em nosso entender, à luz de uma observação crítica e sistematizada dos dados disponíveis, identificar uma terceira tendência evolutiva, porventura ainda em embrião – e logo menos visível ou menos comentada.

Esta corresponderá:

- i) a par da tendência para adoção de modelos de supervisor único e *Twin Peaks*,
- ii) e da tendência para a perda relativa de peso internacional do modelo setorial nas suas configurações mais tradicionais,
- iii) a uma tendência para o progressivo desenvolvimento de **modelos híbridos**, que melhor possam ajustar-se às particularidades de cada sistema financeiro e com elementos de flexibilidade com vista a uma adaptação continuada à dinâmica de mudança desses sistemas financeiros e da sua crescente interligação transnacional.

Nesse número crescente de jurisdições a adotar variantes diversas de arquiteturas híbridas de supervisão financeira,<sup>43</sup> vem avultando como dimensão verdadeiramente crucial de um processo de reforma continuada das arquiteturas de supervisão e de sua adaptação tempestiva a uma dinâmica de mudança cada vez mais acelerada dos sistemas financeiros, o **grau de coordenação entre diferentes elementos ou pilares da arquitetura de supervisão adotada**, tal como materializado em mecanismos para assegurar essa coordenação bem como a cooperação e os processos de troca de informação entre os elementos participantes na arquitetura de supervisão.

A necessidade dessa dimensão fulcral de **coordenação** não se esgota assim, contrariamente ao que se poderia pensar *prima facie*, apenas nos modelos tradicionais de supervisão setorial tripartida e tende a tornar-se numa verdadeira base estrutural de organização das novas arquiteturas de supervisão financeira. Esse é também um dos elementos condutores da análise empreendida no presente Estudo, procurando-se apreender como a arquitetura portuguesa de supervisão financeira pode ser reformada e melhorada qualitativamente sem sobressaltos indevidos e geradores de perdas de eficácia, a partir de uma nova lógica institucional e funcional de **coordenação e cooperação reforçada** entre as autoridades de supervisão existentes, aprofundando os aspetos **híbridos** do sistema e tomando em consideração uma análise crítica comparada das soluções adotadas em algumas das principais jurisdições.



## Notas

1. Referimo-nos aqui ao período normalmente associado à eclosão e ao auge da crise internacional do sistema financeiro, largamente originada no setor bancário e que evoluiu na União Europeia (UE) para uma crise de dívidas soberanas, sem deixar de tomar em consideração que um período bem mais dilatado se encontra em causa à luz destas últimas evoluções. Cfr., por todos, sobre esse período e os seus contornos, Viral Acharya, Mathew Richardson, "Causes of the Financial Crisis", in *Critical Review: A Journal of Politics and Society*, Volume 21, issue 2-3, 2009, Special Issue: Causes of the Financial Crisis, pp. 195 ss.
2. Cfr. a esse propósito Charles Goodhart, Tsomokos, "Analysis of Financial Stability", *LSE Financial Markets Group Paper Series*, 2007. Como aí se refere, "the question of the appropriate institutional structure of financial regulation and supervision remains in a state of flux. Unlike the general consensus about the way in which monetary macro-economic policy should be run, with an operationally independent CB aiming primarily for price stability, there is no such consensus, either in theory or in practice, for the appropriate institutional setting". (op. cit., p 19).
3. Sobre estas objeções, que não têm alcance meramente formal, à qualificação de autoridades administrativas independentes, em função da discussão que se vem desenvolvendo nas últimas décadas sobre a forma de compatibilizar o exercício de funções de regulação económica num quadro de elevada autonomia com a sujeição de tais autoridades reguladoras autónomas a formas equilibradas e eficazes de escrutínio, cfr. Luís Silva Morais, "A Função Reguladora e as Estruturas de Regulação na UE" in *A Europa e os Desafios do Século XXI*, Paulo de Pitta e Cunha, Luís Silva Morais (Organizadores), Almedina, Coimbra, 2008. Não cabe naturalmente nos objetivos específicos do presente Estudo desenvolver *ex professo* esse problema que tem estado no centro de tais discussões sobre evoluções desejáveis do modelo institucional da regulação económica dita independente, quer nos EUA, quer na UE.
4. Sobre esse processo que não cabe aqui comentar, cfr., por todos, Corneliu Stirbu, "Financial Market Integration in a Wider European Union" (*October 2004*). *HWWA Discussion Paper No. 297* – disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=617223> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.617223>
5. Reportamo-nos aqui ao "The High Level Group on Financial Supervision in the EU", *Chaired by Jacques de Larosière, Report, Brussels, 25 February, 2009* (referido doravante sob forma abreviada como *Relatório Larosière*).
6. Mecanismo Único de Supervisão Bancária criado *ex vi* do Regulamento (EU) n.º 1024/2013, do Conselho, de 15 de outubro de 2013, JOCE n.º L287/63, 29/10/2013 frequentemente designado pelo acrónimo anglo-saxónico *SSM* (referir-nos-emos em geral neste Estudo a esta nova entidade pela sua designação abreviada em língua Portuguesa, de MUS, sem deixar de utilizar a referência abreviada *SSM* em certos contextos de análise).
7. Necessidade de preservar na ponderação de quaisquer reformas nacionais do modelo de supervisão do sistema financeiro um grau de flexibilidade que permita acomodar da melhor forma evoluções em curso no plano europeu neste domínio que se encontra subjacente a todo este Estudo, mas que será especialmente abordada *infra*, na última parte deste Estudo – Parte IV, para a qual se remete.
8. Sobre essas características únicas de interdependência sistémica das atividades dos vários operadores e subsectores do sector financeiro, sem paralelo noutros sectores económicos, cfr., *inter alia*, "Stability of the Financial Sector – Illusion or Feasible Concept?", *Edited by Andreas Dombret, Otto Lucius, Elgar, 2013*.
9. Cfr. essa análise e clarificação em Rosa Lastra, Luis Garicano, "Towards a New Architecture for Financial Stability; Seven Principles", in *International Law in Financial Regulation and Monetary Affairs*, edited by Thomas Cottier, John H. Jackson, Rosa M. Lastra, Oxford University Press, 2012, p. 73.
10. Cfr. o Relatório *Larosière Report (2009)*. Como aí se refere, "The present report draws a distinction between **financial regulation** and **supervision**: Regulation is the set of rules and standards that govern financial institutions; their main objective is to foster financial stability and to protect the customers of financial services. Regulation can take different forms, ranging from information requirements to strict measures such as capital requirements. On the other hand, supervision is the process designed to oversee financial institutions in order to ensure that rules and standards are properly applied. This being said, in practice, regulation and supervision are intertwined and will therefore, in some instances, have to be assessed together (...)", *Relatório Larosière*, ponto 38, p. 13. (ênfase acrescentada).
11. Para um aprofundamento dessa matéria que está na base do lançamento do projecto da denominada união bancária europeia, cfr., por todos, Nicolas Véron, "Europe's Single Supervisory Mechanism and the Long Journey Towards Banking Union", *Bruegel Policy Contribution – Issue 2012/16, October 2012*; "Sovereign Debt Management", edited by Rosa Lastra, Lee Buchheit, Oxford University Press, 2014.
12. Sobre essas reacções regulatórias, seus contornos e alcance, cfr., em geral, "Global financial Crisis – Navigating and Understanding the Legal and Regulatory Aspects", *Consulting Editor Eugenio A. Bruno, Globe Business Publishing Ltd, 2009*.
13. Sobre o projecto da União Bancária Europeia cfr., uma vez mais, Nicolas Véron, "Europe's Single Supervisory Mechanism and the Long Journey Towards Banking Union", cit.; Francesco Caprioglio, "European Banking Union: A Challenge for a More United Europe" (*September 2, 2013*). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2319297> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2319297>; Guido A. Ferrarini, Luigi Chiarella, "Common Banking Supervision in the Eurozone: Strengths and Weaknesses" (*August 1, 2013*). *ECGI – Law Working Paper No. 223/2013*.
14. Cfr., a esse propósito, Luís Silva Morais, "Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras – Algumas Questões Essenciais e Justificação do Perímetro do Regime face às Especificidades da Supervisão Financeira", in *Revista da Concorrência e Regulação (C&R)*, n.º 17, janeiro / março, 2014, pp. 99 ss., esp. pp. 111 ss.
15. Cfr. A. cit., "Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century", *Centre for the Study of Financial Innovation, December 1995*.
16. Cfr. "Financial System Inquiry", (*Wallis Report*), April, 1997.
17. Sobre essa ideia de fragmentação financeira recente, contrariando as anteriores tendências de integração dos sectores financeiros no quadro da UE, entre outros, Benoît Coeuré, "The Way Back to Financial Integration – International Financial Integration and Fragmentation: Drivers and Policy Responses" – *Conference Organised by the Banco de España and the Reinventing Bretton Woods Committee, Madrid, 12 March, 2013*.
18. Lateralmente, contemplam-se também alguns ajustamentos mais pontuais no conjunto de poderes de supervisão previstos ao nível dos três vértices institucionais do modelo de supervisão atualmente existente em Portugal, no quadro de uma sua possível reforma.
19. Pela nossa parte, temos vindo a sustentar a necessidade de identificar áreas de regulação económica (e de supervisão económica) estruturalmente diferenciadas entre si quanto aos seus objetivos e metodologia de intervenção ordenadora ou coordenadora de certas atividades económicas, correspondendo precisamente a regulação e supervisão do setor financeiro a uma espécie paradigmática representativa de uma "intervenção regulatória dirigida a promoção de certos interesses públicos" (que variam de setor para setor) face a "tipos de regulação orientados para promover a abertura de certos mercados à concorrência". Cfr. Luís Silva Morais, "A Função Reguladora e as Estruturas de Regulação na UE" in *A Europa e os Desafios do Século XXI*, cit.

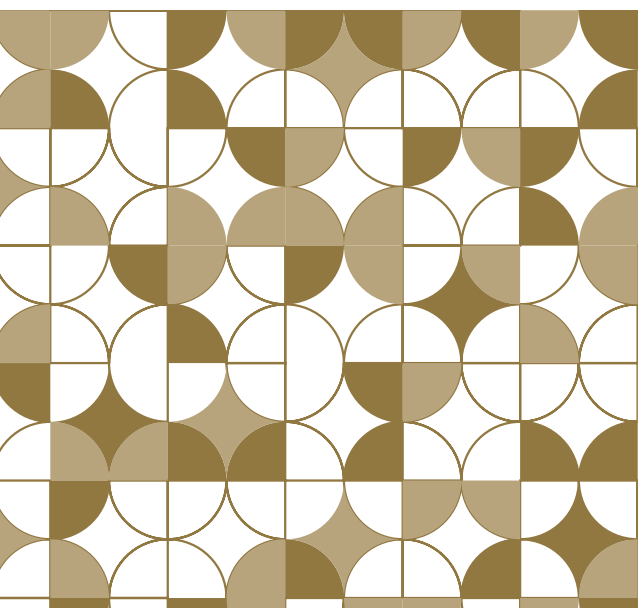
20. Cfr. Charles Goodhart, "How Should We Regulate the Financial Sector?", in *The Future of Finance, The LSE Report*, cit., p. 153.
21. Reportamo-nos aqui aos organismos relativamente informais e não institucionalizados como organizações internacionais, nem como instituições personalizadas, congregando no plano internacional as autoridades de regulação e supervisão financeira das várias jurisdições e ainda largamente estruturados com base na distinção dos vários subsectores do sistema financeiro, compreendendo o Comité de Basileia, a IOSCO e a IAIS. Sobre este tipo de estruturas relativamente informais de supervisão financeira, cfr., *inter alia*, Emily Lee, "The Soft Law Nature of Basel III and International Financial Regulations", in *Journal of International Banking Law and Regulation*, August 1, 2014, Vol. 29 (10), pp. 603 ss.
22. Cfr. a esse propósito, Eddy Wymeersch, Klaus Hopt, Guido Ferrarini, "Financial Regulation and Supervision – A Post-Crisis Analysis", Oxford, 2012.
23. Cfr. a esse respeito "Core Principles for Effective Banking Supervision" – *Basel Committee on Banking Supervision (September 2012) – Core Principle 1, "responsibilities, objectives and powers" / "essential criteria – 2": "The primary objective of banking supervision is to promote the safety and soundness of banks and the banking system. If the banking supervisor is assigned broader responsibilities, these are subordinate to the primary objective and do not conflict with it."* (ênfase acrescentada).
24. Cfr. a esse respeito "Core Principles for Effective Banking Supervision" – *Basel Committee on Banking Supervision (September 2012) – "Foreword to the Review – General Approach, para. 16": "It should not be an objective of banking supervision to prevent bank failures. However, supervision should aim to reduce the probability and impact of a bank failure, including by working with resolution authorities, so that when failure occurs, it is in an orderly manner."* (ênfase acrescentada).
25. Sobre a nova ótica de atuação macroprudencial que não cabe aqui desenvolver *ex professo*, cfr., por todos, Dirk Schoenmaker, Peter Wiert, "Macroprudential Supervision: From Theory to Policy", *Bruegel Working Paper*, 2015/15, November 2015.
26. Sobre esta designação de supervisão comportamental ou *market conduct supervision*, "Treating Customers Fairly in the Financial Sector – A Draft Market Conduct Policy Framework of South Africa" – *Discussion Document*, December 2014.
27. Cfr., a este respeito, os "Princípios Supervisão Basileia 2012", para. 16, ponto 16 já atrás referenciado.
28. Cfr. a esse propósito a afirmação no sentido de que "The ICP statements are the highest level in the hierarchy and prescribe the essential elements that must be present in the supervisory regime in order to promote a financially sound insurance sector and provide an adequate level of policyholder protection" (ênfase acrescentada) – "Insurance Core Principles", A) Introduction, ponto 6.
29. Cfr., a este propósito "Princípios IOSCO 2010", cit., Foreword.
30. Cfr. "The failure of HBOS plc (HBOS) – A report by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Prudential Regulation Authority (PRA)", November 2015.
31. Sobre os contornos algo *sui generis* da arquitetura institucional de supervisão financeira nos EUA, com uma estrutura consideravelmente dispersa resultante da evolução histórica verificada nesta jurisdição, cfr. "The Structure of Financial Supervision – Approaches and Challenges in a Global Marketplace", 30, *Group of Thirty, Washington DC, 2008*, esp pp. 32 ss. (doravante designado sob forma abreviada como *The Structure of Financial Supervision, G30*).
32. Retornaremos a estes e outros casos problemáticos de supervisão *infra*, na Parte II, esp 3.3.5. c), ao analisarmos mais detidamente o sistema Holandês como um exemplo de referência da aplicação do modelo *Twin Peaks* procurando então apreender em que medida esse modelo terá evidenciado, melhor ou pior, certas virtualidades ou, pelo contrário, insuficiências.
33. Cfr., sobre estes e outros problemas experimentados no Modelo *Twin Peaks* Holandês, Jeroen Kremers, Dirk Schoenmaker, "Twin Peaks: Experiences in the Netherlands", *LSE Financial Markets Group Paper Series, Special paper 196, December 2010*.
34. Num plano que extravasa já essa associação do banco central holandês a um modelo *Twin Peaks*, noutros modelos que contemplem uma ligação entre formas de participação em funções de política monetária com funções de supervisão financeira, *maxime* prudencial, como sucede em Portugal com o Banco de Portugal – nos moldes que se analisarão em partes subsequentes deste Estudo – justifica-se, também, uma cuidada ponderação de reformas apreciáveis dos modelos de *governance* interna de tais bancos centrais envolvidas na supervisão financeira (embora essas reformas de *governance* não estejam compreendidas no objeto central do presente Estudo, sendo meramente afloradas, muito de passagem *infra*, v.g., 3.4.3. de Parte III, nota 216).
35. Cfr., a esse propósito, Andrew Schmulow, "Approaches to Financial System Regulation: An International Comparative Survey", *CIFR – Centre for International Finance and Regulation, Working Paper No. 053/2015, January 2015*. Sobre a perspetiva fortemente crítica em relação a estes casos em Inquérito da Câmara Alta do Parlamento Federal Australiano, cfr. "Performances of the Australian Securities and Investment Commission", *series edited by Economics References Committee, Parliament of Australia, The Senate, Senator Mark Bishop (Chair), June 2014*. Parece resultar daqui, como observaremos mais detidamente nas secções finais da Parte II deste Estudo, um padrão de falha recorrente de um dos pilares institucionais no Modelo *Twin Peaks*. Curiosamente, esse tipo de falhas parecem *prima facie* ocorrer mais facilmente no pilar prudencial *vis a vis* o pilar comportamental (em muitos casos objeto de maior enfoque político e público), mas o caso Australiano vem aparentemente desmentir qualquer inevitabilidade de uma tendência nesse sentido embora evidencie o acima referido padrão de falhas regulares num dos pilares.
36. Fá-lo-emos, designadamente, quanto a alguns aspetos ao analisar *infra*, ponto 3. da Parte III, aspetos de supervisão a melhorar qualitativamente com uma reforma do CNSF.
37. Sobre este exemplo do modelo de supervisão de Singapura, cfr. as referências constantes de Andrew D. Schmulow, "Approaches to Financial System Regulation: An International Comparative Survey", *CIFR – Centre for International Finance and Regulation, Working Paper No. 053/2015, January 2015*. Como aí se refere a propósito desse caso de Singapura, "there is (...) something to be said for organizational culture in the degree of efficacy of the regulator (...). Consequently, while the Singaporean regime is sub-optimal (...) there is evidence that that sub-optimality is mitigated by the aggressive and 'no-nonsense' manner in which the Singaporean authorities approach their responsibilities (...). This contrasts starkly with the manner in which the British authorities, albeit possessed of a better regulatory model, managed to produce far less beneficial outcomes among their regulated entities" (op cit., pp 13-14).
38. Cfr. a esse propósito Charles Goodhart, "The Macro-Prudential Authority, Powers, Scope and Accountability", in *OECD Journal: Financial Market Trends*, vol. 2011, issue 2.
39. Reportamo-nos aqui a posições expendidas por Michael Taylor em Seminário realizado em Lisboa, FDL, sobre modelos de supervisão financeira que coordenámos e acompanhámos – maio de 2011. Cfr. ainda deste A. (em co-autoria), R. Abrams, M. Taylor, "Issues in the Unification of Financial Sector Supervision", No. 213, *International Monetary Fund*, 2000.
40. Cfr., *inter alia*, "Bank Regulation and Supervision around the World: A Crisis Update" – *World Bank Policy Research Working Papers*, December 2012.

41. Cfr. D. Masciandaro, M. Quintyn, "Regulating the Regulators: The Changing Face of Financial Supervision Architectures Before and After the Crisis", in *European Company Law*, 6(5), 2009, pp. 167 ss.; D. Masciandaro, R. Pansini e M. Quintyn, "The Economic Crisis: Did Supervision Architecture and Governance Matter?" in *Journal of Financial Stability*, 9(4), 2013, pp. 578 ss.; D. Llewellyn, "Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Issues" – *World Bank Seminar* – "Aligning Supervisory Structures with Country Needs", Washington DC, 2006.

42. Para além de amostragens selecionadas constantes do Estudo já cit., "Regulating the Regulators: The Changing Face of Financial Supervision Architectures Before and After the Crisis", cfr. ainda amostragem (*dataset*) constante do Estudo de M. Melecky, A. Podpiera, "Institutional Structures of Financial Sector Supervision, Their Drivers and Historical Benchmarks", in *Journal of Financial Stability*, 9(3), 2013, pp. 428 ss.

43. Sobre essa tendência cfr., *inter alia*, Jeffrey Carmichael, "Implementing Twin Peaks. Lessons from Australia, in Institutional Structure of Financial Regulation: Theories and International Experiences", Chapter 5, edited by Robin Hui Huang & Dirk Schoenmaker, Part II, *International experiences*, series editor: *Routledge Research in Finance and Banking Law*, Routledge Oxford, 2014, pp. 1-280.





## II

# Análise da evolução recente do modelo de supervisão do setor financeiro em Portugal numa perspetiva comparada

1. Modelo tripartido de supervisão financeira, com responsabilidades divididas por três autoridades em função de um critério setorial
2. A origem e o contexto da criação do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros
3. Análise de modelos de supervisão financeira alternativos seguindo critérios diversos do setorial



# 1. Modelo tripartido de supervisão financeira, com responsabilidades divididas por três autoridades em função de um critério setorial

## 1.1. As origens do atual modelo de supervisão financeira no quadro da evolução recente do sistema financeiro português

### 1.1.1.

O atual modelo setorial (tripartido) de supervisão do setor financeiro em Portugal resulta do conjunto de evoluções nas últimas três décadas do sistema financeiro nacional decorrentes, por um lado, da alteração do regime de delimitação de setores (1983) e do movimento intenso de privatizações no setor financeiro (com especial intensidade entre 1990-1996) e, por outro lado, da realização do mercado único de serviços financeiros e suas condicionantes.

Na realidade, o sistema financeiro passou por profundíssimas transformações neste período no quadro da constituição económica de 1976, bastando recordar, a esse título, a nacionalização da generalidade das instituições financeiras a operar em Portugal em 1975 (com ressalva apenas das participações detidas por entidades estrangeiras), bem como o facto de a originária lei de delimitação de setores aprovada no quadro dessa Constituição (Lei n.º 46/77, de 8 de julho) vedar à iniciativa privada o acesso ao exercício da atividade bancária e seguradora. As grandes transformações do sistema financeiro Português resultaram, assim, da alteração à lei de delimitação de setores aprovada em 1983 (Lei n.º 11/83, de 16 de agosto)<sup>1</sup> que permitiu então o licenciamento de novas instituições financeiras privadas e, sobretudo, do processo de privatizações, *maxime* de reprivatizações ou desnacionalização de empresas públicas resultantes de nacionalização posterior ao 25 de abril de 1974 (tornado possível pela segunda revisão constitucional de 1989).

Pode mesmo considerar-se que no processo de reprivatização de empresas públicas em

Portugal, fundado na Lei-Quadro das Privatizações (Lei n.º 11/90, de 5 de abril, com apenas duas alterações até ao presente<sup>2</sup>) se assumiu como prioridade estratégica setorial uma célebre reprivatização do conjunto de participações públicas no setor financeiro. Esta teve contornos excecionais, mesmo em termos comparados, pois sensivelmente entre 1990 e 1996 (com a reprivatização do BFE) o Estado Português, que anteriormente controlava quase na sua totalidade as empresas a operar no sistema financeiro (nos vários sub-setores que este comporta), reprivatizou todas as empresas que controlava nesse setor com a significativa exceção do Grupo Caixa Geral de Depósitos (que entretanto teve a sua parte seguradora muito mais tarde, em 2014, parcialmente reprivatizada).

Esta aceleração do movimento de reprivatização de empresas públicas originariamente detidas pelo Estado Português no setor financeiro coincidiu largamente no tempo com os primeiros anos da adesão de Portugal à então Comunidade Económica Europeia (atual UE), a partir de 1986. Por seu turno, essa entrada de Portugal no espaço de integração comunitária coincidiu também com uma significativa aceleração do processo de criação do mercado único de serviços financeiros, com origem largamente na área bancária (a partir da Diretiva 73/183/CEE do Conselho, relativa à supressão das restrições à liberdade de estabelecimento e à livre prestação de serviços em matéria de atividade bancária e de outras instituições financeiras). Na realidade, tal processo de criação do mercado único na área financeira foi sobretudo impulsionado, na sequência do Ato Único Europeu, com a adoção de uma nova metodologia de integração materializada na denominada Segunda Diretiva de Coordenação Bancária (Diretiva 89/646/CE) e que, *mutatis mutandis*, viria a ser

largamente reproduzida nas gerações ulteriores de Diretivas Comunitárias relativas aos outros sub-setores do sistema financeiro.<sup>3</sup>

O modelo então acolhido para tornar possível um rápido processo de liberalização do setor bancário foi o da harmonização mínima de regulamentações nacionais nesse domínio – a harmonização necessária e suficiente para sustentar a concessão de uma autorização única no espaço comunitário e a correlativa aplicação do princípio pelo Estado-Membro de origem.

### 1.1.2.

O enquadramento da regulação e supervisão do setor financeiro em Portugal com a atual configuração foi resultando destas evoluções e transformações profundas do sistema financeiro nacional.

Assim, desde logo, a função de supervisão bancária conheceu em termos institucionais uma mutação essencial com a rutura verificada em 1975, já referida, no sistema financeiro nacional, associada à nacionalização da generalidade das instituições bancária. Com efeito, na sequência desse amplo e abrupto movimento de nacionalização no subsetor da banca, foi decidida a extinção da Inspeção-Geral de Crédito e Seguros, como entidade integrada na administração pública direta (no quadro da orgânica do Ministério das Finanças) sendo as funções de supervisão bancária transferidas para o Banco de Portugal. A Inspeção-Geral de Crédito e Seguros, por seu turno, fora criada em 1949, por força do Decreto-Lei n.º 37470, de 6 de julho, que integrou num único organismo a Inspeção de Seguros e a Inspeção de Comércio Bancário (criada em 1947), embora cada uma dessas Inspeções mantivesse o seu campo de ação de acordo com os diplomas legais e regulamentares que haviam estado na base da sua criação e desenvolvimento.

Em contrapartida, aquando dessa extinção da Inspeção-Geral de Crédito e Seguros, coeva das nacionalizações de 1975, as funções de supervisão do setor segurador continuaram então a fazer parte de um organismo integrado no Ministério das Finanças, com as alterações resultantes da autonomização das

funções de supervisão bancária e sua atribuição ao Banco de Portugal, que viu essa função acrescer à de banco central e autoridade monetária funcionando com autonomia [a qual foi ulteriormente reforçada para um patamar de independência garantido pelo Tratado da Comunidade Europeia, atual Tratado relativo ao Funcionamento da União Europeia (TFUE) na sequência do lançamento do projeto da União Económica e Monetária].

O organismo resultante da "saída" da função de supervisão bancária para o Banco de Portugal correspondeu nessa altura à Inspeção dos Seguros que se manteve com essa configuração entre 1975 e 1982, quando se adotou a decisão de cometer as funções de supervisão de seguros a um instituto público, dotado de autonomia administrativa e financeira, bem como de património e receitas próprias (e não mais a um organismo sem autonomia relativamente ao Governo). Contudo, a opção seguida não foi a de voltar a reunir as funções de supervisão bancária e seguradora no mesmo organismo como sucedera entre 1949 e 1975. De resto, à data dessa reforma de 1982 o setor segurador era enquadrado não por uma única entidade pública mas por dois organismos, compreendendo a acima referida Inspeção dos Seguros e o Instituto Nacional de Seguros (criado *ex vi* do Decreto-Lei n.º 11-B/76, de 13 de janeiro).

Esta última entidade prosseguia funções de "orientação e coordenação" do setor segurador numa lógica de intervenção de algum modo indissociável da existência de um setor segurador essencialmente constituído por empresas públicas nacionalizadas (não constituindo propriamente uma *holding* pública para o setor segurador, mas desenvolvendo uma intervenção que pressupunha uma presença empresarial pública no setor). Fora assim, nesse contexto de nacionalização do setor (em rigor nacionalização das empresas do setor e não do setor *qua tale*), desenvolvido um enquadramento normativo algo *sui generis* com uma dualidade entre funções de "fiscalização" (ou supervisão numa terminologia mais próxima da atual) e de "coordenação" do setor segurador, cometidas respetivamente à Inspeção dos Seguros e ao Instituto Nacional de Seguros.



A reforma de 1982 veio por termo a essa dualidade institucional e funcional, mediante a criação do Instituto de Seguros de Portugal, por força do Decreto-Lei n.º 302/82, de 30 de julho, como instituto público dotado de autonomia ao qual foram cometidas as funções de supervisão do setor segurador, tendo-se presente a evolução estrutural registada nesse setor e o seu grau de especialização, como razões determinantes nos termos do Preâmbulo daquele diploma para que “à semelhança da maioria dos restantes países da Europa [as funções de supervisão de seguros fossem], cometidas a uma única entidade”. Em paralelo, como se reconhecia no mesmo Preâmbulo, foi seguida uma lógica no sentido de serem “excluídas atribuições que, pela sua natureza, terão de ser exercidas pelas empresas de seguros” (isto é, tratou-se de isolar verdadeiras funções de supervisão de seguros e de as separar em relação a orientações gerais sobre o exercício da atividade económica de seguros, que corresponderiam a um plano de decisão e orientação empresariais, então na verdade confundidos nas posições cumulativas do Estado acionista e do Estado-regulador e supervisor, mas que justificavam ainda assim, mesmo em contexto de nacionalização, uma autonomização).

Para além disso, como decorre ainda da parte final do Preâmbulo do diploma de 1982 instituindo originariamente o Instituto de Seguros de Portugal, esta reforma foi também motivada pela perspetiva próxima de adesão de Portugal à então CEE e de “remodelação do sistema técnico-jurídico que regula o exercício da atividade seguradora”, o qual passaria a ser largamente influenciado pelos próprios normativos comunitários (aconselhando, desse modo, um plano de supervisão funcionando com autonomia e não através de um organismo integrado no Ministério das Finanças e com especialização).

### 1.1.3.

No que respeita ao pilar do atual modelo de supervisão financeira respeitante à supervisão do mercado de capitais numa ótica comportamental, que, em rigor, cobre já instrumentos

e produtos financeiros não estritamente passíveis de serem apenas reconduzidos ao funcionamento desse mercado (como adiante se observará), importa também ter presentes as evoluções desse subsector do sistema financeiro em Portugal após a rutura de 1974/75.

Assim, com o encerramento das bolsas de valores na sequência dessa rutura, e as condições subsequentes adversas ao seu desenvolvimento que prevaleceram após a sua reabertura formal em 1976, foi apenas em meados da década de oitenta do século passado, e num contexto uma vez mais associado à entrada de Portugal para a então CEE, que diversas medidas económicas a par de uma reforma jurídica empreendida nesse domínio permitiram o ressurgimento efetivo de um mercado nacional de valores mobiliários com expressão (quanto a essa reforma jurídica importará reter designadamente a emergente dos Decretos-Lei n.º 172/86, de 30 de junho, n.º 130/87, de 17 de março, e do artigo 45.º da Lei n.º 2/88 de 26 de janeiro, estimulando a diversos títulos a abertura do capital das empresas ao público e a sua cotação na bolsa, num processo que seria reforçado e consolidado na transição da década de oitenta para a década de noventa com a reprivatização de grandes empresas públicas, já referida *supra* pelo seu contributo apreciável de transformação do sistema financeiro nacional).

No quadro, por um lado, desse ressurgimento do mercado nacional de valores mobiliários, com um ritmo irregular de crescimento instável que conduziu a perturbações do seu funcionamento em 1987 e 1988, e, por outro lado, da inserção desse mercado num mercado único europeu de valores mobiliários em construção, foi então estabelecido de raiz um novo enquadramento de regulação e supervisão das atividades de tal mercado (influenciado pelo propósito de criar “estruturas e condições e normas operacionais tanto quanto possível semelhantes às que lhes são proporcionadas nos restantes mercados da Comunidade e, especialmente, nas praças dominantes”<sup>4</sup>).

Esse enquadramento e a reforma estrutural em que o mesmo se integrou foram orientados

por princípios de autonomia dos mercados de valores mobiliários, exigindo a sua desestatização, desgovernamentalização e liberalização, no sentido de aproximar o mercado nacional e as suas regras de funcionamento e fiscalização do modelo geralmente adotado no âmbito da então CEE. Tais parâmetros orientadores fundamentais da reforma em causa de desestatização e liberalização do mercado conduziram a uma opção no sentido da “desgovernamentalização” das funções de supervisão e fiscalização tanto do mercado primário como dos mercados secundários de valores mobiliários, bem como da função correspondente à sua regulação em sentido estrito (tendo-se aqui presente a distinção que já acima traçámos entre supervisão e regulação financeira) a um organismo público especializado com um grau apreciável de autonomia em relação a um ministério da tutela (Ministério das Finanças).

O estabelecimento desse organismo público em 1991, como corolário de transformações profundas e estruturais dos mercados de capitais, passando em simultâneo pela sua quase refundação e pela sua inclusão num mercado interno europeu em construção, consubstanciou-se na criação da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, (CMVM). Reflexamente, tais funções assim cometidas a uma autoridade reguladora e de supervisão especializada e autónoma (com autonomia financeira e garantias de estabilidade dos respetivos órgãos diretivos) foram retiradas do plano da administração estadual direta, governamental (Ministério das Finanças), sendo apenas reservados para esse plano, de modo algo excecional, alguns poderes de regulamentação e intervenção pública.

#### 1.1.4.

Alguns breves corolários podem desde logo retirar-se desta sinopse inicial sobre o estabelecimento originário em Portugal de organismos públicos autónomos com funções de regulação e supervisão (predominantemente de supervisão) das atividades de instituições de tipo bancário, de tipo segurador ou de instituições e operadores atuando no mercado de capitais nacional – Banco de Portugal,

recebendo essas funções em 1975, Instituto de Seguros de Portugal, correspondente à atual Autoridade de Supervisão de Seguros e de Fundos de Pensões, estabelecido com essa configuração em 1982 e Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, criada em 1991.

Assim, esses organismos especializados configurando no seu conjunto desde há quase três décadas – com a criação da CMVM em 1991 – um modelo tripartido de tipo institucional ou setorial, que envolve ainda uma componente funcional enxertada nessa matriz essencial,<sup>5</sup> encontram a sua origem ou são o produto de momentos de rutura ou profunda transformação do setor financeiro nacional. Tais momentos de profunda transformação encontram-se associados quer à **rutura de constituição económica de 1974-75** (com ruturas no sistema bancário acompanhadas então do fim de uma supervisão governamental direta do setor), quer, sobretudo, ao **novo enquadramento estrutural e condicionantes, jurídicas e económicas, decorrentes da entrada de Portugal na CEE** (que influenciaram, seja por antecipação, o movimento para a institucionalização de uma autoridade especializada de supervisão de seguros, seja *a posteriori*, pouco depois se ter consumado a adesão à CEE, o desenvolvimento em certos moldes do mercado de valores mobiliários nacional no final da década de oitenta orientado para o estabelecimento também de uma autoridade especializada própria de supervisão).

Parece, em síntese, desenhar-se aqui um padrão no sentido de os **pilares da arquitetura institucional de supervisão financeira nacional** – fruto de uma evolução complexa e com contornos específicos – se encontrarem estreitamente associados a **mudanças de fundo do sistema financeiro em Portugal**.

Esse padrão traduz também uma **estabilização de tal modelo de supervisão** em função das **condições prevaletentes a cada momento no processo de integração europeia**. Tal ocorre, designadamente, quanto aos aspetos desse processo que envolvem o desenvolvimento na última década do século XX de um mercado único de serviços financeiros assente em

níveis mínimos de harmonização regulatória, em parâmetros de supervisão por autoridades do Estado-Membro de origem das instituições financeiras, pressupondo tal harmonização, e numa cooperação entre essas autoridades nacionais de supervisão. Esse processo tendente a um efetivo mercado único de serviços financeiros conheceu precisamente uma aceleração significativa aquando da adesão de Portugal à CEE e no período imediatamente posterior a essa adesão.

Deste modo, após os desenvolvimentos normativos do final da década de oitenta e da década de noventa do século XX, traduzidos no modelo acima referido de liberdade de estabelecimento e de prestação de serviços com base num princípio de supervisão pelo Estado de origem, produziu-se um novo impulso na integração dos sistemas financeiros nacionais desde 1999 com o denominado Plano de Ação para os Serviços Financeiros. Este, por seu turno, conduziu à instituição em 2000 de um Comité de Especialistas em Regulação dos Mercados de Valores Mobiliários, presidido por Alexandre Lamfalussy,<sup>6</sup> cujas recomendações determinaram a emergência de um modelo algo *sui generis* de regulação em sentido lato dos sub-setores do sistema financeiro na então Comunidade Europeia (CE).

Tal modelo assentou na criação de três comités europeus de autoridades nacionais de supervisão, com a missão de aconselhar ou enquadrar a Comissão na preparação e aplicação de normas de regulação financeira a nível europeu, compreendendo, de acordo com a mais tradicional segmentação sectorial tripartida do setor financeiro, um Comité de Supervisores Bancários Europeus, um Comité de Supervisores de Seguros e Pensões Complementares de Reforma Europeus e um Comité de Reguladores dos Mercados de Valores Mobiliários (congregando estes Comités representantes das autoridades nacionais de regulação e supervisão financeira nos domínios setoriais em questão).<sup>7</sup>

Importa notar que estas bases incipientes de uma arquitetura regulatória europeia pós-Lamfalussy (2000) para um sistema financeiro crescentemente integrado precedem de pouco

o início de uma tendência que acima identificámos (*supra*, Parte I, 2.3.) para a ponderação de reformas de modelos institucionais de supervisão, traduzidas num recuo relativo dos modelos tradicionais tripartidos de base institucional ou setorial e no desenvolvimento progressivo de modelos alternativos, seja de supervisor único, seja de *Twin Peaks*, seja modelos crescentemente híbridos (cuja componente mista ou híbrida é muitas vezes objeto de menor atenção e problematização crítica). Esses primórdios de uma arquitetura regulatória europeia pós-Lamfalussy (2000) continuam, assim, a tomar como matriz o referido modelo tradicional tripartido de base institucional ou setorial coincidindo, assim, com o modelo nacional estabilizado em Portugal desde 1991.

#### 1.1.5.

O desenvolvimento de novas **componentes híbridas** nesse modelo nacional de supervisão financeira, em especial com a criação de um mecanismo de cooperação ou articulação funcional entre as três autoridades especializadas de supervisão financeira – Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF) instituído em 2000 (de que nos ocuparemos na especialidade *infra*, ponto 2. desta Parte II, e, numa ótica prospetiva de reforma do modelo nacional de supervisão, *infra*, Parte III) – e envolvendo também, para além da matriz institucional desse modelo, elementos funcionais crescentes associados à supervisão pela CMVM de múltiplas atividades e instrumentos financeiros desenvolvidos no mercado de capitais, independentemente das instituições intervenientes, acabou por acompanhar, pois, de certo modo, as novas tendências internacionais tendentes a possíveis reformas das arquiteturas institucionais de supervisão financeira, embora num quadro de apreciável estabilidade desse modelo nacional.

Neste contexto, e considerando os **padrões** já observados relativos à formação e consolidação desse modelo nacional de supervisão financeira, parece seguro que futuras evoluções desse modelo, por forma a serem consistentes com tais padrões, não deverão ser precipitadas nem desconsiderar os elementos

históricos recentes que ditaram a estabilização desse modelo. Essa estabilização, como já observámos, encontra-se sistematicamente associada a transformações de fundo do sistema financeiro em Portugal e a transições verificadas em determinados momentos no sistema regulatório europeu do sistema financeiro (em sentido lato).

Importará, pois, ponderar a cada momento as **transformações de fundo do setor financeiro nacional que efetivamente se produzam (ou não) e graduar o seu conteúdo e alcance** para aferir se se justificam reformas da arquitetura de supervisão financeira sem custos regulatórios de transição excessivos ou desajustados.<sup>8</sup>

Será também importante, pelo historial recente de modelação e consolidação dessa arquitetura nacional de supervisão com influência direta do processo de integração europeia, e em estreita interação com a evolução desse processo no domínio dos serviços financeiros, que **eventuais movimentos de reforma dessa arquitetura nacional acompanhem de perto as transformações da própria arquitetura regulatória e de supervisão europeia, sobretudo quando esta transitou para um patamar qualitativo mais elevado de condicionamento supranacional na sequência da crise financeira internacional** (a qual, num primeiro momento, conduziu a uma inversão "de facto" do anterior movimento de gradual unificação dos mercados de serviços financeiros e uma nova tendência para a fragmentação financeira na UE, gerando, por seu turno, uma reação de reforma regulatória, inicialmente inspirada no denominado *Relatório Larosière*, de 2009, e depois com enfoque especial dirigido ao subsector bancário com o projeto da União Bancária Europeia, envolvendo o pilar essencial já referido do MUS).

Torna-se, pois, fundamental para qualquer reflexão crítica sobre o estado atual e perspectivas de reforma da arquitetura nacional de supervisão financeira identificar e caracterizar as tendências evolutivas do mercado único europeu de serviços financeiros, sobretudo as mais recentes, verificadas já após o último ajustamento institucional de relevo da arquitetura

nacional de supervisão financeira com a criação do CNSF em 2000, o que faremos em dois tempos e dois quadros de análise (já de seguida nesta Parte II do Estudo, *infra* ponto 2., após referir e contextualizar a criação do CNSF, analisando nesse ponto as evoluções europeias subsequentes a tal criação do CNSF e, com maior enfoque numa análise prospetiva e no modo como as próximas perspectivas de evolução da arquitetura europeia de supervisão financeira devam ser ponderadas para efeitos de reforma do modelo nacional de supervisão financeira, *infra* na Parte IV deste Estudo).

## 1.2. O enquadramento institucional das três autoridades nacionais de supervisão financeira

### 1.º – O vértice da supervisão bancária

#### 1.2.1.

Uma vez identificada e caracterizada a origem das bases do atual modelo tripartido de base institucional e setorial de supervisão financeira e o processo que conduziu historicamente à estabilização de tal modelo, importa, antes de nos determos especificamente sobre evoluções do mesmo no sentido da introdução progressiva de elementos **híbridos** (largamente relacionados com a criação do CNSF, sem prejuízo de outras evoluções como v.g. as relativas à introdução *ex novo* de uma dimensão macroprudencial de supervisão financeira), proceder a uma breve referência à evolução do enquadramento institucional e estatutário das três autoridades nacionais especializadas de supervisão financeira atuando nos três sub-setores do sistema financeiro português desde a adesão de Portugal à CEE.

Para tal, justifica-se metodologicamente proceder a essa referência por uma ordem correspondente à prioridade histórica (*supra* exposta) no estabelecimento de cada um desses três vértices institucionais da arquitetura nacional de supervisão financeira.

Iniciando, pois, esse excursão pelo Banco de Portugal, impõe-se atentar nos principais aspetos da sua configuração institucional e estatutária

mais relevantes para as funções de supervisão bancária que lhe foram cometidas – como acima se referiu – desde 1975.

Antes da rutura de 1974-75 o Banco de Portugal correspondia a uma sociedade comercial participada pelo Estado de forma não maioritária, com funções de emissão monetária, tendo sido transformado *ex vi* da Lei Orgânica de 1975 (Decreto-Lei n.º 644/75, de 15 de novembro) em empresa pública, numa qualificação que foi mantida pela Lei Orgânica de 1990 (aprova da pelo Decreto-Lei n.º 337/90, de 30 de outubro).<sup>9</sup> A ulterior reforma dessa Lei Orgânica (*ex vi* da Lei n.º 5/98, de 31 de janeiro, conhecendo desde então várias alterações<sup>10</sup>) afastou essa qualificação como empresa pública, passando tão só a estabelecer que o Banco de Portugal correspondia a uma pessoa coletiva de direito público dotada de autonomia administrativa e financeira e de património próprio. Essa caracterização foi ainda precisada pela Lei-Quadro dos Institutos Públicos, incluindo o Banco de Portugal nos denominados institutos públicos de regime especial (artigo 48.º, n.º 1, al e) da Lei n.º 3/2004, de 15 de janeiro).

Paralelamente, o quadro jurídico de atuação do Banco de Portugal evoluiu no sentido do reforço da sua autonomia para um plano de independência em virtude dos compromissos assumidos pelo Estado Português no artigo 108.º do Tratado da Comunidade Europeia (atual artigo 130.º do TFUE) referentes à posição do Banco enquanto membro do sistema europeu de bancos centrais (SEBC).

Congregando o Banco de Portugal várias funções diversas, *maxime* **funções como banco central** com as particularidades inerentes à integração de Portugal numa União Económica e Monetária (UEM), envolvendo a esse título a participação no exercício de funções no domínio da emissão monetária (dentro dos condicionalismos da UEM), ou a gestão das disponibilidades externas do país, e **funções como autoridade de supervisão bancária** [“supervisão das instituições de crédito, sociedades financeiras e outras entidades que lhe estejam legalmente sujeitas” conforme previsto no n.º 1 do artigo 17.º da Lei Orgânica em

vigor, resultando também esse exercício da supervisão bancária do artigo 93.º do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGICSF)], pode considerar-se que as salvaguardas de independência com suporte global no TFUE se mostram também relevantes para o papel do Banco de Portugal como regulador e supervisor do sistema bancário.

Tal explica, de resto, um grau de autonomia do Banco como supervisor bancário qualitativamente superior ao que é assegurado às outras duas autoridades de supervisão financeira no modelo nacional tripartido setorial de supervisão, o que se reflete, por seu turno, num tratamento institucional sistemático diferenciado dessas autoridades com a não integração do Banco de Portugal no perímetro de disciplina normativa da Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras, de 2013,<sup>11</sup> contrariamente ao que sucede com as duas outras autoridades de supervisão financeira, como adiante observaremos (e em moldes que se nos afiguram criticáveis<sup>12</sup>).

O enquadramento institucional do Banco de Portugal como supervisor bancário e o conjunto de funções direta ou indiretamente associadas a esse papel na arquitetura nacional de supervisão financeira foram ganhando progressiva complexidade e densidade ao longo do tempo, em larga medida acompanhando desenvolvimentos sucessivos no plano da UE. Paralelamente, as responsabilidades transversais atribuídas ao Banco de Portugal, desde que o modelo nacional tripartido de supervisão financeira se estabilizou na década de noventa, como guardião em geral da “estabilidade do sistema financeiro nacional” – função presentemente refletida na previsão constante da alínea c) do artigo 12.º da Lei Orgânica em vigor – de algum modo contribuíram para um potencial expansivo das funções de intervenção ou coordenação do sistema financeiro do Banco de Portugal, indo para além do núcleo da supervisão bancária em sentido estrito (importando aqui também assinalar que esse papel no sentido de velar pela estabilidade do sistema financeiro nacional se encontra associado a uma função de refinanciador de última instância, *lender of last resort*, no presente

enquadrada em termos supranacionais pela integração no SEBC no âmbito da UEM).

Esse potencial expansivo das funções do Banco de Portugal no contexto *supra* genericamente descrito, de algum modo compreendeu círculos de funções em crescimento com diferentes naturezas qualitativas. Ao longo do tempo, e numa perspetiva de sistematização crítica desta evolução, será pertinente identificar **três círculos distintos**, conquanto conexos, de **expansão dessas funções**, com enfoque no subsetor bancário do sistema financeiro embora não se esgotando estritamente no mesmo, envolvendo, em síntese:

- i) Um círculo relacionado com o núcleo de funções de supervisão de instituições operando no subsetor bancário do sistema financeiro, numa perspetiva individualizada de escrutínio dessas instituições;
- ii) Um círculo relacionado com funções de supervisão do sistema financeiro no sentido de garantir em geral a sua estabilidade e o controlo numa perspetiva macro dos riscos sistémicos que a possam afetar (riscos evidenciados na recente crise financeira internacional e desde então objeto de um novo tratamento normativo e sistemático);
- iii) Um círculo relacionado com o advento no plano europeu, ou por impulso na UE, na sequência da crise financeira internacional e do lançamento do projeto da União Bancária Europeia, de intervenções públicas dirigidas à reestruturação e saneamento de instituições operando no subsetor bancário que experimentem situações de rutura financeira, enquadradas pelo novo conceito de resolução bancária (*banking resolution*), que configura um novo tipo de intervenção pública já distinta da intervenção de supervisão financeira.

Paralelamente, cruzando-se com esta expansão de funções como autoridade nacional de supervisão financeira, importa tomar em consideração um processo recente, de sinal até certo ponto contrário, de transferência de funções estritas de supervisão bancária para um nível supranacional associado ao MUS no quadro

do BCE, o qual foi refletido nas alterações à *Lei Orgânica do Banco de Portugal* introduzidas *ex vi* do Decreto-Lei n.º 142/2013, de 18 de outubro, enquadrando e salvaguardando a sua participação no MUS acima referido (articulação com MUS à qual retornaremos noutros pontos deste Estudo e que ora não se desenvolve).

Muito sinteticamente, neste ponto da nossa análise, pode considerar-se que o primeiro círculo *supra* considerado i) compreendeu, *inter alia*, o desenvolvimento da denominada supervisão comportamental de instituições operando no subsetor bancário do sistema financeiro nacional, a qual embora aflorada desde a aprovação originária do RGICSF (no quadro da transposição inicial da Segunda Diretiva de Coordenação Bancária) ao nível da previsão de diversos deveres de conduta daquelas instituições veio a ser expressa e autonomamente estabelecida, bem como estruturada com outro desenvolvimento operacional em termos de previsão de poderes que a suportem, com a revisão do RGICSF feita através do Decreto-Lei n.º 1/2008, de 3 de janeiro.

Esse primeiro círculo compreende também na esfera da supervisão prudencial o desenvolvimento de novos poderes e mecanismos de intervenção, consubstanciados em múltiplas revisões do RGICSF, especialmente por força de impulsos europeus, envolvendo entre outros aspetos a expansão de processos de supervisão em base consolidada, bem como, *inter alia*, em matéria de governo das instituições supervisionadas. Compreende ainda, mais recentemente, o desenvolvimento de novos regimes resultantes da incorporação no ordenamento Português do denominado Pacote CRDIV refletindo a adoção no quadro normativo europeu das normas e parâmetros do Acordo Basileia III (*maxime* regimes europeus constantes da Diretiva n.º 2013/36/EU do Parlamento Europeu e do Conselho e do Regulamento (EU) n.º 575, 2013, da mesma data, em boa parte refletidos na reforma introduzida na RGICSF pelo Decreto-Lei n.º 157/2014, de 24 de outubro).<sup>13</sup>

O segundo círculo *supra* considerado ii) compreendeu uma atribuição explícita ao Banco de



Portugal das funções de definição e condução da política macroprudencial nacional, tomando como ponto de partida o papel já previamente cometido ao Banco em matéria de salvaguarda da estabilidade do sistema financeiro nacional (já *supra* mencionada).

Essa atribuição ao Banco de Portugal das funções de **autoridade macroprudencial nacional**, feita através da revisão da Lei Orgânica do Banco introduzida pelo Decreto-Lei n.º 142/2013, já cit.,<sup>14</sup> visou dar cumprimento a orientações formuladas pelo Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS) através da Recomendação relativa ao mandato macroprudencial das autoridades nacionais (CERS/2011/3), impondo a todos os Estados-Membros a indicação expressa da autoridade responsável pela execução da política macroprudencial e exercendo funções de identificação, acompanhamento e avaliação dos riscos para a estabilidade financeira bem como de execução das políticas tendentes à consecução desse objetivo, mediante medidas de prevenção e mitigação dos correspondentes riscos (sendo a assunção de funções do Banco como autoridade macroprudencial nacional refletida também em alterações do RGICSF introduzidas *ex vi* do Decreto-Lei n.º 157/2014, de 24 de outubro).

Como iremos observar *infra*, este círculo de crescimento de funções do Banco de Portugal em matérias conexas com o núcleo das suas funções de supervisor bancário, relacionado com a atuação como **autoridade macroprudencial** e enquadrando um risco sistémico com expressão importante no subsector bancário do sistema financeiro mas com expressão plurisectorial nesse sistema, envolve também necessidades acrescidas de **coordenação** entre as autoridades integrantes da arquitetura nacional tripartida de supervisão financeira (e até com o Governo face às suas responsabilidades na contenção de risco sistémico que afete toda a economia), o que se reflete, *v.g.*, na previsão do n.º 3 do artigo 16.º-A da Lei Orgânica do BP revista em 2013 sobre a necessidade de o Banco de Portugal, para efeitos do exercício dessas atribuições, “estabelecer mecanismos de cooperação com as demais autoridades públicas e com os outros supervisores

financeiros”. Essa necessidade de cooperação e até, em nosso entender, de **coordenação** do controlo do risco sistémico no setor financeiro determinou também – como observaremos mais adiante neste Estudo (*infra*, Parte III) – ajustamentos recentes no CNSF e tenderá também a constituir um dos elementos centrais de problematização de possíveis reformas e evoluções da arquitetura nacional tripartida de supervisão financeira em articulação com a arquitetura europeia (aspeto a que retornaremos *infra*, Partes III e IV).

O terceiro círculo *supra* considerado iii) de expansão de funções do Banco de Portugal em matérias de supervisão bancária e também em matérias que já extravasam esse domínio em sentido estrito, conquanto conexas com o mesmo, compreendeu, na sequência dos desenvolvimentos verificados no quadro da UE e do lançamento da denominada União Bancária Europeia, a atribuição ao Banco de Portugal de funções de **autoridade nacional de resolução bancária**, incluindo, um conjunto de poderes públicos de elaboração de planos de resolução, aplicação de medidas de resolução e de criação de condições para aplicação de tais medidas.

Embora esta nova expansão de funções do Banco de Portugal em domínios conexas com a supervisão bancária, mas que já extravasam o seu âmbito (como resulta dos normativos europeus e dos princípios aplicáveis de Basileia<sup>15</sup>), resulte também de impulsos europeus regista-se aqui uma particularidade, pois o Estado Português no quadro da sua execução do Memorando de Entendimento de 2011 com a Comissão, FMI e Banco Central Europeu, antecipou, de modo algo atípico, na sua ordem jurídica desenvolvimentos normativos sobre os regimes de resolução bancária que apenas se produziram mais tarde na UE, por força do Regulamento (UE) n.º 806/2014 e de desenvolvimentos normativos europeus complementares incorporados no ordenamento nacional através da alteração do RGICSF constante do Lei n.º 23-A/2015, de 26 de março.<sup>16</sup>

No quadro dessa antecipação de um regime nacional de resolução bancária, através

da revisão do RGICSF feita pelo Decreto-Lei n.º 31-A/2012, de 10 de fevereiro, foi atribuída então ao Banco de Portugal a função de **autoridade nacional de resolução bancária**, refletida, para além das alterações do RGICSF, nas regras constantes da reforma da *Lei Orgânica do Banco de Portugal* resultante do Decreto-Lei n.º 142/2013, já cit. (*maxime* novo artigo 17.-A então introduzido).

Em contrapartida, os desenvolvimentos normativos europeus que vieram a produzir-se nesta matéria fundamentalmente através do Regulamento (UE) n.º 806/2014, *supra* cit, consagraram uma solução de diferenciação institucional na arquitetura institucional europeia da União Bancária entre um pilar institucional de supervisão bancária supranacional (MUS) e um pilar institucional europeu de resolução bancária [através da criação do denominado Conselho Único de Resolução / *Single Resolution Board* (CUR ou *SRB*), plenamente operacional desde janeiro de 2016].<sup>17</sup> De algum modo, esses desenvolvimentos da arquitetura institucional europeia da união bancária vieram ainda a ser refletidos, embora de forma mitigada, no enquadramento institucional estabelecido nesta matéria pelo ordenamento português através da alteração do n.º 2 do artigo 17.-A da *Lei Orgânica do Banco de Portugal* introduzida pela Lei n.º 23-A/2015, de 26 de março, estabelecendo que as funções do Banco como autoridade nacional de resolução bancária devem ser exercidas “de forma operacionalmente **independente**” das funções de supervisão bancária e funções desempenhadas pelo Banco (ênfase acrescentada). Poderá, em qualquer caso, equacionar-se (como se fará, *infra*, Parte III, 3.3.3. – 9.º §) se outros ajustamentos em termos de encadeamento institucional – certamente sensível – entre as funções de supervisão bancária (*stricto sensu*) e as funções de resolução bancária serão ainda pertinentes tendo presentes os desenvolvimentos supervenientes em matéria de opções institucionais neste domínio no quadro da arquitetura da União Bancária Europeia (embora sem esquecer a profunda interligação necessária entre essas duas funções).<sup>18</sup>

## 2.º – O vértice da supervisão de seguros e fundos de pensões

### 1.2.2.

No que respeita ao segundo vértice do pilar institucional do modelo tripartido de supervisão financeira correspondente à autoridade especializada na supervisão das atividades de empresas de seguros e de fundos de pensões, a atual Autoridade de Supervisão de Seguros e de Fundos de Pensões (ASF) originariamente criada em 1982, como já observámos, como Instituto de Seguros de Portugal (ISP), conheceu uma evolução importante no que respeita em especial ao grau da sua autonomia comparativamente com os outros supervisores financeiros do sistema nacional.

Aquando da sua constituição em 1982 – determinando reflexamente a extinção do Inspeção-Geral de Seguros e do Instituto Nacional de Seguros – o ISP era configurado como instituto público, dotado de personalidade jurídica, com autonomia administrativa e financeira.

Não obstante a afirmação dessa autonomia, o enquadramento estatutário então delineado<sup>19</sup> contemplava intervenções e poderes significativos da tutela exercida através do Ministério das Finanças em múltiplos domínios o que se conjugava, de resto, com poderes limitados, em muitos casos meros poderes consultivos ou de instrução de procedimentos com vista a decisão final do Ministro da Tutela em determinadas matérias referentes à supervisão de empresas de seguros, previstos no regime de acesso e exercício à atividade seguradora, que transpôs em 1994 os normativos comunitários essenciais que então estabeleceram as bases do mercado único de seguros (Decreto-Lei n.º 102/94, de 20 de abril).

Tal sucedia, designadamente, em relação a poderes decisórios sobre matérias como a constituição, cisão, fusão, encerramento e liquidação de empresas de seguros ou resseguros e de sociedades gestoras de fundos de pensões, bem como sobre a aquisição de participações qualificadas e seu controlo prudencial em função da verificação de garantias de gestão sã e prudente. Ao longo da década



de noventa e após a estabilização, que vimos já comentando *supra*, do modelo nacional tripartido setorial de supervisão financeira, num período em que as outras duas autoridades especializadas de supervisão financeira detinham poderes próprios de decisão sobre esse tipo de atos referentes à constituição ou vicissitudes várias de instituições operando nos sub-setores do sistema financeiro cuja supervisão lhes estava cometida, bem como sobre o controlo de participações qualificadas nessas instituições, o ISP funcionava ainda largamente como entidade consultiva do Ministro das Finanças nesse domínio.

Esse enquadramento traduzia, assim, um relativo desequilíbrio nos níveis de autonomia das três autoridades especializadas de supervisão, em detrimento da autoridade de seguros e de fundos de pensões, o qual foi corrigido ou ultrapassado com uma dupla reforma ocorrida entre 1998 e 2001, mediante a alteração do regime de acesso e exercício à atividade seguradora (*ex vi* do Decreto-Lei n.º 94-B/98, de 17 de abril) e a alteração dos estatutos do então ISP através do Decreto-Lei n.º 289/2001, de 13 de novembro. Verificou-se por força desse reforma uma significativa compressão dos poderes de tutela do Ministro das Finanças, que em alguns domínios devido à sua intensidade e latitude se aproximavam de um verdadeiro poder de superintendência, e ocorreu também uma ampliação das competências decisórias do ISP em matérias de supervisão, as quais, assim, deixaram de estar dependentes de uma intervenção direta do Ministro das Finanças (como se verificou nas matérias *supra* destacadas relativas a decisões sobre a constituição, fusão, encerramento e liquidação de empresas de seguros ou resseguros e de sociedades gestoras de fundos de pensões).

Impõe-se também realçar que este **segundo momento (1998-2001) de estabilização do modelo nacional tripartido (setorial ou institucional) de supervisão financeira** – a par do **primeiro momento, em 1991**, correspondente à criação do terceiro vértice institucional mediante o estabelecimento da CMVM – foi claramente determinado por um propósito de “aproximação de regime das três autoridades

de supervisão” (como se refere explicitamente no Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 289/2001, cit).

De modo ainda mais significativo, este segundo momento crucial de estabilização da arquitetura institucional tripartida de supervisão financeira em Portugal coincide no tempo com os desenvolvimentos tendentes à criação *ex novo* de mecanismos de **coordenação e articulação** entre os três supervisores financeiros, através da instituição do CNSF em 2000, que iremos já tratar de seguida (*infra*, 2.) e que será objeto de análise *ex professo* neste Estudo (*infra*, Parte III).

Mais uma vez, sintomaticamente, o próprio Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 289/2001 (base da reforma tendente ao reforço da autonomia da autoridade de seguros) traz de modo direto e explícito à colação o passo dado com a criação de um mecanismo de coordenação dos três supervisores financeiros (CNSF) para justificar o movimento de “convergência dos enquadramentos estatutários” [dessas três autoridades] que o mesmo consubstancia.<sup>20</sup>

Em contrapartida, se o pilar segurador e de fundos de pensões na arquitetura nacional tripartida de supervisão financeira nasce com menor grau de autonomia em relação aos outros dois vértices, o mesmo envolveu, mais cedo do que se verificou na supervisão bancária, uma importante vertente de supervisão comportamental, integrando inclusivamente uma vertente algo original de intervenção em matéria de relações das empresas de seguros com os consumidores (com o tratamento de reclamações destes consumidores, incluindo em matérias em que a autoridade de seguros não dispunha de poderes decisórios sobre a conduta das empresas de seguros e assumia uma intervenção que de certo modo se aproximava de uma quase função de provedoria em ordem a uma melhor composição e interesses entre as empresas de seguros supervisionadas e os consumidores dos seus serviços).<sup>21</sup>

Esse nível mais intenso de supervisão comportamental terá sido porventura tributário de uma anterior metodologia de supervisão de seguros mais interventiva sobre as condições técnicas e comerciais das atividades de seguro,

a qual sendo abandonada com o quadro europeu harmonizado da criação do mercado interno de seguros,<sup>22</sup> terá deixado algumas marcas em sede de intervenções de supervisão comportamental, bem como no que respeita ao escrutínio específico e mais intrusivo de condições gerais e especiais de seguros obrigatórios. Nesta vertente contempla-se mesmo uma dimensão de escrutínio *ex ante*, sistemático, mediante o registo na autoridade de seguros desse tipo de condições e de modificações das mesmas, podendo verificar-se, também, a imposição quanto a esses seguros de cláusulas contratuais uniformes aprovadas por normas regulamentares do supervisor. Pode mesmo, a este título, considerar-se aqui uma maior tecnicidade e especialização da supervisão comportamental de seguros, bem como porventura uma maior ligação e interdependência funcionais entre essa vertente de supervisão comportamental e a supervisão prudencial de empresas de seguros dirigida ao controlo de vários tipos de garantias financeiras, sem entrar aqui desde já na caracterização dessas garantias e das suas alterações pela denominada metodologia Solvência 2 para cuja aplicação se transita desde janeiro de 2016<sup>23</sup> (numa combinação das dimensões de supervisão comportamental e prudencial diversa da que se regista no plano da supervisão bancária).

A última reforma estatutária da autoridade de seguros, com base no recente Decreto-Lei n.º 1/2015, de 6 de janeiro, decorreu primordialmente da necessidade de adaptar esse regime estatutário à Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras (Lei n.º 67/2013, de 28 de agosto),<sup>24</sup> passando aí a ASF a ser configurada como uma pessoa coletiva de direito público, com natureza de **entidade administrativa independente**, dotada de autonomia administrativa, financeira e de gestão e contemplando-se uma dimensão institucional da sua atuação de ligação à arquitetura regulatória europeia pós-Larosière, envolvendo intervenção das autoridades de supervisão nacionais na rede integrada de supervisores no plano europeu bem como intervenção no órgão de direção ou coordenação (Conselho de Supervisores) das novas Autoridades Europeias de Regulação Financeira

criadas em 2010, também na sequência das recomendações do *Relatório Larosière*.

A caracterização formal da ASF como entidade administrativa independente e o aparente reforço da autonomia em vários planos desta Autoridade conhecem, contudo, um condicionamento importante por força da inclusão da ASF no perímetro normativo da Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras. Na verdade, poderá mesmo admitir-se que o movimento tendente a maior autonomia da ASF é limitado por força dessa sujeição a essa Lei-Quadro, tal como sucede em relação à CMVM, como se observará *infra*, 3.1.4. depois de algumas considerações sintéticas sobre o enquadramento estatutário da CMVM, mediante algumas considerações transversais sobre o enquadramento estatutário dos supervisores de seguros e de mercados de capitais.

### 3.º – O vértice da supervisão dos mercados de capitais

#### 1.2.3.

Passando ao terceiro vértice do pilar institucional do modelo tripartido de supervisão financeira, correspondente à autoridade especializada na supervisão dos mercados de capitais e das instituições que operam nos mesmos, a atual Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM) foi, como já se referiu, originariamente criada em 1991, no quadro então da aprovação do Código do Mercado de Valores Mobiliários pelo Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de abril.

Desde a sua origem, foi configurada como pessoa coletiva de direito público dotada de apreciável autonomia administrativa e financeira (com intensidade marcadamente superior à da autoridade especializada de supervisão de seguros a essa data). Essa autonomia nunca foi afetada pela tutela administrativa exercida através do Ministro das Finanças, limitada a domínios muito circunscritos, como *v.g.* a sujeição do plano de atividades e orçamento à aprovação ministerial ou a suscetibilidade de receber instruções genéricas do governo relacionadas com a política financeira.

Os contornos do objeto estatutário cometido também desde a origem à CMVM de supervisão dos mercados de valores mobiliários e das atividades financeiras que aí se realizam, incluindo designadamente ofertas públicas de aquisição e de venda desses valores, levam já à combinação de uma dimensão institucional de supervisão – orientada para a supervisão de estruturas de negociação de instrumentos financeiros e respetivas entidades gestoras, de sistemas de liquidação e suas entidades gestoras, de sistemas centralizados de valores mobiliários e suas entidades gestoras, intermediários financeiros – com uma dimensão funcional orientada para o controlo de atividades realizadas nesses mercados, independentemente do tipo de instituição que as desenvolva.<sup>25</sup>

Paralelamente, importa registar uma tendência ao longo dos últimos anos, conquanto que ainda mitigada, para a expansão de competência de supervisão da CMVM em ótica comportamental de produtos financeiros transacionados em mercados de valores independentemente do tipo de instituição interveniente na sua comercialização (introduzindo aqui um elemento compósito ou híbrido no modelo nacional de supervisão financeira com uma maior componente funcional de supervisão por tipo de atividade, neste caso atividade realizada em mercados de valores, o qual não compromete, de qualquer modo a vertente predominantemente institucional que preside à organização desse modelo de supervisão).

Essa expansão de competência de supervisão da CMVM em ótica comportamental quanto a atividades caracterizadas pelo tipo de produtos financeiros envolvidos ou transacionados verificou-se, entre outros aspetos, ao nível de produtos relacionados com o setor segurador, v.g. contratos de adesão individual a fundos de pensões abertos ou contratos de seguros ligados a fundos de investimento (por força de alterações ao Código dos Valores Mobiliários<sup>26</sup>), bem como por força da expansão da expansão do tipo de instrumentos financeiros submetidos a supervisão comportamental por força das várias gerações das Diretivas dos Mercados de Instrumentos Financeiros ou, mais latamente das gerações de enquadramento DMIF

ou MIDID no correspondente acrónimo anglo-saxónico – DMIF ou MIFID 1 e 2 (compreendendo um conjunto de instrumentos normativos europeus mais amplos, para além da chamada “DMIF em sentido estrito ou Diretiva-quadro”).<sup>27</sup>

Importa ainda tomar em consideração nesta evolução do enquadramento estatutário da CMVM a última reforma estatutária da autoridade de seguros, com base no recente Decreto-Lei n.º 5/2015, de 8 de janeiro, que, à semelhança do já observado em relação à ASF decorreu da necessidade de adaptar esse regime estatutário à Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras (Lei n.º 67/2013). Tal reforma estatutária é apresentada como reiterando o estatuto de independência em vários planos da CMVM e como ajustando o seu enquadramento às necessidades de participação desta autoridade no Sistema Europeu de Supervisão Financeira pós-Larosière (já *supra* referenciado), para além de reforçar o papel da CMVM na resolução de conflitos entre entidades sujeitas à sua supervisão ou entre estas e investidores (traduzindo uma linha continuada de envolvimento do supervisor no tratamento das reclamações, contribuindo para uma vertente de resolução extra-judicial de litígios, como observámos também na supervisão de seguros apesar do peso que a ótica prudencial tem nesta última mas que não impede este tipo de contributos dos supervisores financeiros numa linha de intervenção marcadamente em expansão, como destacado na doutrina, v.g. em vários estudos de referência de Christopher Hodges<sup>28</sup>).

De qualquer modo, o programa normativo afirmado nesta revisão estatutária de 2015 tendente ao reforço da autonomia ou independência da CMVM conhece contraditoriamente algumas limitações importantes decorrentes da sujeição desta autoridade (como da ASF no sentido já observado) à Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras.

#### 1.2.4.

Como deixámos acima a florado, ao abordar sucessivamente a evolução do enquadramento estatutário da ASF e da CMVM, a opção normativa de sujeição destas autoridades à

Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras não é isenta de questões, seja no que respeita à salvaguarda dos níveis mais elevados de autonomia para estas autoridades, com marcadas especificidades no quadro regulatório (*lato sensu*) nacional,<sup>29</sup> seja no que respeita ao equilíbrio e consistência de tratamento das três autoridades que integram a arquitetura institucional nacional de supervisão financeira.

Na realidade, temos sustentado que esta Lei-Quadro encerra um nivelamento técnico muito questionável de **funções gerais de regulação económica** com **funções de supervisão económica**, não se reconhecendo suficiente especificidade a autoridades reguladoras (*lato sensu*) cujo perfil funcional e missão estatutária implique alguma **prevalência de funções de supervisão** sobre **funções de regulação** (*stricto sensu*).<sup>30</sup>

Com efeito, nesses casos em que a regulação *stricto sensu* coexiste com uma **dimensão predominante** de tarefas específicas de **supervisão económica**, como sucederá de modo paradigmático a nosso ver com as autoridades de supervisão financeira, tende-se a exigir normalmente – *pari passu* – um outro grau reforçado de autonomia funcional das autoridades em causa.

Trata-se, nesse tipo de situações, de autoridades cujo poder de regulamentação não deverá em princípio ficar condicionado por intervenções do Governo em domínios significativos (diversamente do que sucede na Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras) e cujo poder de realização de inspeções não deve também, por princípio, ficar condicionado (também em sentido diverso do que se verifica na mesma Lei-Quadro quanto a

certos aspetos relevantes, que não cabe aqui desenvolver<sup>31</sup>). Temos, na verdade, entendido que se encontram aqui em causa autoridades cujas necessidades continuadas de atos de supervisão não podem ficar, sob qualquer forma, dependentes de aprovações não garantidas para determinados documentos orçamentais. Afigura-se-nos também que esse problema de princípio tenderá a ocorrer, em termos não compatíveis com tais necessidades típicas dessas autoridades, mesmo que se aplique a estas entidades a esfera superior de autonomia financeira admitida na Lei-Quadro (‘LQAR’), entre os múltiplos graus de autonomia aí contemplados de uma forma menos sistemática.

Encontrar-se-á, pois, aqui em causa um problema potencial de disfunção que ocorre de modo paradigmático, na área muito particular de regulação e supervisão do sector financeiro, na qual a **dimensão de supervisão** avulta como primacial, e cuja especificidade não se terá mostrado, a esse título, devidamente reconhecida na Lei-Quadro, ao excluir do seu âmbito de aplicação o BP, mas ao incluir no seu perímetro normativo a CMVM e a ASF. Tal envolve um **tratamento sistémico distinto** para as **autoridades de regulação e supervisão financeira** existentes no quadro do **modelo institucional tripartido de supervisão financeira existente em Portugal**, que não se revela a opção normativa mais equilibrada, gerando potenciais disfunções que poderão porventura ser corrigidas em futuros ajustamentos, numa ótica gradualista desse modelo (nos termos que analisaremos *infra*, em especial na Parte III deste Estudo).

## 2. A origem e o contexto da criação do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros

### 2.1. A criação do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros em 2000

#### 2.1.1.

Como já destacado na parte introdutória deste Estudo, pode identificar-se nas jurisdições

com sistemas financeiros mais desenvolvidos uma tendência, de alguma forma iniciada no início deste século, e ainda antes da eclosão da crise financeira internacional (de 2007-2009), para a ponderação de reformas dos modelos institucionais de supervisão financeira, refletindo, por um lado, a **complexidade crescente**

do sistema financeiro que tende, como expõe sugestivamente Arnoud Boot, a aumentar estruturalmente o grau de dificuldade da sua supervisão<sup>32</sup> e, por outro lado, a **crecente interpenetração dos diferentes subsectores do sistema financeiro** bem como o **caráter cada vez mais transnacional da atuação dos diferentes operadores nesse sistema** (o que, por seu turno, constitui uma repercussão do processo internacional de crescente liberalização dos serviços e atividades financeiras e de anteriores reformas regulatórias nas jurisdições mais desenvolvidas, removendo os obstáculos anteriormente existentes à formação de conglomerados financeiros<sup>33</sup>).

Essa tendência fez-se também sentir em Portugal conduzindo, após a ponderação de outras alternativas de eventual reforma do modelo de supervisão financeira embora sem uma verdadeira discussão alargada ou estruturada sobre a matéria,<sup>34</sup> à decisão de instituir em 2000 um Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF), como organismo de articulação e coordenação entre as três autoridades especializadas em torno das quais o modelo nacional de supervisão financeira se estabilizara (no quadro da evolução que já brevemente caracterizámos *supra*, 1.2.1. a 1.2.3. desta Parte II).

### 2.1.2.

Esta criação do CNSF, com base no Decreto-Lei n.º 228/2000, de 23 de setembro – entretanto alterado pelo Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de novembro, pelo Decreto-Lei n.º 143/2013, de 18 de outubro e pela Lei n.º 118/2015, de 31 de agosto quanto a aspetos específicos que abordaremos mais adiante neste Estudo (*infra*, Parte III) – foi então concebida como o estabelecimento de um fórum de coordenação entre os supervisores financeiros e uma instância para propiciar o intercâmbio mútuo de informações entre esses supervisores.

Esse propósito de “institucionalizar e organizar (...) a cooperação” entre as três autoridades especializadas de supervisão financeira teve subjacente o conjunto de evoluções do sistema financeiro, acima referenciadas, de interpenetração entre os diversos subsectores

do sistema financeiro. Essas evoluções estiveram também na base das tendências reformistas das arquiteturas institucionais de supervisão financeira iniciadas precisamente no virar do século e que tem marcado a evolução da supervisão financeira nos últimos quinze anos, acentuando-se ainda mais esse ímpeto reformista na sequência da crise financeira internacional 2007-2009 (apesar de, como já observámos, nenhum dos modelos conhecidos e testados na *praxis* internacional ter apresentado uma resposta globalmente satisfatória nesse contexto de crise).

O estabelecimento em 2000 do CNSF inaugurou, assim, no nosso ordenamento o que temos caracterizado como um **modelo tripartido *sui generis* ou parcialmente qualificado**,<sup>35</sup> na medida em que combina, numa configuração híbrida:

- i) uma estrutura tradicional tripartida de autoridades sectoriais de supervisão financeira, por subsectores do sistema financeiro – bancário, de seguros e fundos de pensões e de mercados organizados de valores mobiliários;
- ii) com uma instância complementar que qualifica esse modelo de supervisão e visa assegurar a cooperação continuada e uma adequada articulação funcional entre as três autoridades sectoriais.

Paralelamente, essa **dimensão híbrida ou composta** da arquitetura institucional de supervisão, assim ajustada desde 2000, assume uma formulação mitigada, porquanto a instância complementar criada como suporte ou base de uma cooperação mais reforçada e institucionalizada correspondeu, um tanto ou quanto contraditoriamente, a uma entidade não institucionalizada (não correspondendo o CNSF a uma nova pessoa coletiva pública) e não dotada de uma estrutura técnica permanente própria.

Deste modo, o propósito de institucionalizar uma cooperação continuada mais reforçada é prosseguido por uma estrutura largamente informal em absoluto tributária dos recursos técnicos das autoridades que “compõem” o CNSF.<sup>36</sup> Nos termos do n.º 5 do artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 228/2000, o CNSF depende da “colaboração e assistência que seja solicitada

pelo Conselho com vista à prossecução das suas funções”, prevendo-se ainda, nos termos do n.º 1 do artigo 9.º deste regime que os membros do Conselho podem ter o apoio técnico de colaboradores que nesses casos participarão nos trabalhos com o estatuto de “observadores”, para além da possibilidade de o Conselho determinar a criação de “grupos de trabalho” para o estudo de “questões comuns” às três autoridades que integram o CNSF (faculdade que, como adiante observaremos, veio a ser largamente utilizada, podendo registar-se uma evolução na *praxis* do CNSF ao longo dos anos no sentido de uma utilização mais sistemática desses grupos de trabalhos mistos, com composições variáveis em função das matérias, *maxime* para o tratamento de aspetos suscitados pela agenda regulatória europeia, com crescente intensidade, como adiante também destacaremos). Para além disso, foi previsto um “secretariado” para o funcionamento do CNSF assegurado pelo Banco de Portugal.

### 2.1.3.

A natureza e estrutura largamente informais do CNSF, como organismo de coordenação não personalizado, manifestam-se também na ausência de quaisquer poderes públicos próprios típicos de autoridades reguladoras autónomas (designadamente com a estrutura tripartida que de modo recorrente se encontra nessas autoridades, compreendendo poderes **regulamentares**, poderes executivos de **supervisão** em sentido estrito ou de inspeção e poderes **sancionatórios**,<sup>37</sup> *maxime* de natureza contraordenacional).

Assim, o CNSF limita-se a adotar “deliberações” (*ex vi* do artigo 6.º), a serem objeto de “súmula” apresentada nos órgãos de administração de cada uma das três autoridades especializadas que compõem o CNSF e que, com ressalva de matérias de sigilo legal e sigilo de supervisão, podem “ser levadas ao conhecimento de quaisquer entidades do setor público e do setor privado” (o que deve ser entendido como cobrindo entidades supervisionadas pelas três autoridades setoriais) ou do “público em geral” (n.º 3 do artigo 6.º Decreto-Lei n.º 228/2000).

Manifestamente, não se trata aqui de quaisquer injunções juridicamente vinculativas que possam ser dirigidas a empresas supervisionadas, apenas podendo ser originadas no CNSF meras orientações ou diretrizes (sob a forma das acima referidas deliberações) cuja concretização jurídica dependerá sempre do exercício de poderes próprios das três autoridades especializadas de supervisão.

Na verdade, não se prevêem sequer, no que representa mais um traço marcante do informalismo jurídico do CNSF, mecanismos ou procedimentos jurídicos tendentes a assegurar quaisquer formas de execução obrigatória dessas deliberações por parte das autoridades especializadas de supervisão e, noutra perspetiva, não são também disciplinados os procedimentos decisórios internos do CNSF tendentes à adoção de deliberações. Tal tende a conduzir, por defeito, a critérios de consenso para tais deliberações, com a consequência reflexa de facilitação de situações de impasse em matérias importantes, cujo grau de probabilidade é tanto mais importante quanto mais sensíveis forem as matérias em causa e os riscos de tensão entre as esferas de atuação das três autoridades integrantes do CNSF (aumentando também essa probabilidade de situações de impasse na gestão de situações de crise em que precisamente uma coordenação eficaz e tempestiva entre os supervisores se torna um fator ainda mais crítico da sua atuação).

No que respeita à tipologia de atos passíveis de serem adotados pelo CNSF, foi ainda prevista a adoção de pareceres ou a solicitação do Governo, por intermédio do responsável pela área das Finanças, ou do Governador do Banco de Portugal, ou ainda por iniciativa do próprio Conselho (*ex vi* do n.º 1 do artigo 7.º do Decreto-Lei n.º 228/2000). Previu-se, também, a faculdade de formulação de recomendações por iniciativa do CNSF em matérias que se insiram no quadro das suas atribuições (nos termos do n.º 2 do artigo 7.º, cit.).

O fraco nível de institucionalização do CNSF e o grau elevado de informalismo jurídico correlativamente associado ao mesmo manifestam-se, ainda, noutros elementos cruciais da



configuração e funcionamento do Conselho, compreendendo, entre outros os seguintes:

- Previsão e estabelecimento de um catálogo de atribuições e competências muito genéricas e pouco constrangentes do CNSF, com base no artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 228/2000, o que não cria um quadro claro e suficientemente estável e preciso de atuação do Conselho. Essas atribuições e competências são previstas através de formulações muito genéricas referentes a coordenação da atuação das autoridades especializadas de supervisão ou a coordenação do intercâmbio de informações, compreendendo também o desenvolvimento de regras e mecanismos de supervisão de conglomerados financeiros ou a coordenação de realização conjunta de ações de supervisão prudencial (a enumeração a que se refere o n.º 2 do artigo 2.º numa deficiente técnica normativa, de resto, sobrepõe elementos que correspondem a atribuições e competências do CNSF, aí tratadas de modo indistinto). De modo igualmente difuso, são ainda previstas competências para o CNSF se pronunciar sobre iniciativas legislativas que se insiram no âmbito das suas competências ou para avaliar a legislação em vigor em função de critérios de efetiva coordenação dos supervisores do sistema financeiro (mas sem qualquer delimitação ou especificação material das matérias sobre as quais deva incidir esse acompanhamento da atividade legiferante com relevância para a supervisão financeira).
- Previsão, *maxime* por considerações tendentes à salvaguarda da estabilidade financeira, do estabelecimento de mecanismos adequados para troca de informação entre supervisores, mas sem efetiva disciplina de tais mecanismos (a qual fica a cargo do CNSF),<sup>38</sup> e também sem disciplina e especificação de tipos de informação que devam circular e, reflexamente, de informação que não deva circular em certas situações – em especial, certas informações de natureza e origem prudenciais que será problemático em determinados casos circular para uma esfera ou ótica de supervisão comportamental, em que exista poder-dever de divulgação de tais informações.<sup>39</sup>
- Previsão de um único nível institucional na configuração do CNSF – membros permanentes do conselho – compreendendo o Governador do Banco de Portugal, que preside numa lógica de representação do Banco como autoridade a que legalmente são cometidas responsabilidades pela estabilidade do sistema financeiro nacional, um membro do conselho de administração do banco com o pelouro da supervisão, o presidente do ISP (atual ASF) e o presidente da CMVM, sem regras ou parâmetros estabelecidos para a sua interação, nem outros níveis orgânicos de estruturação do CNSF. Com as alterações de 2013 ao regime do CNSF, já supra referidas, determinadas por considerações *ex novo* de supervisão macroprudencial e atribuindo ao CNSF funções consultivas para com o Banco de Portugal como autoridade macroprudencial nacional, nos moldes que se equacionarão mais adiante neste Estudo, passou a prever-se quanto ao exercício de tais funções a participação nas reuniões do CNSF, a par dos membros permanentes mas sem direito de voto, de um representante do membro do Governo responsável pela área das Finanças e do membro do conselho de administração do Banco com o pelouro de política macroprudencial.
- Previsão de periodicidade mínima trimestral das reuniões do CNSF (por força do artigo 8.º do Decreto-Lei n.º 228/2000).

É certo que, não obstante esta informalidade e fraco nível de institucionalização da cooperação entre supervisores por força da intervenção do CNSF, a *praxis* veio a conduzir ao desenvolvimento *in concreto* de procedimentos e formas de organização através das quais se procurou compensar estas lacunas originárias do regime legal do CNSF (as quais serão abordadas *infra*, na Parte III, como prelúdio à análise e discussão crítica de possíveis e desejáveis reformas do CNSF).

Todavia, existem naturais limitações quanto ao alcance desses procedimentos e orientações informais sem uma sua consolidação e, sobretudo, o seu desenvolvimento e estruturação com devido suporte normativo. Acresce

que essas limitações e insuficiências tendem a avolumar-se em momentos de crise ou tensão no funcionamento do sistema de supervisão financeira, quando se tornam precisamente mais necessários processos estáveis, fiáveis e previsíveis de coordenação efetiva de atuações entre os supervisores especializados bem como uma capacidade efetiva para assegurar certos domínios de atuação conjunta entre os mesmos (o que também não tem sido possível acautelar satisfatoriamente através de memorandos de entendimento relativamente informais e com menor grau de vinculatividade entre as autoridades especializadas de supervisão).<sup>40</sup>

## 2.2. Tendências verificadas no espaço europeu e em termos internacionais à data da criação do CNSF

### 2.2.1.

Contrariamente ao que é muitas vezes sugerido, o CNSF, instituído em 2000, não correspondeu a uma solução normativa original ou dissociada das grandes tendências de reforma das arquiteturas institucionais de supervisão que despontaram nesse período. Assim, embora traduzindo uma opção de introdução de um elemento híbrido ou compósito na arquitetura nacional de supervisão sem afastar a sua estrutura tripartida de base setorial (conquanto também já, como observámos, com algumas componentes funcionais) apresenta alguns aspetos em comum com reformas feitas noutras jurisdições com âmbito e alcance mais alargado, designadamente substituindo a mais tradicional estrutura tripartida, setorial, de supervisão por modelos de supervisor único e, porventura de forma mais inovadora, por modelos *Twin Peaks* (estruturados em torno de um duplo pólo de supervisão prudencial e comportamental), que analisaremos de modo mais pormenorizado já de seguida (numa perspetiva de análise comparada com potenciais corolários úteis para a arquitetura nacional de supervisão financeira, desenvolvida, *infra* ponto 3., nesta Parte II do Estudo).

Esses aspetos em comum reportam-se à identificação de necessidades comparáveis de

coordenação eficaz e suficientemente ampla dos diferentes pólos institucionais dos modelos de supervisão em causa e de uma correspondente necessidade de mecanismos institucionais que lhes dêem corpo. Deste modo, no modelo *Twin Peaks* que porventura vem a traduzir a rutura mais acentuada e inovadora com o modelo tradicional de supervisão tripartida setorial a necessidade de coordenação através de uma instância específica, configurando uma componente híbrida inserida nesse modelo, tem tido expressão apreciável, como se verificou de modo paradigmático no Estado pioneiro na introdução desse modelo.

Na realidade, a introdução desse modelo na Austrália na sequência da *Wallis Commission of Inquiry (Financial System Inquiry)*, de março de 1997, envolvendo a criação de uma autoridade de supervisão prudencial (*Australian Prudential Regulation Authority – APRA*) e de uma autoridade de supervisão de conduta de mercado e proteção dos consumidores (*Australian Securities and Investment Commission – ASIC*) – a que retornaremos *infra*, ponto 3.3.4. desta Parte II – contemplou a criação de um *Council of Financial Regulators*, comportando notórias semelhanças com o CNSF.

Tratou-se de uma entidade participada pela autoridade de supervisão prudencial, pela autoridade de supervisão de conduta de mercado e proteção dos consumidores, pelo banco central Australiano (com responsabilidades gerais de estabilização do sistema financeiro no quadro de funções de *lender of last resort*) e pelo Tesouro – Entidade desprovida de personalidade jurídica (*non-statutory interagency body*) e sem poderes próprios de regulação ou de supervisão, presidida pelo Governador do banco central, sendo o respetivo secretariado assegurado também pelo banco central, atuando no sentido de facilitar e enquadrar a cooperação entre os supervisores do sistema financeiro.<sup>41</sup>

Este *Council of Financial Regulators* assume uma considerável informalidade institucional, atuando em larga medida através de grupos de trabalho por si enquadrados com grande flexibilidade e integrados pelos supervisores



participantes no Conselho. Sintomaticamente, no quadro do mais recente processo de reavaliação da arquitetura de supervisão financeira Australiana, empreendido através do chamado *Financial System Inquiry*, desencadeado no final de setembro de 2013, tem sido equacionada uma eventual maior institucionalização do Conselho e o possível reforço do seu estatuto e base jurídica de atuação (matéria a que retornaremos, *infra*, 3.3. desta Parte II, ao discutir em sede de análise comparada dos principais modelos alternativos de supervisão a importante experiência australiana de aplicação do Modelo *Twin Peaks*)

Na África do Sul, onde se encontra em curso um processo de estabelecimento de um modelo *Twin Peaks* vem sendo discutida, também, a criação de um Conselho de Reguladores Financeiros com características até certo ponto comparáveis ao Australiano, embora se contemple uma maior institucionalização dessa entidade.<sup>42</sup>

Paralelamente, em jurisdições com importantes sistemas financeiros que continuam a utilizar modelos tripartidos setoriais de supervisão, como na China, foram também criados conselhos de reguladores financeiros com funções de coordenação geral das autoridades especializadas de supervisão.<sup>43</sup>

### 2.2.2.

No limite, mesmo em jurisdições que avançaram para a criação de modelos de supervisor único mas cuja configuração se tornou mais complexa e também até certo ponto híbrida com o desenvolvimento crescente das funções de supervisão macroprudencial na sequência da crise financeira, como sucede na Alemanha – cuja experiência será igualmente analisada *infra*, 3.2.4. desta Parte II – também foram dados passos para a criação de organismos de coordenação, envolvendo neste caso o supervisor financeiro único (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* / Autoridade Federal de Supervisão Financeira ou BaFin) e o banco central Alemão, com intervenção no domínio macroprudencial. Tratou-se da criação em 2012 de uma nova entidade – *German*

*Financial Stability Committee / Ausschuss für Finanzstabilität*, integrada por representantes do *Bundesbank*, do BaFin e do Ministério das Finanças do Governo Federal.

Verifica-se, pois, em termos internacionais uma crescente interpenetração dos modelos de supervisão, com componentes híbridas enxertadas em graus variáveis entre si, avultando aí uma praticamente indispensável **função institucional de coordenação** dos intervenientes no sistema, independentemente do figurino institucional adotado em cada caso.

Nesse contexto, uma das principais variantes na **componente híbrida** crescentemente integrada nos modelos de supervisão corresponde à **maior ou menor dimensão institucional** ou **mais ou menos intensa estruturação jurídica** dos **organismos específicos** que asseguram esse papel de coordenação no seio das arquiteturas de supervisão (e que não se mostra dispensável mesmo em reformas que ponham termo ao modelo mais tradicional com estrutura tripartida, setorial, de supervisão).

No quadro destas variáveis cada vez mais combinadas entre si, uma alternativa distinta que começa a emergir, permitindo ao mesmo tempo corresponder às necessidades mais intensas de coordenação intra-sistema de supervisão e mitigar os custos regulatórios de transição e transação associados a alterações mais drásticas das diversas componentes institucionais das arquiteturas de supervisão, corresponderá ao estabelecimento de organismos específicos de coordenação (conselhos de reguladores ou supervisores financeiros) com uma maior grau de institucionalização e de poderes próprios ao lado de supervisores pré-existentes cuja configuração, em contrapartida, se mantenha mais estável.

A discussão desencadeada pelo *Financial System Inquiry* na Austrália a partir de finais de 2013 ilustra de modo exemplar essa possível via evolutiva, à qual retornaremos na Parte III deste Estudo ao analisar perspetivas de reforma do modelo Português de supervisão financeira através de reformas do CNSF combinadas com ajustamentos mais limitados nos supervisores especializados existentes.

## 2.3. Evoluções ulteriores à criação do CNSF no espaço europeu – dois movimentos contraditórios

### 2.3.1.

Considerando a coincidência verificada entre a estabilização do modelo nacional de supervisão financeira e a participação de Portugal no processo de integração europeia, bem como a estreita interação desde então verificada entre os desenvolvimentos regulatórios respeitantes ao sistema financeiro no plano da UE e o enquadramento regulatório em sentido lato do sistema financeiro Português, será seguramente importante ter presente e ponderar o alcance de evoluções de fundo no espaço europeu subsequentes à criação do CNSF (alterando significativamente o contexto da atuação deste organismo de coordenação com as limitações originárias que este comportou aquando da sua criação em 2000).

Encontram-se aqui em causa **dois movimentos de sinal contraditório**, que se sucederam no tempo desde 2000.

Um **primeiro movimento de crescente e rápida integração dos sub-setores financeiros dos vários Estados-Membros** com as tensões daí resultantes sobre os sistemas de supervisão com as limitações decorrentes do modelo de supervisão pelo país de origem (criado com a Segunda Diretiva de Coordenação Bancária e alargado, *mutatis mutandis*, aos outros sub-setores do sistema financeiro, nos moldes já referidos *supra*).

Em contrapartida, numa fase mais recente, podemos identificar um **segundo movimento de tendencial fragmentação financeira na sequência da crise financeira internacional e da crise de dívidas soberanas europeias**, levando à resposta resultante do *Relatório Larosière* (2009) e à criação das autoridades europeias de regulação financeira (EBA, EIOPA e ESMA) (2010) e, sobretudo, ainda mais recentemente, à instituição do denominado Mecanismo Único de Supervisão Bancária (*Single Supervisory Mechanism – SSM* – no quadro do BCE), a operar desde novembro de 2014, como parte do projeto da denominada União Bancária Europeia.

### 2.3.2.

No decurso do **primeiro movimento de fundo acima identificado**, no período imediatamente subsequente à criação em 2000 do CNSF, a arquitetura europeia de regulação e supervisão financeira mostrava-se ainda relativamente incipiente (sobretudo na sua segunda componente, de supervisão, e considerando a distinção que vimos considerando entre regulação e supervisão). Em rigor, essa arquitetura regulatória em formação encontrava-se ainda predominantemente associada aos escopos de rápida integração dos mercados nacionais de serviços financeiros, com base num nível mínimo de imposições supranacionais. Tal determinou que até à sua reforma desencadeada pelo *Relatório Larosière*, cit. – aprovada, na sua parte essencial, em setembro de 2010 – essa arquitetura fosse ainda caracterizada por três princípios essenciais de i) descentralização, ii) cooperação e (iii) segmentação, que se encontravam subjacentes à chamada Estrutura Lamfalussy (tendo aqui presente o anterior Relatório de peritos, já referenciado *supra*, que influenciou essa anteriores opções de regulação *lato sensu* na UE).<sup>44</sup>

Descentralização, porque a supervisão prudencial permanecia largamente descentralizada ao nível dos Estados com base no princípio da supervisão pelo Estado de origem (*home country control*), combinado com reconhecimento mútuo das legislações estaduais baseado em prévia harmonização regulatória; cooperação, pois essa supervisão assente em autoridades nacionais pressupunha a cooperação entre as mesmas, com alguma coordenação no plano europeu através de comités especializados; segmentação devido a uma prevalente especialização em domínios sectoriais distintos – bancário, segurador e de fundos de pensões e de mercados de capitais (pelo menos no que respeita à abordagem europeia para essa coordenação através de comités especializados).

Contrariamente ao que se pudesse pensar *prima facie*, a reforma aprovada em setembro de 2010, com origem no *Relatório Larosière*, não traduziu uma verdadeira rutura com esses três princípios de i) descentralização, ii) cooperação

e iii) segmentação. Marcou "apenas" uma atenuação desses princípios, determinada pela verificação das tensões acumuladas nos sistemas financeiros da UE por força da liberalização acelerada dos mercados e de um reflexo efeito exponencial de alastramento dos problemas verificados no setor financeiro no contexto da crise internacional de 2007-2009.

Essa reforma de 2010 modelada pelo *Relatório Larosière* foi estruturada em torno de um dois pilares essenciais.

Por um lado, encontrou-se em causa um pilar correspondente à criação do Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS) como nova entidade europeia responsável pela superintendência dos riscos macroprudenciais do sistema financeiro na UE, que resultem de desenvolvimentos dentro do próprio sistema, evitando crises generalizadas.<sup>45</sup> Tal envolve tarefas operacionais de identificar e alinhar riscos sistémicos de acordo com sua prioridade e emitir avisos quando esses riscos sejam considerados significativos, bem como emitir recomendações de ação para responder a esses riscos e monitorizar as ações decorrentes desses avisos ou recomendações ou, pelo contrário, as omissões registadas. A ideia de fundo desta supervisão macroprudencial de riscos sistémicos – aqui muito simplificada (*brevitatis causa*) – traduz-se no facto de que, diversamente do que se pensava antes da crise 2007-2009, pode existir um controlo razoável e aparentemente eficaz dos riscos das instituições financeiras individualmente consideradas (microsupervisão prudencial) e, ainda assim, a soma de várias disfunções ou problemas que tomados isoladamente não parecem muito importantes, ser suscetível de perturbar no seu conjunto o funcionamento do sistema financeiro ou de partes importantes desse sistema.<sup>46</sup>

Não temos aqui espaço para entrar nos pormenores institucionais, mas a organização desta entidade inclui membros com direito de voto – presidente do BCE, Governadores dos bancos centrais do Sistema Europeu de Bancos Centrais, um membro da Comissão e Presidentes das novas autoridades europeias de regulação financeira (que aqui se referirão

já de seguida). Inclui também membros sem direito de voto, incluindo um representante de alto nível por Estado Membro das autoridades nacionais de supervisão. Pode, por um lado, compreender-se a natureza organicamente compósita da nova entidade, mas podem, por outro lado, suscitar-se dúvidas sobre a efetiva aptidão funcional dessa Entidade para atuar, como se pretendia no *Relatório Larosière* como uma espécie de *Early Warning Mechanism*, com o seu elevado número de membros, exercendo funções rotativamente.

Tal não é conducente a um processo decisório eficiente quer no plano consultivo quer no sentido de decidir em tempo oportuno ações efetivas se forem necessárias. Este organismo aproxima-se, pois, mais de uma espécie de fórum que pode levar a mais cooperação orientada para preocupações de macrosupervisão, mas não responderá aos problemas sistémicos em causa. Tende a colocar-se aqui um problema central de fluxo de informação entre os planos da macrosupervisão prudencial e da microsupervisão prudencial – O CERS tem de transmitir em permanência às Autoridades europeias de supervisão as informações que tenha sobre riscos globais / sistémicos – num processo que é por seu turno alimentado pela transmissão oportuna e em grau suficiente de informação por estas autoridades europeias de supervisão e pelas autoridades nacionais ao CERS. Para além disso, pedidos sobre instituições financeiras individuais só podem ser satisfeitos se o CERS apresentar justificação e desde que o destinatário do pedido tenha legalmente acesso aos dados em apreço. Esta interação entre macrosupervisão prudencial e microsupervisão prudencial, em que a primeira está grandemente dependente dos poderes efetivos de supervisão das segundas sobre instituições individuais ou grupos de instituições financeiras, não apresenta, pois, contornos muito evidentes, podendo apresentar diversos problemas de eficiência e tensões.<sup>47</sup>

Por outro lado, encontrou-se em causa na reforma ditada pelo *Relatório Larosière* o pilar correspondente ao Sistema Europeu de Supervisores Financeiros. Tratou-se de sistema em rede, constituído pelos supervisores financeiros nacionais

e por três novas Autoridades Europeias de regulação financeira, a que acresce um Comité conjunto dessas Autoridades. É certo que as autoridades nacionais de supervisão mantêm a responsabilidade corrente da supervisão financeira (o "dia a dia" da supervisão) na UE, mas as novas Autoridades Europeias além de assumirem e continuarem as funções dos anteriores comités de supervisores financeiros (da chamada estrutura Lamfalussy) receberam responsabilidades adicionais, compreendendo sobretudo alguns poderes vinculativos em comparação com funções essencialmente consultivas e de aconselhamento dos anteriores comités especializados.

Nas Autoridades Europeias em causa, ainda segmentadas pelos principais subsectores do sistema financeiro, compreenderam-se a Autoridade Bancária Europeia (EBA), Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) e Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (EIOPA).<sup>48</sup> Em geral – e simplificando muito os aspetos em causa neste ponto do presente Estudo – estas Autoridades Europeias podem emitir orientações e recomendações com vista a estabelecer práticas consistentes efetivas e eficientes dentro do sistema europeu de supervisores financeiros e a assegurar aplicação mais uniforme dos normativos de regulação financeira da UE. Também têm um papel no funcionamento dos Colégios de Supervisores Nacionais, monitorizando o funcionamento dos Colégios e assegurando que se obtém dos vários supervisores toda a informação necessária.

### 2.3.3.

Na prática e sem equacionarmos aqui em termos pormenorizados, técnico-jurídicos, os tipos de poderes formalmente exercidos, estas Autoridades Europeias podem, no âmbito de um papel geral – agora reforçado – de coordenação, desenvolver, em função do que se revele necessário, verdadeiros procedimentos de mediação (*lato sensu*) entre supervisores (a pedido destes ou por sua iniciativa).

De destacar – ainda sem entrar numa análise jurídica na especialidade neste domínio – que

estas Autoridades Europeias podem, em certos casos específicos, exercer poderes juridicamente vinculativos em relação às Autoridades Nacionais de regulação e supervisão financeira (*maxime* no que diz respeito à obtenção coerciva de informação) e outros poderes jurídicos vinculativos próprios – sem passar pela intervenção da Comissão – o que suscita, de resto, potenciais questões jurídicas à luz da denominada doutrina Meroni, de acordo com a qual se deveriam considerar limitados os tipos de atribuição e delegação de poderes a conferir a agências ou organismos europeus não previstos nos Tratados<sup>49</sup> (questões apreciadas recentemente, em moldes que contribuirão para importantes evoluções nessa discussão com verdadeiros contornos constitucionais, pelo TJUE no seu acórdão *Reino Unido / Parlamento e Conselho*, de 22 de janeiro de 2014<sup>50</sup>).

Uma vez mais, para os efeitos específicos da nossa análise, interessa aqui destacar a propósito deste segundo pilar da arquitetura europeia de regulação e supervisão financeira emergente das reformas de final de 2010 (pós-*Relatório Larosière*) que este representou uma **solução compromissória**, com as novas Autoridades Europeias (EBA, EIOPA e ESMA) a emergirem do processo como verdadeiras entidades híbridas (o que se reflete desde logo, como assinala Wymeersch,<sup>51</sup> na sua designação como Autoridades e não meramente como Agências Europeias, numa qualificação jurídica claramente orientada para robustecer o seu estatuto jurídico).

Referimo-nos aqui a entidades híbridas, porquanto envolvem certos traços intergovernamentais (com os membros dos conselhos dos supervisores nacionais a preencherem os conselhos de supervisores destas Autoridades Europeias) e, em paralelo, diversos traços supranacionais, no que respeita ao seu financiamento, escrutínio e poderes.<sup>52</sup>

### 2.3.4.

Em síntese, na sequência da crise do sector financeiro e das reações regulatórias aos verdadeiros movimentos tectónicos desencadeados por essa crise, registaram-se na UE

avanços quase federais na harmonização da regulação financeira, com a reforma Larosière (2009-2010), mas não verdadeiramente acompanhados no plano da supervisão financeira.

Os desenvolvimentos em matéria de supervisão, em contrapartida, resultaram do segundo movimento de fundo que acima identificámos, relacionado com uma espiral perversa entre as crises bancárias e a crise europeia de dívidas soberanas,<sup>53</sup> conduzindo a uma inversão do anterior movimento de liberalização e a uma nova tendência para a fragmentação financeira em linhas nacionais.<sup>54</sup>

A reação a esse movimento novo de tendencial fragmentação financeira determinou, por seu turno, o lançamento no final do primeiro semestre de 2012 do projeto da denominada União Bancária Europeia que teve um pilar essencial materializado desde novembro de 2014 com o lançamento do MUS no quadro do BCE, deixando por ora de fora da nova arquitetura europeia de supervisão em formação o subsector segurador e de fundos de pensões e o subsector dos mercados de capitais.<sup>55</sup>

### 2.3.5.

A compreensão destes **dois movimentos de fundo contraditórios** que se sucederam à criação do CNSF em 2000 mostra-se importante para perceber os **condicionamentos diversos** que se vão sucedendo ao longo do tempo para a evolução e reformas do modelo Português de supervisão financeira.

Assim, na parte final do primeiro movimento em causa, quando o problema central em causa residia ainda na resolução das tensões acumuladas com o processo de liberalização acelerado do setor financeiro existia ainda – face a uma arquitetura europeia mais incipiente, mesmo após a transição mitigada que representou a reforma Larosière – mais espaço para ponderar soluções variáveis de reforma do modelo nacional de supervisão com maior amplitude.

Tal fase final do primeiro movimento de fundo que vimos referenciando coincidiu precisamente

com a Consulta Pública realizada em 2009 em Portugal, sobre uma possível transição ou mutação estrutural do modelo Português de supervisão financeira (que referiremos já de seguida no ponto 2.4. desta Parte II do Estudo). Essa Consulta Pública realizou-se efetivamente num momento charneira quando ainda não fora concretizada a própria reforma mitigada Larosière.

Em contrapartida, com o início do segundo movimento de fundo supra referenciado de fragmentação financeira na UE e a resposta ao mesmo consubstanciada no projeto da União Bancária, com a componente essencial do MUS já estabelecida no subsector bancário (que se abordará em especial numa ótica prospetiva mais desenvolvida na Parte IV deste Estudo), passou a existir uma menor margem para reformas de fundo do modelo nacional de supervisão financeira, tornando-se conveniente acompanhar mais de perto – com flexibilidade ou adaptabilidade normalmente associadas a soluções híbridas sem alterações estruturais imediatas do sistema – o novo desenho em formação da arquitetura supranacional europeia, agora não meramente de regulação mas também de supervisão financeira.

Feito este ponto de ordem sistemático, justifica-se, de qualquer modo, para uma perspetiva integrada das tendências evolutivas do modelo nacional de supervisão financeira, uma breve referência à Consulta Pública de 2009, passando daí no ponto 3. desta Parte II a uma **análise comparada dos principais modelos alternativos de supervisão financeira**, identificando de modo sistemático as **vantagens** que os mesmos podem oferecer, mas também os **riscos** que comportam à luz das experiências mais representativas da sua concretização. Com as indicações retiradas desta análise crítica comparada, regressar-se-á então ao contexto nacional para uma análise na Parte III de uma solução intermédia de reforma do modelo tripartido setorial de supervisão financeira em Portugal, sopesando as vantagens e riscos inerentes a modelos alternativos de supervisão e os novos condicionamentos europeus neste domínio.

## 2.4. A consulta pública desencadeada pelo XVII Governo Constitucional em 2009 – Reforma da Supervisão Financeira em Portugal

### 2.4.1.

No contexto que acima caracterizámos, e designadamente numa fase de transição do primeiro para o segundo movimento europeu de fundo subsequente à criação do CNSF, mas quando não eram ainda nítidas as novas pressões centrifugas para a fragmentação dos sistemas financeiros dos Estados-Membros, o XVII Governo Constitucional lançou entre o início de setembro de 2009 e 31 de outubro de 2009 um projeto de modelo de reforma da supervisão financeira em Portugal em cujos contornos importa atentar, conquanto de forma breve (uma vez que se tratou da última tentativa, mesmo que não consumada, de reforma significativa da arquitetura da supervisão financeira em Portugal, num momento em que o interface com a arquitetura regulatória europeia consentia ainda, em nosso entender, maior latitude às opções nacionais de construção de modelos de supervisão<sup>56</sup>).

A Consulta Pública então realizada não foi contudo sustentada em estudos ou relatórios técnicos desenvolvidos mas numa breve Nota com linhas de fundo da pretendida reforma, à qual aqui nos reportamos. Não foi também produzido nem divulgado qualquer documento de fundo de análise e consolidação críticas das respostas recebidas a essa Consulta Pública, na linha por exemplo dos *Financial Inquiries* realizados v.g. na Austrália ou de Relatórios sobre evolução e reforma da regulação e supervisão financeira produzidos v.g. no Reino Unido com tratamento sistemático de depoimentos e contribuições de especialistas e de *stakeholders* do sistema financeiro, como o importante Relatório e Discussão enquadrada pela Câmara dos Lordes do Reino Unido, *Banking Supervision and Regulation*, de 2009.<sup>57</sup>

### 2.4.2.

No essencial, o projeto de reforma então apresentado, após passar em revista reformas

europeias em curso ou em perspetiva na sequência do *Relatório Larosière*, bem, como evoluções precedentes no enquadramento do sistema financeiro Português – incluindo designadamente a criação do Conselho Nacional de Estabilidade Financeira (CNEF), com base num Memorando de Entendimento concluído em 27 de julho de 2007 entre o Ministério das Finanças, o Banco de Portugal, a CMVM e o ISP (atual ASF) com o objetivo de garantir a estabilidade do sistema financeiro – preconizava “com base nas melhores práticas internacionais” a adoção de um Modelo *Twin Peaks*. A estrutura dual então contemplada compreenderia um pilar de supervisão prudencial assegurado pelo Banco de Portugal, o que implicaria “a extensão das suas competências à supervisão prudencial na área dos seguros, resseguros, e fundos de pensões, bem como na área da gestão de mercados e de sistemas de negociação”, e um pilar de supervisão comportamental assegurado por “uma nova autoridade de supervisão vocacionada para esta dimensão da supervisão financeira e que substituirá as instituições e serviços competentes atualmente existentes, permitindo uma gestão mais eficiente dos recursos disponíveis, fomentando sinergias e eliminando sobreposições e redundâncias”.

Na prática tal implicaria retirar as áreas de supervisão comportamental do Banco de Portugal, à época uma área de atuação que havia sido recentemente estruturada como tal no Banco, do ISP, atual ASF, com mais longa existência prévia e consolidação e, teoricamente, da CMVM, a qual apresentava desde logo a especificidade, como reconhecido na Consulta Pública em causa, de já estar predominantemente ou quase exclusivamente concentrada na supervisão comportamental, diversamente do Banco de Portugal e do ISP (o que provavelmente a tornaria a sede ideal para situar, embora com reestruturações e ajustamentos diversos, a nova autoridade de supervisão comportamental).

Importa neste ponto também assinalar alguns aspetos de desenvolvimento superveniente alterando certas conceções globais assumidas na Consulta Pública de 2009 quanto à arquitetura de supervisão do sistema financeiro e à



própria salvaguarda global da sua estabilidade na parte que transcende a supervisão em sentido mais estrito, convocando as atribuições e poderes do Governo (através do Ministério das Finanças) em matéria de **superintendência do mercado monetário, financeiro e cambial** (envolvendo também a coordenação da atividade dos agentes do mercado), nos termos contemplados no artigo 91.º do RGICSF. Assim, nessa Consulta Pública de 2009 o CNEF era de algum modo apontado como o principal fórum macroprudencial para enquadramento do sistema financeiro Português, o que estará largamente ultrapassado pela opção normativa entretanto assumida (a que já aludimos *supra*, 1.2.1.) de atribuição ao Banco de Portugal da posição de autoridade macroprudencial nacional, com o CNSF a assumir nesse plano um papel consultivo e uma representação do Ministério das Finanças no CNSF especificamente pensada no quadro desse novo envolvimento macroprudencial do CNSF (tal como resulta das alterações introduzidas no regime deste Conselho pelo Decreto-Lei n.º 143/2013, de 18 de outubro, já cit, cujo alcance global analisaremos em especial *infra*, na Parte III a propósito da avaliação geral do papel do CNSF no nosso sistema financeiro e suas perspetivas de reforma).

Assim, esse desenvolvimento superveniente torna no presente duvidosa aquela assunção – contemplada na Consulta de 2009 – do CNEF como principal fórum macroprudencial, parecendo, nesse contexto, resultar mesmo uma certa duplicação ou até disfunção entre os papéis e funções do CNEF e do CNSF em termos de arquitetura global de supervisão e controlo do sistema financeiro Português, aconselhando porventura opções *de iure condendo* de reajustamento do CNEF em moldes a definir (centralizando esse papel num CNSF reestruturado, de acordo com as linhas de possível reforma num sentido de maior institucionalização e reforço das bases jurídicas de atuação desse Conselho que trataremos *ex professo* na Parte III).

A opção contemplada na Consulta Pública de 2009 era claramente diversa neste ponto e contemplava mesmo uma “atribuição de

estatuto legal ao CNEF, reforçando igualmente a sua responsabilidade e, em especial, os poderes de coordenação superior do Ministro das Finanças, aprofundando assim o conteúdo útil e eficácia dos poderes de superintendência (...)”. Como observaremos *infra* na Parte III, uma reforma diversa, de “atribuição de estatuto legal”, como nova pessoa coletiva pública (institucionalizada) que aí se proporá, conjugada com o desenvolvimento superveniente da opção normativa que Portugal assumiu perante a UE de atribuição do papel de autoridade macroprudencial nacional ao Banco de Portugal, militarão agora a favor de uma via de reforço do CNSF e de concentração neste das funções relativas ao plano macroprudencial de salvaguarda da estabilidade financeira (reajustando no seio do novo CNSF os papéis e a articulação das várias autoridades e reforçando uma subárea, autonomizada, de atuação deste Conselho com intervenção mais intensa do Governo no quadro das suas responsabilidades de superintendência dos mercados financeiros, em detrimento do papel do CNEF e numa lógica de simplificação da arquitetura institucional global de acompanhamento e controlo do sistema financeiro).

### 2.4.3.

Paralelamente, a Consulta Pública preconiza ainda, também, um reforço do papel e dos poderes do CNSF, mas sem chegar a contemplar explicitamente – em sentido diverso do que era proposto quanto ao CNEF – a “atribuição de estatuto legal” (ou institucionalização) a esse Conselho.

Pressupunha-se, em contrapartida, que a função de coordenação dos supervisores do CNSF ficaria “facilitada em virtude de passar a ser constituído por apenas duas entidades de supervisão em vez das atuais três”.

Ora, esta menor ênfase e sensibilidade das funções de coordenação dos supervisores, a cargo de uma instância específica no sistema de supervisão, por força de uma opção por um modelo *Twin Peaks* (como o que era preconizado na Consulta de 2009), não é de todo confirmada pela análise crítica comparada do

funcionamento dos vários modelos institucionais de supervisão, incluindo designadamente do referido modelo *Twin Peaks*. Na verdade, não só como já referimos a generalidade das jurisdições que adotaram ou se propõem adotar o modelo *Twin Peaks* continuam a tomar como central e decisiva a função institucional de coordenação de todo o sistema, como, nos moldes que iremos analisar já de seguida nas próximas secções desta Parte II, este Modelo *Twin Peaks* tende com elevada probabilidade a agudizar as tensões e a lógica de diferenciação e contraste das estratégias próprias de supervisão prudencial e macroprudencial, o que não simplifica o papel de uma instância coordenadora no sistema e, pelo contrário, tenderá a exigir o seu reforço.

#### 2.4.4.

Noutros pontos da Nota contendo as propostas de reforma do sistema na Consulta Pública em causa eram equacionadas desvantagens do modelo nacional tripartido setorial de supervisão, destacando-se i) sobreposições de atuação das estruturas e autoridades existentes, ii) falta de resposta adequada aos conglomerados financeiros, iii) dificuldades numa

coordenação eficaz da supervisão, iv) suscetibilidade de gerar conflitos de interesses no seio das autoridades de supervisão e v) menor capacidade de adequação à inovação financeira num quadro de esbatimento das fronteiras entre os três subsectores do sistema financeiro.

Em paralelo, eram reflexamente preconizadas vantagens do modelo *Twin Peaks* ao nível desses cinco tipos de insuficiências e limitações do modelo mais tradicional de supervisão.

Deixaremos uma reflexão crítica sobre essas eventuais vantagens e a sua efetiva sustentação, ou não, para a análise em perspetiva comparada aos principais modelos institucionais de supervisão financeira alternativos ao modelo mais tradicional setorial de supervisão (que se segue nos pontos subsequentes desta Parte II) e para a análise de perspetivas de reforma do modelo nacional e do CNSF no seu seio na Parte III deste Estudo. De qualquer modo, impõe-se desde já salientar que a Consulta Pública de 2009 parece ter relativizado as necessidades de coordenação institucional em qualquer arquitetura de supervisão e, nessa medida, omitido, de alguma forma, as potencialidades de uma reforma estruturada e de maior alcance do CNSF.

## 3. Análise de modelos de supervisão financeira alternativos seguindo critérios diversos do setorial

### 3.1. Perspetiva geral e evoluções recentes

#### 3.1.1.

Como já se aflorou *supra* (designadamente na parte introdutória, I, em esp. ponto 1.3.2.), podemos identificar uma tendência nos últimos quinze anos e precedendo mesmo a crise internacional do setor financeiro de 2007-2009, no sentido da ponderação e adoção de modelos institucionais de supervisão financeira diversos da arquitetura de base setorial

que tradicionalmente prevalecera até finais do século XX. Essa evolução reformista de algum modo estimulada pelos processos de reforma regulatória subsequentes à recente crise financeira, mas configurando um aparente movimento de fundo não totalmente dependente dessa crise, tem sido também crescentemente caracterizada pela adoção em concreto de **modelos híbridos**, combinando elementos de diferentes arquiteturas institucionais objeto de caracterização e sistematização teóricas.



Pode também afirmar-se que esse movimento reformista das arquiteturas institucionais de supervisão financeira se iniciou ou ganhou particular expressão com a criação de **modelos de supervisor único**, envolvendo a concentração das diferentes áreas e funções de supervisão do sistema financeiro numa única autoridade (conquanto em modelos passíveis ainda de alguma variação, máxime no sentido de uma dupla alternativa ora de dissociação da autoridade única de supervisão financeira do banco central, com responsabilidades de política monetária, ora no sentido de sedear tal autoridade única de supervisão financeira no banco central).

Esse movimento tendente à criação de autoridades únicas de supervisão financeira iniciou-se com a criação de um supervisor único do setor financeiro em Singapura em 1984,<sup>58</sup> a que se seguiu, numa rápida sequência a adoção de tal modelo em Estados Escandinavos, com reformas nesse sentido feitas na Noruega (em 1986), na Dinamarca (em 1988) e na Suécia (em 1991).<sup>59</sup> De qualquer modo, esse movimento ganhou particular expressão com a profunda reforma feita no Reino Unido em 1997, atendendo ao peso desta jurisdição como grande centro financeiro internacional de referência, conduzindo então à criação da denominada *Financial Services Authority (FSA)*.<sup>60</sup> (reforma de 1997 de certa forma "invertida" na sequência da recente crise financeira internacional, como já observámos e em moldes que retomaremos *infra*).

### 3.1.2.

Este movimento reformista tendente à **integração institucional das funções de supervisão financeira** assim iniciado com a criação de modelos institucionais de supervisor único veio a evoluir na década seguinte – sobretudo desde a segunda metade e finais da década de noventa -, no sentido da gradual emergência de uma abordagem alternativa também orientada para a integração institucional mas seguindo um paradigma de especialização da supervisão por objetivos (respondendo a algumas críticas iniciais que foram sendo formuladas ao modelo

do supervisor único, seja em virtude dos inconvenientes associados à elevada concentração de poder numa única autoridade em regra independente ou com elevada autonomia, seja por força da dificuldade de estabelecer prioridades e até equilíbrios entre os objetivos primaciais de controlo prudencial e de supervisão comportamental).

Essa abordagem alternativa foi conceitualmente sustentada na construção analítica original de Michael Taylor, no seu Estudo fundador *Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century*, de 1995, já cit., e também, de alguma forma, de Charles Goodhart.<sup>61</sup> Michael Taylor em especial cunhou em termos conceituais um modelo denominado de *Twin Peaks*, assente na existência de duas autoridades de supervisão financeira especializadas respetivamente na prossecução dos acima referidos objetivos basilares, com exigências distintas de controlo prudencial, ou de equilíbrio financeiro (*financial soundness*) e de supervisão comportamental (objetivos basilares desdobráveis num conjunto diversificado de escopos com natureza essencialmente distinta, nessa dupla perspetiva **prudencial** ou de **supervisão comportamental**, tal como já caracterizados em geral *supra*, esp., Parte I, 1.4., para onde aqui remetemos).

Esse modelo, como já observámos, acabou por configurar uma **segunda vaga de reforma de arquiteturas institucionais de supervisão financeira**, iniciada em concreto na Austrália em 1997, na sequência do *Relatório da Wallis Commission of Inquiry*, já cit., a que se seguiu de perto como segundo caso paradigmático de aplicação efetiva do modelo conceitual *Twin Peaks*, a Holanda, com a reforma adotada neste Estado em 2002. Curiosamente, estes dois primeiros casos de concretização do novo modelo teórico *Twin Peaks* concebido por Michael Taylor acabaram por envolver desde logo soluções variantes no que diz respeito à questão fundamental da articulação das funções de supervisão financeira com os bancos centrais, porquanto na Austrália se seguiu uma opção de criação de duas autoridades especializadas de supervisão financeira fora do banco central,

enquanto na Holanda a opção acolhida foi no sentido de um dos pilares da dupla estrutura especializada de supervisão financeira, o pilar prudencial, ficar sediado no banco central Holandês.

Com alguma celeridade, e sobretudo desde a crise financeira internacional de 2007, o modelo *Twin Peaks* veio a ser preconizado como uma solução reformista que supostamente permitiria evitar algumas desvantagens do modelo de supervisor único – da **primeira vaga de reformas das arquiteturas de supervisão financeira** – mantendo, em contrapartida, o conjunto essencial de vantagens que foram sendo teoricamente associadas às orientações de **integração ou relativa concentração das funções de supervisão financeira**.

Essa ideia levou, mesmo, alguns especialistas neste domínio a sustentar uma suposta tendência dominante pós-crise financeira no sentido da adoção de modelos *Twin Peaks*<sup>62</sup> (ainda que comportando algumas variantes institucionais, designadamente mas não só, no que respeita à concentração do pilar prudencial no banco central ou à dissociação do banco central das funções de supervisão financeira). Como adiante observaremos, a experiência *in concreto* de aplicação destes modelos e o decisivo teste da realidade estão longe de confirmar essa ideia de um novo tipo de equilíbrio supostamente garantido pelo modelo *Twin Peaks*, superando intrinsecamente algumas desvantagens identificadas numa absoluta concentração institucional das funções de supervisão financeira. Pelas mesmas razões, e suportando a nossa análise numa avaliação comparada das arquiteturas institucionais de supervisão nos sistemas financeiros mais desenvolvidos, afigura-se-nos também precipitada a ideia de uma suposta tendência dominante para a reforma dessas arquiteturas no sentido da consagração dos modelos *Twin Peaks*.

### 3.1.3.

Neste contexto, e até pela precedência cronológica das reformas no sentido da adoção de **modelos de supervisor financeiro único**,

começaremos por analisar este modelo e as razões subjacentes à sua adoção bem como algumas das suas principais concretizações (*infra*, ponto 3.2.), passando daí para uma análise subsequente do modelo *Twin Peaks* (*infra*, ponto 3.3.), a que se dedicará especial atenção pelo enfoque doutrinário (e até político ou institucional) que este vem merecendo em momentos mais recentes, equacionando criticamente um quadro analítico de potenciais vantagens e desvantagens associadas a tal modelo e contextualizando essa avaliação com uma caracterização, também crítica, das principais experiências de aplicação do modelo *Twin Peaks*.

Para efeitos desta **análise crítica comparada** na especialidade, contemplamos, pois, em termos sistemáticos, no essencial, três modelos básicos alternativos de arquitetura institucional de supervisão financeira, compreendendo a saber, o **i) modelo tradicional setorial** (uma base tripartida, envolvendo a recorrente divisão do sistema financeiro nos subsectores bancários, de seguros e fundos de pensões e de mercado de capitais), o **ii) modelo de supervisor único** e o **iii) modelo *Twin Peaks***, sem ignorar naturalmente as componentes e sub-variantes híbridas que vão criando diferentes combinações entre esses modelos base, nem outros enquadramentos sistemáticos identificando complementarmente numa lógica de maior subdivisão analítica outros modelos-base – já referenciados em geral *supra*, na Parte I, esp. 2.1. e 2.2. – os quais não se revestem da mesma importância (ou que se apresentam de alguma forma como secundários ou subsidiários em relação a alguns desses três modelos-base essenciais que seleccionámos como objeto primordial desta análise comparada, essencialmente pondo em confronto o modelo tripartido setorial utilizado em Portugal, com as variantes e elementos compostos que já fomos aflorando, com os modelos de supervisor único e *Twin Peaks*).

Pensamos, em especial, neste último caso nos denominados **modelos funcionais de supervisão financeira** (como uma possível quarta subespécie) nos quais se contemplam

diferentes esferas institucionais de supervisão em função das áreas de atividade financeira em causa (*business areas*), incluindo cada domínio de supervisão para cada área de atividade em causa, independentemente do tipo institucional de entidade financeira supervisionada (v.g. instituição de crédito ou empresa de seguros), quer a vertente prudencial quer a vertente de escrutínio comportamental (como também já caracterizadas *supra*, Parte I, ponto 1.4.).<sup>63</sup> De qualquer modo, esses possíveis modelos funcionais apresentam-se frequentemente combinados com os tradicionais modelos institucionais ou setoriais, o que é especialmente ilustrado pela experiência evolutiva do modelo Português, tal como já caracterizado *supra*, ao longo do ponto 1. desta Parte II do presente Estudo).

Neste contexto, a contraposição mais útil para uma análise crítica comparada será entre, por um lado, modelos que contemplam uma aparente maior segmentação institucional (modelo institucional / setorial mesmo com combinações com modelos ditos funcionais) e, por outro lado, modelos que envolvem lógicas de integração de funções de supervisão, seja a integração total no quadro do modelo de supervisor único, seja a integração por objetivos no quadro do modelo *Twin Peaks*. É, pois, fundamentalmente a esse contraposição que procedemos, concentrando a nossa atenção nos **modelos de supervisor único** e de *Twin Peaks*, tendo presentes também os aspetos fulcrais que destacámos *ab initio* logo na **Introdução** deste Estudo, no sentido de:

- a) uma crescente emergência de **fórmulas institucionais híbridas** difíceis de reconduzir aos principais modelos teóricos normalmente estudados;
- b) e de necessidades também crescentemente sentidas de **coordenação** das diversas funções de supervisão, independentemente das diversas arquiteturas institucionais utilizadas (não sendo tais necessidades de **coordenação**, contrariamente ao que se poderia pensar *prima facie* afastadas mesmo em cenários de maior integração institucional das funções de supervisão).

## 3.2. O modelo do Supervisor Financeiro Único

### 3.2.1. Razões determinantes da adoção do modelo de supervisor financeiro único

- a) Como já vimos aflorando, as razões mais ponderosas para a ponderação e adoção, desde meados da década de oitenta de modelos de supervisor financeiro único encontram-se associadas ao quadro da crescente interpenetração dos principais sub-setores do sistema financeiro e ao contexto de evoluções regulatórias internacionais que passaram a admitir grupos empresariais operando simultaneamente nesses setores (*maxime* na UE no quadro do movimento regulatório, já *supra* caracterizado em traços gerais, inerente à construção do mercado único de serviços financeiros e nos EUA, durante a administração Clinton, com o fim do modelo regulatório do *Glass-Steagall Act* assente na segmentação de áreas de atividade no sistema financeiro).

A emergência desta arquitetura institucional de supervisão financeira encontra-se assim indissociavelmente ligada ao desenvolvimento de conglomerados financeiros tornados possíveis pelas alterações regulatórias do último quartel do século XX e a requisitos de eficiência e efetividade de supervisão financeira nesse novo contexto de funcionamento do sistema financeiro.<sup>64</sup>

Como destacado, entre outros, por David Llewellyn,<sup>65</sup> a ideia de fundo subjacente aos movimentos tendentes à conceção e criação de autoridades únicas de supervisão financeira, radica em preocupações de prevenção ou eliminação de problemas potencialmente associados à existência de múltiplas autoridades supervisoras, de i) desigualdade ou distorção competitiva, de ii) inconsistência global nas diferentes abordagens de supervisão, bem como de uma iii) dupla tensão de sinal contraditório, por um lado, no sentido de problemas de sobreposição de intervenção (*duplication / overlap*) e, por outro lado, no sentido de prováveis omissões ou lacunas de intervenção supervisoras, face

a um modelo de negócio crescentemente difundido de banca universal bem como de outros tipos de interpenetração de segmentos de atividades financeiras. Na verdade, num quadro de esbatimento de fronteiras entre essas atividades, não só os bancos se foram encontrando progressivamente envolvidos nos mercados de capitais, como através dos mercados de securitização as empresas de seguros passaram a investir progressivamente em ativos bancários.

Neste pano de fundo, de acordo com inquéritos internacionais conduzidos por vários investigadores, entre algumas das principais motivações identificadas em jurisdições que foram adotando o modelo de supervisor único encontraram-se, para além da necessidade transversal de melhoria estrutural qualitativa da eficácia da supervisão de um sistema financeiro evoluindo para modelos de banca universal e outras formas de integração, a maximização de economias de escala e âmbito de atuação, o enquadramento e resolução de problemas resultantes de má comunicação e falta de cooperação efetiva entre diferentes supervisores financeiros e a minimização de lacunas ou descontinuidades na supervisão de múltiplos intermediários financeiros.<sup>66</sup>

- b) Em conformidade com essas motivações que, a partir do marco que representou a reforma efetuada em 1997 no Reino Unido conduzindo à criação do *FSA* – embora revertida em 2013, como adiante observaremos – conduziu em rápida sucessão à adoção do modelo de supervisor único no Canadá, Alemanha, Japão ou Suíça, generalizou-se de alguma forma a ideia de uma vantagem intrínseca deste modelo no sentido de o mesmo se mostrar estruturalmente apto a permitir uma visão holística do supervisor sobre as entidades supervisionadas (oferecendo uma perspetiva global integrada dos modelos de negócio das entidades supervisionadas permitindo assim, supostamente, um escrutínio não apenas mais profundo como mais transversal).

Concomitantemente, pressupôs-se também de certo modo – o que veio a ser desmentido com a experiência do *FSA* como de seguida

se observará – que a integração institucional em causa, evitando elementos de confusão ou conflito entre áreas institucionais de supervisão, permitiria um enfoque mais claro nos objetivos prioritários de supervisão e, reflexamente, superiores padrões de qualidade dos resultados dessa supervisão.

Noutro ângulo de análise, também se pressupôs que o mesmo modelo tenderia também a permitir às entidades financeiras envolvidas em diversas áreas de negócio uma apreciável simplificação dos processos de supervisão a que se encontravam sujeitas e uma tendencial redução das ineficiências ou falhas regulatórias (resultantes de um superior grau de consistência teoricamente associado à atuação de um único supervisor sem as sobreposições e potenciais divergências ou disparidades metodológicas associadas à intervenção de distintas autoridades que aumentariam os custos de *compliance* numa relação inversamente proporcional com a eficiência global da sua atuação).

Essa linha de análise, muito associada à primeira vaga de expansão do modelo de supervisor financeiro único que se seguiu à reforma do Reino Unido em 1997, chegou a desembocar em Estudos – como, v.g. os desenvolvidos por Arnone ou Gambini –<sup>67</sup> que se propunham estabelecer uma relação entre a eficiência do desempenho dos supervisores e o seu grau de integração, à luz da generalidade dos pressupostos de aprofundamento da visão holística do supervisor que seria superiormente garantida pela maior grau de integração institucional (pressupostos que, reitera-se, vieram a revelar-se infundados, como se evidenciará com a experiência paradigmática do Reino Unido).

### 3.2.2. Potenciais desvantagens ou riscos associados ao modelo de supervisor financeiro único

- a) Independentemente das expectativas geradas em torno do modelo de supervisor único sobretudo deste a criação do *FSA* em 1997 e dos pressupostos – acima referenciados – de superior eficiência que se associavam

a esse modelo, a experiência do seu funcionamento foi revelando potenciais desvantagens ou riscos inerentes ao mesmo.

Desde logo, um dos pressupostos positivos essenciais em termos de padrões de eficiência que se associavam a tal modelo não foi confirmado em todos os casos, verificando-se em contrapartida que a criação de grandes organizações tenderia a aumentar em algumas situações os níveis de burocracia na sua atuação, reduzindo a flexibilidade da sua intervenção (por comparação com supervisores setoriais de menor dimensão).<sup>68</sup>

Por outro lado, a experiência que se foi acumulando da utilização desse modelo e a análise crítica já possível da mesma foi também evidenciando um risco importante de a perspetiva idealizada de economias de escala com a congregação na mesma Autoridade de funções de supervisão prudencial e comportamental (*market conduct*) e de escrutínio global, centralizado, de diferentes áreas de negócios financeiro, ser com frequência negativamente contrabalançada com um incentivo institucional para a crescente acumulação de funções (muitas vezes apenas tangencialmente relacionadas com as funções e os objetivos mais nucleares de supervisão financeira (sendo esse incentivo para uma excessiva acumulação de funções cada vez mais dificilmente compatibilizáveis entre si referido de modo muito sugestivo em algumas análises como uma espécie de *christmas tree effect*).<sup>69</sup>

- b) Em paralelo, o pressuposto de uma visão holística do supervisor sobre as entidades supervisionadas com um enfoque mais claro dos objetivos prioritários de supervisão a cada momento tem sido também posto em causa pela verificação de riscos de sinal inverso associados ao modelo de supervisor único.

Na realidade, como resulta do caso paradigmático do Reino Unido, cuja experiência de alguma forma extrema neste domínio levou em 2013 a "reverter" a reforma de 1997 de criação do FSA – nos termos que se afluirão de forma breve já no ponto seguinte (para o qual se remete) – a integração institucional

da prossecução de objetivos predominantemente prudenciais e objetivos predominantemente comportamentais (*conduct-of-business supervision*) não assegura por si uma melhor ou mais equilibrada ponderação dos mesmos e da escala de prioridades na salvaguarda destes em cada circunstância da evolução do mercado. Pelo contrário, a concentração da sua salvaguarda cumulativa num único supervisor pode criar riscos de desequilíbrio entre tais vertentes, prudencial e comportamental (muitas vezes em detrimento da vertente prudencial, como se reconheceu, *v.g.* no Reino Unido no denominado *Relatório Turner*,<sup>70</sup> em virtude do caráter mais imediatista da prossecução de objetivos de proteção dos consumidores contra comportamentos comerciais incorretos e da maior visibilidade pública e política que intrinsecamente tende a caracterizar tais objetivos, com prejuízo dos escopos de natureza prudencial).

- c) Outro risco que tende a ocorrer nos modelos de supervisor único e que vindo sendo aflorado também em múltiplas análises neste domínio, em moldes que se nos afiguram relevantes, tem a ver com a eliminação de alguns fatores virtuosos de concorrência regulatória. Na realidade, desde que estejam assegurados *in concreto* determinados níveis eficientes de **coordenação** entre múltiplas intervenções de supervisão financeira que sempre deverão existir em diversas circunstâncias do funcionamento complexo do sistema financeiro – vetor de coordenação que em nosso entender vem avultando como decisivo na organização da prossecução material de funções de supervisão independentemente das múltiplas variantes de figurinos institucionais – a atuação combinada de diversas autoridades de supervisão pode contribuir, por força de uma tensão virtuosa que se gere entre as mesmas, para uma mais fácil identificação de determinados problemas.

Reflexamente, a eliminação de qualquer elemento de concorrência regulatória tende a agravar os riscos de falhas regulatórias,

pois em caso de não deteção de situação problemáticas por uma autoridade única de supervisão, não existem subsidiariamente outras vias ou possibilidades alternativas de deteção da mesma mediante a atuação de outra autoridade,

Noutros termos, não existe um verdadeiro sistema de *checks and balances* que mitigue os problemas originados pela não deteção circunstancial de situações problemáticas (cujo grau de probabilidade aumenta em proporção com o grau de complexidade crescente da atividade financeira a que já aludimos como aspeto dilemático da atual supervisão financeira<sup>71</sup>). Tal origina, em síntese, o que alguma doutrina caracteriza como um problema de *single point of failure* em termos de supervisão financeira no sentido afluído por autores como Richard Adams, Michael Taylor ou Donato Masciandaro.<sup>72</sup>

- d) Algumas das virtualidades apontadas ao modelo de supervisor único podem também encerrar um risco de excessiva simplificação formal e de sobrevalorização da perspetiva institucional do formato organizativo sobre a materialidade das tarefas de supervisão financeira.

Na realidade, a concentração formal-organizativa numa mesma autoridade de supervisão de vertentes de intervenção prudencial e comportamental, bem como do escrutínio de diferentes tipos de instituições financeiras não elimina, em termos substantivos, a necessidade de algum grau de especialização em diversos processos de acompanhamento desses aspetos. Assim, o peso desses constrangimentos pode perfeitamente determinar a "reconstrução" dentro de uma mesma autoridade de "silos" funcionais de intervenção supervisora. Agravando esse problema, eventuais fusões mais precipitadas de autoridades setoriais de supervisão num supervisor único podem traduzir-se numa mera reconstituição dessas distintas linhas de atuação setorial dentro da nova organização, mantendo um problema essencial de articulação entre as mesmas num plano material. A experiência de funcionamento de diversos supervisores únicos

mostra, de resto, como sucede v.g. com a autoridade de supervisão única japonesa e com o BaFin na Alemanha (que de seguida iremos afluorir brevemente) que estas autoridades com frequência se encontram internamente organizadas em departamentos setoriais.

Deste modo, se abandonarmos uma perspetiva falaciosa de excessiva simplificação formal, a que acima aludimos, e nos ativermos à materialidade das diferentes tarefas de supervisão e do seu efetivo exercício, será possível constatar que mesmo em supervisores únicos a **comunicação e coordenação** entre distintos tipos de intervenção supervisora constitui um problema central que transcende em muito a questão do figurino institucional de organização da supervisão (e não desaparece, enquanto tal, no quadro de supervisores únicos, apenas tenderá a ser menos visível e, por isso, algo paradoxalmente em certos casos, menos abordado através de soluções funcionais dirigidas especificamente a tal **coordenação**).

Esse problema central de **coordenação** tende a colocar-se também noutro plano que ganhou maior expressão e acuidade na sequência da crise financeira de 2007-2009 e que se prende com a articulação entre as diferentes formas de intervenção supervisora comportamental e microprudencial com a **intervenção macroprudencial**. Assim, na generalidade dos sistemas de supervisor financeiro único mais representativos em termos internacionais o controlo global macroprudencial, pela sua natureza e exigências, tende a extravasar as funções desse supervisor (mesmo que este detenha competências próprias na matéria), convocando intervenções do banco central e de representantes do Governo (*maxime* na área das Finanças). Bem representativas a esse respeito, e fornecendo indicações divergentes sobre a importância decisiva da **função central de coordenação de atividades de supervisão** – cuja necessidade se mantém mesmo no quadro do modelo de supervisor financeiro único – são as experiências, que trataremos de seguida, do Reino Unido e da Alemanha.



Assim, no Reino Unido o enquadramento da reforma introdutória do modelo de supervisor único de 1997 deixou pouco claro o papel desse supervisor (*FSA*) no domínio que emergiu a partir da crise de 2007-2009 como uma esfera de macro-supervisão prudencial (como veio a ser reconhecido em termos acentuadamente críticos pela Relatório de 2009 *Banking Supervision and Regulation* da Câmara dos Lordes<sup>73</sup>). Na realidade, as responsabilidades pela estabilidade financeira no Reino Unido foram à data repartidas entre as denominadas Autoridades tripartidas, envolvendo uma distribuição de responsabilidades entre o Tesouro do Reino Unido, o Banco de Inglaterra e a *FSA*, com base num Memorando de Entendimento ('MoU') entre as mesmas.<sup>74</sup> Contudo, a experiência veio a demonstrar um deficiente funcionamento do chamado *ripartite committee* no âmbito desse MoU, sobretudo no que respeita à gestão de crises com os contornos de relativa imprevisibilidade que estas normalmente apresentam. Estes problemas evidenciaram que em arquiteturas de supervisão financeira que passaram para um patamar superior de complexidade com a incorporação da vertente macroprudencial após a crise internacional 2007-2009, os problemas de coordenação ganharam também novos contornos e se tornaram um eixo decisivo de equilíbrio e bom funcionamento dessas arquiteturas que não se encontra de forma alguma automaticamente salvaguardado num modelo de supervisor financeiro único.

Em contrapartida, a experiência alemã, sobretudo desde a reforma de 2012 do sistema de supervisão (de seguida afluída, *infra*, 3.2.4.), ilustra igualmente a decisiva relevância dos problemas de coordenação e evidencia também a sua não resolução a se através do modelo de supervisor único, mas mostra, pelo contrário, a possibilidade de combinar com relativa eficácia esse modelo com uma **componente híbrida** do mesmo envolvendo a criação de novas **instâncias de coordenação** em matéria de **supervisão financeira** (no caso, o *German Financial*

*Stability Committee / Ausschuss für Finanzstabilität*, em que participa o supervisor único, BaFin, mas que é ainda integrado por representantes do *Bundesbank* e do Ministério das Finanças do Governo Federal).

### 3.2.3. Experiências divergentes de adoção do modelo de supervisor único – O caso do Reino Unido em 1997

- a) Como acima se refere, importa apreender o alcance do modelo de supervisor único *in action*, apreciando algumas das experiências concretas de adoção e aplicação deste modelo em certas das jurisdições mais representativas.

Essa apreciação de experiências nacionais distintas de aplicação do modelo permite não apenas estabelecer um balanço crítico *in concreto* das vantagens e potenciais riscos associados a esse modelo como também compreender que os desempenhos distintos apurados para esse modelo acabam, em última análise, por resultar de **outros elementos envolvidos na materialidade das tarefas de supervisão** (v.g. instrumentos e metodologias utilizadas em várias áreas operacionais de supervisão para prosseguir os diferentes tipos de objetivos que já tivemos ensejo de elencar, *supra*, I) e da organização e desenvolvimentos de **funções essenciais de coordenação** cuja necessidade se mantém independentemente da existência de uma autoridade única de supervisão (levando a que cada vez mais estes sistemas sejam "impuros" ou compósitos envolvendo instâncias de coordenação com algumas características comparáveis ao CNSF em Portugal).

A esse título, a experiência da reforma de 1997 no Reino Unido, que representou à data um marco essencial no primeiro movimento de fundo de expansão de modelos de supervisor financeiro único, e que chegou a ser tomado como paradigma de superiores vantagens teoricamente associadas a tal modelo, mostra-se decisiva para compreender as limitações do mesmo modelo (quando a arquitetura institucional formal não é acompanhada das duas dimensões

que acima referimos relativas à materialidade das metodologias de supervisão e à coordenação de supervisores, *maxime* para efeitos da nova vertente de supervisão macroprudencial).

- b) A reforma da arquitetura de supervisão financeira no Reino Unido em 1997 esteve associada a uma reforma importante do estatuto do Banco de Inglaterra, após a vitória do partido trabalhista nesse ano, e que se traduziu na atribuição de um grau reforçado de independência ao banco central na condução da política monetária, considerando-se, em contrapartida, que a manutenção no banco de anteriores poderes que detinha em matéria de supervisão bancária direta se traduziriam numa concentração excessiva de poder nessa entidade.

Nesse contexto, essas funções de supervisão bancária bem como outras funções de supervisão financeira noutros planos foram transferidas para uma nova autoridade única de supervisão financeira (*Financial Services Authority – FSA*). Esta nova autoridade, cujo enquadramento global e conjunto de poderes próprios ficou estabilizado desde o *Financial Services and Markets Act* de 2000,<sup>75</sup> veio, pois, substituir um enquadramento complexo de nove autoridades com responsabilidades de supervisão em certa medida sobrepostas, incluindo o Banco de Inglaterra e a *Building Societies Commission* para a supervisão bancária, o *Securities and Investments Board (SIB)* congregando ainda diversos organismos de auto-regulação para o domínio da supervisão de mercado de capitais e supervisão comportamental, e o *Department of Trade and Industry* para a supervisão de seguros<sup>76</sup> (em rigor, a *FSA* resultou da transformação e redesignação da anterior *SIB*, mas em termos que acabaram por configurar uma autoridade de supervisão inteiramente nova). Este modelo de integração essencial das funções de supervisão financeira não correspondeu, contudo, contrariamente a algumas das suas caracterizações mais recorrentes e a algumas simplificações analíticas neste domínio, a uma absoluta concentração dessas funções

na *FSA*. Se efetivamente a supervisão das instituições de crédito (recebendo depósitos do público), das empresas de seguros e de investimento, dos intermediários financeiros e mercados de capitais em geral foi cometida à *FSA*, fora do âmbito de atuação desta autoridade ficaram algumas matérias relevantes, em especial a regulação de ofertas públicas de aquisição (que continuou cometida ao denominado *take-over panel*) e os aspetos relativos a informação financeira e governo societário cometidos ao denominado *Financial Reporting Council*.

- c) Este modelo de supervisor único do Reino Unido, com as exceções limitadas acima consideradas à integração das funções de supervisão financeira, foi no período imediatamente anterior à crise financeira internacional de 2007-2009 tido como uma referência em termos de novos padrões de eficiência de supervisão evitando conflitos ou tensões no exercício da mesma bem como afastando hipóteses indesejáveis de "arbitragem" regulatória. Para além da nova arquitetura institucional de supervisão que aparentemente conheceu uma etapa decisiva de consolidação em termos comparados com o *FSA*, este modelo ficou caracterizado também pelo desenvolvimento de uma metodologia de supervisão menos intrusiva e menos "normativa" (ou *rules-based*) sustentada num corpo nuclear de princípios essenciais (*principles based approach*) e orientada sobretudo na área de controlo prudencial da atividade bancária para uma diminuição ou flexibilização dos custos e imposições regulatórias para as entidades financeiras supervisionadas.<sup>77</sup>

Esta visão positiva e o efeito positivo reputacional associado ao modelo do *FSA* no Reino Unido, que pareciam influenciar uma crescente adoção em termos internacionais do modelo de supervisor único, não foram, contudo, confirmados pelo teste da crise financeira internacional.

Assim, como resulta do Relatório da Câmara dos Lordes do Reino Unido, *Banking Supervision and Regulation*, 2009, já cit., o desempenho do *FSA* revestiu-se de problemas



essenciais em diversos domínios, avultando em especial dois planos que já acima aflorámos (como planos críticos para o exercício eficaz e equilibrado da supervisão financeira ao nível dos quais a obtenção dos melhores resultados não é automaticamente assegurada por uma maior integração institucional das funções de supervisão). Reportamo-nos aqui aos planos relativos à **necessidade de coordenação efetiva das diferentes atividades e níveis de supervisão financeira** e à **materialidade da supervisão** no que respeita, *v.g.*, ao modo como são ponderados entre si os diferentes objetivos a prosseguir e os instrumentos de intervenção mais efetivos a cada momento para tal. Quanto ao primeiro destes planos, ter-se-á verificado uma deficiente coordenação e comunicação entre a *FSA* e os restantes membros do denominado *tripartite committee* (envolvendo o Banco de Inglaterra e o Tesouro do Reino Unido) num quadro de deficiente perceção das necessidades de supervisão macroprudencial por parte da *FSA*. No segundo desses planos, ter-se-á concretizado um dos riscos inerentes ao modelo de supervisor único que acima identificámos, envolvendo potenciais desequilíbrios entre as vertentes prudencial e comportamental da supervisão.

Assim, no que respeita ao primeiro plano da coordenação das intervenções de supervisão, como necessidade decisiva que se manteve no modelo de supervisor único do *FSA* e terá sido subestimada sobretudo na vertente macroprudencial com o nível superior de complexidade que esta trouxe à supervisão financeira globalmente considerada, foram identificados problemas fundamentais no funcionamento do acima referido *tripartite committee* em termos de articulação e transmissão tempestiva de informação por parte do *FSA* ao Banco de Inglaterra e ao Tesouro. O MoU enquadrando de modo muito genérico as relações entre essas autoridades e sem comportar uma verdadeira "institucionalização" dessa relação nem o estabelecimento de mecanismos orgânicos de concatenação das suas atuações, revelou-se inoperante sobretudo para a gestão de

situações de crise (uma vez que as situações de ambiguidade quanto a iniciativas precisas de atuação e articulação de intervenções tendem a agudizar-se precisamente nessas situações de crise).<sup>78</sup>

Para além disso, esse défice de institucionalização e organização das relações permanentes entre entidades chamadas a intervir para planos distintos, mas complementares, de acompanhamento do risco sistémico em sede de supervisão macroprudencial (não satisfatoriamente cobertos pela *FSA* apesar da sua posição nominal como supervisor financeiro único) levou, não apenas a um défice de iniciativa de comunicação de situações problemáticas por parte da *FSA*, como a uma falta de perceção dos aspetos mais relevantes por parte das outras entidades integrantes do *tripartite committee* em ordem à colocação tempestiva de questões e formulação de pedidos de informação (uma vez que essa perceção pressupõe um contacto funcional permanente e em base organizada gerando um fluxo constante de partilha de informação específica sobre várias instituições financeiras).<sup>79</sup>

No que respeita ao segundo dos planos acima considerados, de adequada e equilibrada ponderação entre os diferentes objetivos supervisão a prosseguir e os instrumentos de intervenção mais efetivos a cada momento para tal, o funcionamento do modelo de supervisor único do *FSA* revelou-se também problemático levando à concretização – e, desse modo, à confirmação empírica – de um dos riscos essenciais identificados em tese quanto a este modelo, no que respeita ao equilíbrio permanente entre as exigências de supervisão prudencial e comportamental.

Na realidade, quer o *Relatório Turner*, cit., quer o Relatório da Câmara dos Lordes do Reino Unido, *Banking Supervision and Regulation*, 2009, cit, evidenciaram *a posteriori* uma excessiva prevalência operacional conferida pela *FSA* ao plano da supervisão comportamental em detrimento da supervisão prudencial (com corolários negativos importantes em termos de falhas de supervisão

neste último plano). Reconheceu-se mesmo que o sistema de supervisor único estabelecido entre 1997 e 2011 teria gerado incentivos para essa distorção, na medida em que a esfera de supervisão comportamental (*conduct-of-business supervision*) tende a apresentar-se como politicamente sensível e com resultados ou retorno mais facilmente mensurável. Pelo contrário, a esfera de supervisão prudencial sem a mesma dimensão de apreensão pública, obriga a uma condução eminentemente reservada, no quadro do qual o seu grau de sucesso é mais dificilmente mensurável e apreensível, revestindo-se de menor impacto político em períodos normais (perceção que só tende a alterar-se em períodos agudos de crise) gerando assim quase impercetivelmente um incentivo para afetação prioritária de recursos à esfera comportamental.<sup>80</sup>

As consequências dessa distorção fizeram-se sentir da forma mais aguda após o colapso de instituições como o *Northern Rock*, o *Royal Bank of Scotland (RBS)* ou o *Halifax Bank of Scotland (HBOS)*, um dos quatro maiores bancos no Reino Unido cujas dificuldades necessariamente produziram um problema sistémico para o sistema financeiro e a própria economia em geral do Reino Unido. Os corolários de tal distorção em termos de falhas qualitativas de fundo na metodologia e *praxis* de supervisão prudencial foram, de resto, exaustivamente identificados e avaliados no muito recente Relatório do Banco de Inglaterra *The Failure of HBOS plc (HBOS)*, de novembro de 2015 (já referenciado na Introdução deste Estudo e que será doravante designado de modo abreviado como Relatório *HBOS* do BE). Entre outros aspetos aponta-se aí a propensão para uma *light-touch regulation*, reduzindo globalmente, num quadro de gestão de recursos limitados entre as exigências da supervisão prudencial e comportamental, a pressão supervisora no primeiro destes planos. A outra face dessa redução da pressão supervisora traduziu-se uma dependência excessiva nas funções de controlo da alta direção dos bancos supervisionados e na predisposição,

a partir de 2006, para lhes atribuir um verdadeiro *regulatory dividend* sob a forma de uma abordagem de controlo prudencial menos intensiva e intrusiva em relação a entes supervisionados que cooperassem com a *FSA* em termos de mecanismos efetivos de governo e de controlo interno, conduzindo globalmente, como se refere de forma incisiva no Relatório *HBOS* do BE a uma falta de estratégia prudencial clara caracterizada por uma "*insufficient detailed review and direct testing carried out to inform supervisory judgements in key risk areas*".<sup>81</sup>

- d) Este conjunto de falhas na área prudencial e, algo paradoxalmente, um desempenho também não irrepreensível na esfera de supervisão comportamental,<sup>82</sup> conduziu a uma extensa reforma consumada em 2013, através do *Financial Services Act*, de 2012. Esta reforma pôs termo à experiência do modelo de supervisor financeiro único no Reino Unido (apesar de tentativas por parte do *FSA* de ajustar a sua metodologia de supervisão prudencial, *maxime* abandonando expressamente a abordagem *principles-based* com a afirmação lapidar do sucessor de Lord Turner na liderança do *FSA*, Hector Santos no sentido de que "*a principles-based approach does not work with individuals that have no principles*"<sup>83</sup>).

Esta recente reforma assentou na dissolução da *FSA* e na sua substituição por uma *Financial Conduct Authority (FCA)* (para a área de supervisão comportamental), que reporta ao Parlamento e ao Tesouro mas apresenta um regime estatutário independente, e por uma autoridade para a vertente prudencial (microprudencial), a *Prudential Regulatory Authority (PRA)* (supervisionando bancos, seguradoras, *building societies* e *investment firms*), estabelecida como entidade subsidiária do Banco de Inglaterra.

Com estes contornos, a recente reforma do sistema de supervisão no Reino Unido veio consagrar a adoção de um modelo *Twin Peaks*, embora não numa versão "pura", ou, noutra formulação, uma variante compósita ou híbrida desse modelo *Twin Peaks* adaptada ao

patamar superior de complexidade pós-crise 2007-2009, que envolve a incorporação de uma vertente de supervisão macroprudencial e o reconhecimento de necessidades essenciais de coordenação que transcendem o modelo institucional básico da arquitetura de supervisão.

Essa variante compósita ou híbrida do modelo *Twin Peaks* após a reforma de 2013 no Reino Unido envolve a solução institucional original de estabelecer uma malha orgânica mais complexa da supervisão largamente sustentada no banco central, mas com recurso a entidades autónomas no seio do próprio banco, compreendendo quer a *PRA*, quer o novo *Financial Policy Committee (FPC)*, como entidade autónoma no seio do banco central com funções essenciais de controlo do risco sistémico no setor financeiro (vertente macroprudencial) em ordem à proteção e salvaguarda da "*resilience of the UK financial system*" (entidade integrada pelo Governador, que preside a este *FPC*, assim como ao conselho da *PRA* e do Comité de Política Monetária, três Vice-Governadores, o presidente da *FCA*, o administrador do banco responsável pela estabilidade financeira, um representante sem direito de voto do Tesouro, e, numa componente muito importante para o funcionamento e *accountability* desta entidade quatro membros externos designados pelo Ministro das Finanças, que reforçam claramente a autonomia da entidade em causa).

Neste quadro de maior complexidade orgânica, envolvendo diversos círculos concêntricos institucionais e com ênfase na solução de instituições autónomas dentro de autoridades com maior latitude de atuação, o desenho institucional deste *FPC* é claramente delineado por forma a permitir a melhor e mais eficaz coordenação possível entre o Banco de Inglaterra, a *PRA* e a *FCA*,<sup>84</sup> num contexto em que se reconhece a decisiva importância dessa função central de coordenação (independentemente do modelo institucional global em que a mesma se insira e que pode com frequência representar o "ponto de chegada" de evoluções históricas muito particulares em cada jurisdição).

### 3.2.4. Experiências divergentes de adoção do modelo de supervisor único – O caso da Alemanha

- a) A experiência do modelo de supervisor único do Reino Unido durante algum tempo apresentada como um referencial de excelência internacional ilustra bem as insuficiências e riscos desse modelo e, sobretudo, os problemas decorrentes de subestimar elementos de coordenação eficaz de intervenções de supervisão que, algo paradoxalmente, não desaparecem com a maior integração da supervisão e os aspetos materiais – e não meramente institucionais – relacionados com a estratégia funcional e metodologia de supervisão e presumindo devidos equilíbrios entre as vertentes de supervisão prudencial, comportamental, e no presente, num patamar próprio, de supervisão macroprudencial (manifestamente não alcançados no seio da *FSA* e que, em larga medida, serão também tributários de elementos compósitos de qualquer arquitetura institucional de supervisão relativos a mecanismos reforçados de coordenação). A essa luz, é interessante contrapor ao nível dos sistemas financeiros e jurisdições mais desenvolvidas essa experiência do Reino Unido com a experiência de aplicação do modelo de supervisor único na Alemanha (a qual, com ajustamentos importantes no sentido da introdução dos elementos compósitos ou híbridos a que acima aludimos, perdura até ao presente).
- b) Até 2002 a Alemanha aplicava um modelo setorial tripartido (tradicional) de supervisão financeira com supervisor federais distintos para os domínios da banca, seguros e mercados de capitais. Num contexto então muito marcado pela reforma feita no Reino Unido e caracterizado pelo reconhecimento da diluição de fronteiras entre os diversos sub-setores do sistema financeiro, a reforma introduzida em maio de 2002 conduziu à criação do *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* / Autoridade Federal de Supervisão Financeira – doravante *BaFin*), assim se assegurando a fusão nesta Autoridade de Supervisão das anteriores Autoridade Federal de Supervisão Bancária (*BAKred*), Autoridade Federal de Supervisão de Mercados de Valores

Mobiliários (BAWe) e Autoridade Federal de Supervisão de Seguros (BAV).

Esta concentração institucional de funções de supervisão apresentou, contudo, desde a origem, contornos distintos da concretização do modelo de supervisor único no Reino Unido.

De alguma forma, pode afirmar-se que uma das diferenças essenciais residiu na **configuração híbrida** (ou "impura" numa ótica de modelo de supervisor único) que a arquitetura alemã de supervisão apresentou desde 2002, em contraste com o caso do Reino Unido, a qual resultou em larga medida do facto de o banco central alemão (*Bundesbank*) ter conservado um papel não despidendo e algumas funções no plano da supervisão financeira (*maxime* bancária). Tal determinou também uma segunda diferença essencial em relação ao caso do *FSA* no Reino Unido, a qual se traduziu no reconhecimento, que nunca deixou de existir no sistema alemão – e se reforçou mesmo especialmente em termos institucionais desde a mais recente reforma de 2012 (que trataremos de seguida) – da **importância central** das funções de **coordenação** de diversas intervenções de supervisão.

Assim, nesta variante *sui generis* do modelo de supervisor único, o BaFin apesar das suas funções gerais de supervisão, quer numa ótica eminentemente prudencial (de garantia de *safety* e *soundness* das instituições operando nos três sub-setores do sistema financeiro), quer numa ótica de proteção dos consumidores, eminentemente comportamental, partilha responsabilidades de supervisão bancária com o *Bundesbank*, que assume também um papel essencial em sede de macrosupervisão prudencial. De algum modo, pelo menos formalmente, o BaFin aparece como uma espécie de supervisor-líder (nos planos microprudencial e comportamental), mas tem de articular a sua intervenção com as responsabilidades primordiais macro-prudenciais do *Bundesbank* e com os domínios de intervenção que este preservou no domínio da supervisão bancária microprudencial. Neste quadro, o

BaFin estabelece orientações de supervisão em consulta com o *Bundesbank* e a cooperação entre as duas entidades é imposta e enquadrada pelo regime geral da atividade bancária (*Kreditwesengesetz, KWG*).<sup>85</sup>

Essas orientações de supervisão delinham áreas de exercício de poder e encontram-se orientadas para evitar sobreposições. Com base nessas orientações a maior parte das tarefas operacionais de supervisão bancária acaba por ser exercida pelo *Bundesbank* – Na realidade, o escrutínio permanente de entidades bancárias com base na Secção 7(1) do *KWG* no âmbito do denominado *SREP – Supervisory Review and Evaluation Process* é conduzido pelo *Bundesbank*, o qual constrói perfis de risco das entidades supervisionadas (compreendendo os riscos das suas atividades, os seus procedimentos organizativos e de controlo interno e uma avaliação das suas capacidades para suportar esses níveis de risco).<sup>86</sup>

De qualquer modo, o BaFin procede às avaliações finais relativamente ao quadro de gestão de riscos operacionalmente escrutinado pelo *Bundesbank* avaliando se esse volume e tipo de riscos se encontra suportado em níveis de capital suficiente das instituições bancárias (embora sempre suportado no parecer do *Bundesbank*). Na medida em que o BaFin identifique no âmbito dessas avaliações determinadas deficiências pode, no quadro de um procedimento de consulta com o *Bundesbank* adotar certas medidas corretoras de supervisão. A articulação de procedimentos neste domínio de supervisão microprudencial de instituições bancárias é ainda objeto, quanto a aspetos mais pormenorizados de um Memorando de Entendimento entre o BaFin e o *Bundesbank* (devendo ressaltar-se aqui naturalmente as instituições supervisionadas que passaram a estar sujeitas aos poderes diretos de supervisão do MUS desde novembro de 2014).

- c) A configuração relativamente híbrida desde modelo *sui generis* ou "impuro" de supervisor único alemão foi ainda reforçada com a recente reforma de 28 de novembro de 2012,

introduzida através do *Gesetz zur Stärkung der deutschen Finanzaufsicht / Act to strengthen German financial supervision*, o qual, por um lado, estabeleceu ou consolidou um papel central, predominante, do *Bundesbank* em matéria de supervisão macroprudencial e garantia de estabilidade financeira, e, por outro lado, criou uma nova entidade – *German Financial Stability Committee / Ausschuss für Finanzstabilität*, integrada por representantes do *Bundesbank*, do BaFin e do Ministério das Finanças do Governo Federal.

Este Comité para a Estabilidade Financeira (CEF) – em parte modelado a partir do Comité Europeu do Risco Sistémico – foi dotado na reforma de 2012 (Secção 2 do *Gesetz zur Stärkung der deutschen Finanzaufsicht / Act to strengthen German financial supervision*) de um extenso conjunto de poderes e responsabilidades, envolvendo seja a salvaguarda da estabilidade financeira global (compreendendo as causas de potenciais crises financeiras futuras), seja a coordenação e cooperação entre autoridades com intervenção neste domínio da supervisão financeira. O novo organismo é coordenado pelo *Bundesbank* e decide por maioria simples excepto no que respeita à adoção de recomendações e sua possível publicação (a qual requer unanimidade).

Trata-se aqui de um organismo que, para além de apoiar as missões novas de supervisão macroprudencial, funciona essencialmente como um **mecanismo de cooperação reforçada e de troca de informações entre supervisores**, que nunca encontrou suporte institucional adequado no modelo de supervisor único do Reino Unido e que apresenta, *mutatis mutandis* como adiante observaremos, algumas afinidades com o CSNF no ordenamento Português. Este organismo, no quadro desta recente reforma alemã, corporiza ainda o que, em nosso entender, vem emergindo como uma tendência dominante da evolução das arquiteturas de supervisão financeira e que corresponde, independentemente de variáveis configurações orgânicas que com frequência não se mostram em si mesmas decisivas mas antes o reflexo de

evoluções históricas nacionais (por exemplo na Alemanha o propósito de integração do sistema foi conciliado com o papel e *know-how* históricos do *Bundesbank* em matéria de supervisão bancária), à **necessidade de colocar no centro dos modelos de supervisão instâncias com um papel e missão específicas de coordenação**.

Denotando também evolução no sentido de um modelo progressivamente mais híbrido ou composto de supervisão, importa referir ainda, de modo sucinto, a reorganização do BaFin a partir de janeiro de 2016 motivada pelo *Kleinanlegerschutzgesetz / Retail Investor Protection Act*. Esta reforma veio reforçar apreciavelmente os poderes do BaFin em matéria de proteção dos consumidores de serviços financeiros, induzindo uma reorganização do BaFin que envolve, designadamente, a criação de um novo departamento de proteção dos consumidores, integrado no *Securities Supervision Directorate* do BaFin, mas com uma lógica transversal de intervenção que não se esgota nos investidores de mercado de capitais, cobrindo a proteção dos interesses de clientes bancários e de seguros que adquiram a essas instituições produtos financeiros diversos.<sup>87</sup>

### 3.3. O modelo *Twin Peaks* de supervisão financeira

#### 3.3.1. As bases conceptuais do modelo *Twin Peaks*

a) Como já fomos observando, o denominado modelo *Twin Peaks* que correspondeu a uma segunda vaga reformista das arquiteturas de supervisão financeira, encerrou até certo ponto o propósito de manter as vantagens teoricamente associadas aos elementos de integração ou relativa concentração de funções de supervisão financeira, evitando ao mesmo tempo algumas desvantagens do modelo supervisor único que fomos já evidenciando (e que configurou uma primeira vaga reformista dos modelos de supervisão).

Assim, na sua essência veio responder ao mesmo tipo de necessidades associadas



às transformações estruturais das condições de funcionamento do sistema financeiro que justificaram a emergência do modelo de supervisor único, mas criando um **novo paradigma institucional de integração das funções de supervisão financeira** que permitiria supostamente prevenir os principais riscos ou fatores de desequilíbrio potencial associados àquele primeiro modelo (*maxime* no que respeita aos riscos associados à falta de concorrência regulatória, de excessiva concentração de poder e crescimento incontrolado de funções, bem como à existência de incentivos adversos ao equilíbrio entre as vertentes prudencial e comportamental da supervisão).

Justifica-se, pois, uma primeira caracterização das bases conceituais subjacentes à conceção deste novo modelo e ao propósito primacial que este encerrou de conciliar determinados níveis de integração de funções de supervisão financeira com um novo tipo (ótimo) de equilíbrios institucionais (o que nos levará depois a uma análise mais aprofundada e à perceção de outros tipo de riscos que desmentem essa ideia de um suporte nível ótimo de equilíbrio institucional num contexto de integração da supervisão financeira).

- b) Este novo modelo assente num duplo pilar institucional prudencial e pilar comportamental teve a sua base conceitual proposta e delineada no Estudo pioneiro de Michael Taylor, *Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century*, 1995 (globalmente revista entretanto à luz de uma década de experiência de aplicação do modelo em Michael Taylor, *Twin Peaks Revisited... A Second Chance for Regulatory Reform*, CSFI, September 2009).

O ponto de partida para a construção delineada por Michael Taylor residiu numa ideia de desadequação crescente entre a estrutura regulatória e a realidade de mercado, determinando disfunções e falhas regulatórias ("*regulatory mismatch*"). Tal perspetiva materializou-se na identificação de **quatro aspetos primaciais** que aconselhariam a atribuição em globo da **responsabilidade pela supervisão dirigida à salvaguarda da solidez**

**e sustentabilidade financeira de todos os tipos de instituições financeiras** sujeitas a regulação e supervisão (**vertente prudencial**) a uma única autoridade, compreendendo:

- i) o número crescente de instituições financeiras com importância sistémica,
- ii) a verificação de problemas de igualdade ou *level playing field* concorrencial entre tipos de instituições financeiras inerentes a requisitos regulatórios distintos por setor,
- iii) a emergência de conglomerados financeiros cobrindo as áreas de *banking, securities, insurance* e tornando uma perspetiva de grupo essencial,
- iv) e a necessidade de colocar em comum (*pool*) o *know how* e competências especializadas – *por definição limitadas* – que se mostram necessárias para uma supervisão prudencial adequada de operações financeiras de crescente sofisticação e complexidade.<sup>88</sup>

Essa base conceitual conduziu ainda à identificação de aspetos justificando a prossecução numa base unificada (e não fragmentada) de **objetivos de proteção dos consumidores de serviços financeiros (*conduct of business*)**, tendo presente também as diferenças profundas entre os tipos, metodologias de atuação e técnicas utilizadas para conduzir a supervisão prudencial *vis a vis* da vertente da supervisão dirigida ao controlo da correção de comportamentos comerciais (tornando crescentemente difícil combinar duas culturas de supervisão estruturalmente diferentes pelos seus objetivos e metodologias, numa mesma organização e aconselhando reflexamente a separação de autoridades de supervisão prudencial e comportamental, evitando, ao mesmo tempo, os riscos de uma concentração excessiva de poder num modelo de supervisor financeiro único).

- c) Em rigor, este modelo conceitual originariamente delineado por Michael Taylor orientado por uma ideia essencial de supervisão por objetivos contemplava, subsidiariamente, uma **possível estrutura em três picos**

(ou vértices institucionais), porquanto este autor considerava no seu Estudo inicial de 1995 a conveniência de criar, a par de uma autoridade de supervisão prudencial e de uma autoridade de supervisão comportamental, uma *"market surveillance agency"*.

Este terceiro vértice institucional (eventual) do sistema de supervisão por objetivos tomaria em consideração o conhecimento especializado e metodologias específicas necessárias para enquadrar devidamente práticas diversificadas de abuso de mercado nos mercados de capitais (que transcenderiam as competências e recursos técnicos necessários para supervisionar numa perspetiva transversal a denominada *conduct of business*).<sup>89</sup>

Paralelamente, e ilustrando de modo paradigmático o facto de que uma **conceção de base de supervisão por objetivos**, tendencialmente **integradora** das funções de supervisão (institucionalmente aglutinadas pelos objetivos primaciais identificados para a supervisão financeira) na linha preconizada originalmente por Michael Taylor, não se esgota necessariamente numa estrutura dual, justifica-se aqui referir, a par da ideia *supra* referida de um terceiro pico do próprio Taylor, modelos tributários dessa conceção de base que chegam a contemplar um possível quarto pico (ou vértice) institucional para a arquitetura de supervisão financeira.

Reportamo-nos aqui, em especial, ao modelo proposto em Estudo de Di Giorgio, Carmine Di Noia, e Laura Piatti sustentado numa ideia de supervisão por objetivos,<sup>90</sup> mas propondo uma estrutura em quatro "picos" ou vértices institucionais, compreendendo o Banco de Itália para a salvaguarda do sistema financeiro (função macroprudencial embora essa qualificação não seja ainda expressamente utilizada neste Estudo de 2000), uma Autoridade de Supervisão Financeira com responsabilidade numa perspetiva micro de escrutínio do equilíbrio financeiro de todos os intermediários financeiros (incluindo bancos, empresas de investimento, seguradoras vida), uma Autoridade para a Transparência, com poderes

e responsabilidades em matéria de transparências, envolvendo proteção dos investidores, transmissão de informações relevantes e controlo de práticas enganosas dos investidores, bem como a Autoridade de Concorrência, à qual se confere um papel relevante para efeitos de aplicação de quaisquer normas de concorrência a bancos e seguradoras (sendo quaisquer competências em matéria de aplicação de normas de concorrência a instituições financeiras com as especificidades que tal comporta retiradas ao Banco de Itália e às outras autoridades de supervisão financeira).

Paralelamente, esta variante do modelo *Twin Peaks* contemplando quatro vértices institucionais, incluiria ainda um fator compósito complementar mediante a criação de uma **Comissão para a Supervisão do Sistema Financeiro**, na linha preconizada no denominado *Relatório Corrigan* (de 1987), com funções centrais e transversais de coordenação geral das atividades de supervisão e resolução de quaisquer controvérsias entre as outras autoridades<sup>91</sup> (com contornos que apresentam afinidades com o CNSF criado em Portugal precisamente em 2000 e coincidindo com a publicação deste Estudo de Di Giorgio, Carmine Di Noia, e Laura Piatti).<sup>92</sup>

### 3.3.2. Potenciais vantagens do modelo *Twin Peaks*

a) Afloradas as origens concetuais do modelo *Twin Peaks* e até possíveis variantes institucionais do mesmo (normalmente pouco referidas) impõe-se aprofundar a análise das principais vantagens que o mesmo possa oferecer, procedendo a uma reflexão crítica sobre as concretizações que este foi assumindo em várias jurisdições, tendo presente que, para além da matriz concetual geral delineada por Michael Taylor esse modelo apresenta uma certa "plasticidade" que confere um carácter até certo ponto único a cada caso nacional (sem prejuízo de abordarmos especificamente algumas das experiências mais representativas em termos comparados de utilização desse modelo, *infra*, 3.3.4. e ss).



A análise crítica das primeiras experiências marcantes de aplicação do modelo *Twin Peaks* conduziu, na realidade, a uma visão muito difundida de um conjunto de vantagens associadas ao modelo que conduziram, v.g., o OCDE a caracterizá-lo a uma luz eminentemente favorável em 2009 como o “modelo são” de supervisão financeira.<sup>93</sup> Importa, assim, procurar de uma forma sistematizada passar em revista essas potenciais vantagens para passar a surpreender, reflexamente, pontos mais críticos que as mesmas podem em certos domínios encerrar (em ordem a uma apreciação global da possível relevância do modelo para a melhor prossecução dos objetivos de supervisão que elencámos na parte introdutória deste Estudo).

- b) Uma das principais vantagens em tese associadas ao modelo *Twin Peaks* encontra-se indissociavelmente ligada à ideia de correção do que representa porventura o problema central inerente a uma unificação total das funções de supervisão (como evidenciado no caso já analisado do FSA no Reino Unido). Trata-se de, através da criação de duas autoridades autónomas de acordo com uma **lógica de supervisão por objetivos** (controlo prudencial e controlo comportamental) independentemente do sub-setor em que operem as instituições financeiras supervisionadas e do tipo de produtos e serviços por essas transacionados, assegurar intrinsecamente uma total clareza e enfoque nos escopos essenciais e missão de supervisão atribuída a cada autoridade (sem as tensões e desequilíbrios ou disfunções potenciais entre esferas de supervisão prováveis nos modelos de supervisor único).

Encontra-se, na realidade, em causa uma dupla vantagem traduzida,

- por um lado, na clareza dos escopos essenciais de cada autoridade de supervisão, sem ponderações eminentemente falíveis tendentes a escalonar entre si a cada momento óticas e interesses a salvaguardar que, com frequência, não se apresentam com contornos coincidentes (apesar dos inegáveis pontos de

contacto entre a ótica prudencial e a ótica comportamental);

- e, por outro lado, numa mais nítida e segura responsabilização (em sentido lato, numa lógica de *accountability*) de cada uma das autoridades de supervisão pelo seu desempenho em termos de prossecução dos objetivos prioritários que lhes são cometidos (a ausência de conflitos de interesses entre esses objetivos principais na esfera de cada autoridade de supervisão mostra-se assim um fator decisivo para uma mais clara delimitação de responsabilidades de intervenção supervisorra por parte de cada autoridade).
- c) Numa perspetiva reflexa, projetada de modo mais concreto nas necessidades de prossecução eficaz dos objetivos nucleares de supervisão prudencial e de supervisão comportamental, o modelo *Twin Peaks* permitirá, em tese, quer preservar a esfera de controlo prudencial de uma excessiva interferência das considerações mais imediatistas e porventura politicamente mais apelativas da supervisão comportamental orientadas para a proteção dos consumidores (interferência reconhecida como já observámos *infra* no *Relatório Turner*, cit.), quer, em contrapartida, uma configuração de supervisão ótima para assegurar um novo padrão qualitativo de salvaguarda de aspetos de transparência, integridade do mercado, proteção do consumidor – novo padrão num quadro de crescente complexidade da atividade financeira que agrava as assimetrias de informação não apenas quanto a investidores de retalho mas também quanto a outros tipos de investidores e funcionalmente dirigido a um escrutínio uniforme ou transversal de todos os tipos de produtos financeiros independentemente da instituição financeira que os transacione. Noutros termos, trata-se de fazer evoluir os sistemas de supervisão para um novo patamar qualitativo que assegure uma resposta adequada a estas preocupações (em grande medida novas também) de tutela integrada da correção comercial nas transações de produtos financeiros muito diversificados e complexos, sem por em causa a intensidade

e a eficácia da supervisão prudencial cuja perspetiva temporal é normalmente menos imediatista.<sup>94</sup>

Esse enfoque mais claramente assumido em distintas esferas de supervisão financeira deverá também contribuir supostamente para eliminar áreas de potencial descontinuidade entre tais esferas, prudencial e comportamental bem como elementos de menor eficiência que possam resultar de intervenções sobrepostas de autoridades de supervisão dirigidas aos mesmos tipos essenciais de preocupações ou de interesses públicos a salvaguardar (conquanto influenciadas por metodologias tributárias de outros domínios de supervisão em que essas autoridades detenham mais conhecimentos especializados ou aptidões).

- d) Em conexão com os aspetos referidos na parte final do ponto precedente, tem sido também associado ao modelo *Twin Peaks* uma vantagem no sentido de permitir um modelo de especialização técnica mais eficiente do que aquele que se encontrava associado aos modelos tradicionais setoriais de supervisão.

Assim, na medida em que os instrumentos típicos de intervenção são em larga medida intrinsecamente diversos no caso da supervisão prudencial e da supervisão comportamental – reportando-nos aqui a instrumentos ou técnicas de intervenção supervisoras no sentido considerado por especialistas em regulação e supervisão económica como Anthony Ogus –<sup>95</sup> as estratégias globais e metodologias de supervisão tendem também a apresentar algumas diferenças importantes e a repercutir-se em culturas de supervisão distintas (incluindo ao nível das valências técnicas que são predominantemente convocadas no âmbito de cada esfera de supervisão, sendo por vezes referido um papel qualitativamente superior de valências técnicas de análise económico-financeira na esfera prudencial e um correlativo papel dominante de valências técnicas de análise jurídica na esfera comportamental).

Importa neste ponto ressaltar que, em nosso entender, uma visão demasiado especializada

do *know-how* e instrumentos de análise convocados por cada esfera de supervisão comporta riscos importantes, pois deverá nestes domínios prevalecer uma **perspetiva de interdisciplinaridade** que privilegie quer a **consistência e unidade do pensamento económico-financeiro**, quer **do pensamento jurídico** em cada autoridade de supervisão (até porque mesmo numa abordagem *rules-based* que afaste alguns excessos das abordagens *principles-based*, as intervenções e metodologias de supervisão não deixam de assentar largamente em conceitos indeterminados cuja concretização casuística deve obedecer a padrões tanto quanto possível previsíveis e informados quer por critérios jurídicos, quer por critérios económicos interagindo entre si). Sem prejuízo dessa importante ressalva, pode reconhecer-se, dentro de certos limites, a existência de culturas de supervisão até certo ponto distintas nas esferas prudencial e comportamental de supervisão, constituindo, a esse título, uma possível vantagem do modelo *Twin Peaks* a afirmação e desenvolvimento de cada uma dessas culturas sem as tensões institucionais internas, e correspondentes disfunções associadas a outros modelos de supervisão.<sup>96</sup>

- e) Numa perspetiva orgânica de especialização técnica já a florada nos pontos anteriores, o modelo *Twin Peaks* poderá também em tese oferecer como vantagem elementos de eficiência ou racionalização de custos na medida em que tenda a evitar duplicações de recursos especializados e atividades (v.g. duplicações de recursos dirigidos especificamente à proteção dos consumidores e salvaguarda de integridade dos mercados caso os poderes de intervenção nesse domínio forem detidos por mais do que uma autoridade de supervisão).

Essas potenciais vantagens de eficiência ou racionalização de custos são tanto mais significativas quanto a experiência demonstra a escassez de aptidões especializadas nestes domínios e a dificuldades das autoridades de supervisão, mesmo com estatutos de autonomia financeira reforçada e com capacidade para gerar políticas remuneratórias

mais atrativas, para manter núcleos alargados de especialistas face à pressão das entidades supervisionadas e ao grau cada vez mais elaborado e complexo da especialização técnica exigida para acompanhar os mais recentes desenvolvimentos em matéria de regulação e supervisão financeira.<sup>97</sup>

Tratar-se-ia aqui, em síntese, de vantagens potenciais associadas a uma maior flexibilidade na gestão de recursos tendencialmente escassos de supervisão, permitindo em princípio uma afetação de recursos (humanos e técnicos) em funções dos tipos de avaliação de risco (vulnerabilidades a aferir, *maxime* quanto a equilíbrios financeiros ou integridade do mercado). Teoricamente, no quadro dessa superior racionalização de recursos escassos, este modelo poderia permitir também reduções globais de custos, embora essa perspectiva estrita económico-financeira não deva em geral ser um fator determinante para a configuração dos modelos institucionais de supervisão.

- f) Por último, e numa perspetiva global pode apontar-se, como faz Michael Taylor ao regressar na sequência da crise financeira internacional – através do Estudo *Twin Peaks Revisited... A Second Chance for Regulatory Reform*, cit. – à caracterização e avaliação do modelo por si proposto em 1995, que este modelo *Twin Peaks* apresentará também, em tese, a vantagem de apresentar uma maior capacidade estrutural de adaptação à inovação financeira bem como à transformação da natureza do risco sistémico (porventura superior à do modelo de supervisor único e sem as desvantagens inerentes a este).

Como aponta Taylor, essa transformação da natureza do risco sistémico num quadro de grandes mutações do sistema financeiro teria resultado de duas novas tendências de fundo compreendendo i) o crescimento exponencial de conglomerados financeiros combinando empresas bancárias, de seguros e de investimento e intermediação no mercado de capitais e ii) o que Taylor denominou sugestivamente de "*functional despecialization*" envolvendo uma propensão

crescente das instituições financeiras para assumir riscos que anteriormente se encontravam no essencial associados a outros tipos de intermediários financeiros<sup>98</sup> (contribuindo a crise financeira internacional para reforçar essas tendências, designadamente a tendência de concentração inerente à proliferação de conglomerados de tipo de cada vez mais complexo e a uma maior difusão dos riscos para além das fronteiras tradicionais associadas a certas categorias particulares de risco).

Neste contexto, em que um número e categorias crescentes de instituições financeiras assumem relevância sistémica, o enfoque claro num objetivo prudencial de "proteção sistémica" (*lato sensu*) relativo à salvaguarda da estabilidade e da solidez financeira (*soundness*) do sistema financeiro e das entidades que o compõem, sem conflitos ou tensões com objetivos de proteção dos consumidores e integridade do mercado (com acuidade acrescida também em função do fenómeno de diluição dos riscos em domínios em que os mesmos não tendiam a ter expressão significativa), tende a assumir importância acrescida (reforçando reflexamente a importância das características do modelo *Twin Peaks* que, em princípio, seria vocacionado para assegurar tal enfoque claro em objetivos distintos de supervisão).

Ainda no que respeita ao primeiro objetivo primacial de "proteção sistémica" (*lato sensu*), dentro de uma lógica e quadro institucionais que permite claramente a sua prossecução prioritária, Taylor admite que as repercussões da crise financeira internacional põem em evidência algumas sub-dimensões que serão também melhor salvaguardadas através do modelo *Twin Peaks*.

Estas compreenderiam uma deteção e prevenção de riscos financeiros com potencial para gerar efeitos sistémicos independentemente dos mercados e instituições onde tais riscos possam ser originados, bem como elementos ou mecanismos para gerir situações de crise, incluindo disrupções na

provisão de liquidez ao sistema financeiro que foram claramente subestimadas antes da crise 2007-2009 (situações em que a clareza dos mandatos por objetivos de cada autoridade se mostraria também um fator importante para a gestão adequada e tempestiva de crises).

Em todo o caso, como adiante referiremos, estas novas sub-dimensões que avultam em especial com a crise ao nível do “proteção sistémica” (*lato sensu*) acabam, em última análise, por trazer à colação seja um plano novo de intervenção macroprudencial, seja a necessidade de mecanismos *ad hoc* (específicos) de coordenação das intervenções de supervisão com uma eficácia que não se obtém através dos instrumentos tradicionais de memorandos de entendimento relativamente informais entre autoridades de supervisão. Ora, em qualquer dos casos, esses aspetos convocam elementos institucionais mais complexos que não são por si assegurados na estrutura institucional dual do modelo *Twin Peaks* (pelo menos na sua configuração básica).

- g) Em estreita articulação com a perspetiva global subjacente ao modelo *Twin Peaks* considerada no ponto precedente, Michael Taylor ao revisitar este modelo em 2009 admite, também, virtualidades do mesmo para facilitar a coordenação e cooperação transnacional de supervisores, num horizonte de supervisão especializada por objetivos que se difundisse para além de cada jurisdição nacional (e congregasse, *v.g.*, os maiores centros financeiros em termos internacionais).

Ainda nessa perspetiva **supranacional** e considerando o processo de integração europeia – com especial interesse para o sistema de supervisão em Portugal – o *Relatório Larosière*, cit., chegou a ponderar numa ótica prospetiva a suscetibilidade de um futuro modelo *Twin Peaks* apresentar virtualidades para enquadrar uma evolução e aprofundamento do sistema europeu de supervisão financeira (numa transição qualitativa para o reforço da dimensão supranacional europeia da supervisão financeira).<sup>99</sup>

Todavia, as circunstâncias particulares que determinaram o lançamento do projeto da União Bancária Europeia – que já afloramos *supra* e a que retornaremos *infra*, Parte IV – levaram a que não fosse essa a moldura institucional utilizada para a construção gradual de um verdadeiro sistema supranacional de supervisão financeira, tendo esta sido iniciada – também por razões que se prendem com o suporte jurídico no TFUE para criar novas autoridades europeias de supervisão dotadas de poderes próprios e não dependentes da Comissão – pelo sub-setor bancário com a criação do MUS no quadro do BCE (e confirmando, desse modo, a lógica pré-existente em termos europeus de segmentação setorial, bem como lançando uma dinâmica que é tributária dessa lógica e passou, em nosso entender, a condicionar as próprias opções futuras de reforma dos Estados-Membros ao nível das suas arquiteturas nacionais de supervisão).

A esse título, também no plano da UE a ideia de uma especial vocação do modelo *Twin Peaks* para enquadrar a nível europeu novas etapas de estabelecimento de um plano supranacional de supervisão financeira não veio a ser confirmada.

### 3.3.3. Riscos inerentes ao modelo *Twin Peaks*

- a) A ideia de conjugar as vantagens da integração de funções de supervisão inerentes ao modelo de supervisor único evitando, do mesmo passo, os conflitos e tensões intrínsecas que afetam aquele modelo que é apresentada em múltiplas análises como a alternativa oferecida pelo modelo *Twin Peaks* tende, contudo, a incorrer numa simplificação excessiva.<sup>100</sup>

Em larga medida, as tensões associadas a processos de integração de funções de supervisão financeira não são eliminadas, antes encontrando outra projeção ou concretização institucional. Para além disso, quando o objetivo de “proteção sistémica” (*lato sensu*) passa a revestir-se de acuidade acrescida após a crise financeira internacional de

2007-2009, como reconhecido por Michael Taylor na sua análise *supra* referenciada, exigindo um novo nível de supervisão macroprudencial, tal tende a exigir outro tipo de intervenções bem como de conhecimento e escrutínio do setor financeiro envolvendo uma dinâmica institucional que não parece esgotar-se na estrutura dual mais padronizada na maior parte das concretizações do modelo *Twin Peaks*.

Paralelamente, as novas dificuldades e pressões a que os sistemas institucionais de supervisão estão sujeitos reclamam processos intensificados de **coordenação** entre diferentes intervenções de supervisão no centro desses sistemas que o modelo *Twin Peaks* por si só, na sua configuração padrão, não assegura.

Impõe-se, pois, uma identificação criteriosa e análise crítica de potenciais riscos inerentes ao modelo *Twin Peaks*, num primeiro momento numa perspetiva geral e, num segundo modelo, contextualizando essa análise crítica com uma avaliação e caracterização do funcionamento desse modelo no quadro de algumas experiências mais significativas de aplicação do mesmo (com destaque para as jurisdições australiana e holandesa).

- b) Um dos principais riscos que podemos identificar no modelo *Twin Peaks* encontra-se paradoxalmente associado a um aspeto que tende de modo recorrente a ser apresentado como uma das grandes vantagens deste modelo. Na realidade, o enfoque claro de cada uma das autoridades de supervisão em objetivos basilares de supervisão com exigências distintas e por vezes mesmo contraditórias entre si pode implicar, não uma verdadeira eliminação desses conflitos e tensões nos sistemas de supervisão financeira, mas uma externalização desses conflitos.

Esse tipo de tensões no seio de uma autoridade única de supervisão ou até no seio de uma autoridade setorial que conjugue vertentes prudenciais e comportamentais de atuação, tendendo nesses casos a originar disfunções com deficiências e lacunas numa dessas vertentes induzidas por uma

circunstancial prevalência indevida conferida a dado momento à outra vertente, pode, com efeito, num modelo *Twin Peaks* gerar uma externalização das tensões projetando-as para potenciais conflitos entre as duas autoridades especializadas por objetivos dominantes de supervisão.

Nesse contexto, os incentivos distorcidos que podem, *v.g.*, conduzir na avaliação *a posteriori* do Relatório Turner já referenciado<sup>101</sup> a pressões favoráveis a áreas de supervisão comportamental com escopos mais imediatos e de mais fácil apreensão e reconhecimento públicos, podem com alguma facilidade resvalar para riscos de agudização de conflitos funcionais e tensões entre autoridades de supervisão, com culturas e estratégias distintas no quadro do modelo *Twin Peaks* (desencadeando um conjunto negativo de consequências em cadeia que poderá afetar de forma profunda os equilíbrios necessários a cada momento para o desenvolvimento dos melhores padrões qualitativos de supervisão).

Nessa espiral de consequências negativas podem avultar também consequências reflexas do enfoque especial de cada autoridade de supervisão num tipo prioritário de objetivos e que se traduzem na redução dos elementos de *checks and balances* normalmente associados a um sistema de múltiplos reguladores conjugando a prossecução de diversos objetivos. Esse afrouxamento de tal dimensão de *checks and balances* pode, por seu turno, conduzir a utilizações excessivas dos poderes numa determinada vertente de regulação e a riscos de sobre-intervenção com afetação de princípios de proporcionalidade<sup>102</sup> que devem pautar a atuação dos supervisores e com potencial conflito com as exigências funcionais das outras vertentes da supervisão (uma vez mais, as características intrínsecas próprias dos escopos de supervisão comportamental, com a dimensão temporal mais imediata que esta encerra, podem ditar que uma autoridade única de supervisão comportamental incorra mais facilmente no tipo de excessos que acima se configuram).

- c) Num plano conexo, o aprofundamento e a concentração em estratégias e culturas de supervisão marcadamente diferenciadas pode também gerar riscos importantes no que respeita aos níveis ótimos de circulação de informação relevante entre as duas autoridades de supervisão no modelo *Twin Peaks*, atendendo às diferentes abordagens funcionais prosseguidas por essas entidades e aos diferentes objetivos predominantes que as norteiam.

Num certo de sentido, e nos termos configurados no ponto anterior, a lógica de especialização por objetivos e a lógica de tensão que a mesma pode gerar tenderão a reduzir os incentivos para níveis ótimos de partilha de informação entre as autoridades de supervisão.

Na realidade, podem justapor-se aqui, por um lado, **condicionamentos naturais à troca de informação entre autoridades de supervisão prudencial e comportamental motivados pelas exigências distintas intrinsecamente associadas a essas duas vertentes da supervisão financeira** – no primeiro caso, caracterizadas por uma dinâmica de maximização da informação a ser tornada pública, no segundo caso caracterizadas por uma dinâmica de gestão mais reservada da informação por forma a não gerar efeitos de alastramento (*spill over*) de problemas circunstanciais experimentados por certas instituições financeiras –<sup>103</sup> com, por outro lado, **barreiras excessivas a essa circulação de informação entre tais autoridades determinadas por movimentos de tensão entre as mesmas autoridades** (sendo muito difícil arbitrar e coordenar os processos de troca de informação em causa pela extrema dificuldade em destrinçar os dois tipos estruturalmente distintos de condicionamentos *supra* considerados à circulação de informação entre supervisores).

- d) Para além do risco geral *supra* apontado de desenvolvimento potencial de uma lógica de conflito ou de choque entre estratégias de supervisão diferenciadas, esse problema global pode materializar-se num risco

particular – comparável ao que se verifica em última análise no modelo de supervisor único – de pressão pública para excessivo enfoque em objetivos de proteção dos consumidores e tendencial subalternização dos escopos de salvaguarda prudencial do equilíbrio financeiro. Reflexamente, e porventura com menos frequência, a eventual verificação repetida de situações de desequilíbrio financeiro de certas instituições financeiras pode conduzir em algumas fases a uma prevalência excessiva da atenção conferida à autoridade de supervisão prudencial em detrimento da autoridade de supervisão comportamental.

Em paralelo com esses potenciais desequilíbrios entre as vertentes de supervisão prudencial e comportamental, a concentração de cada autoridade de supervisão numa dessas vertentes e o esbatimento (já referido) no seio de cada supervisor de uma cultura de *checks and balances* resultante da tensão natural e até certo ponto produtiva entre as metodologias mais diretamente associadas às referidas vertentes, pode também conduzir a prazo a um posicionamento excessivamente burocrático nos procedimentos de cada um dos dois supervisores (originando menor proatividade e mais lentidão na reação a problemas novos, devido à falta de uma visão de conjunto que muitas vezes resulta da interação dinâmica entre as dimensões prudencial e comportamental na atuação de instituições financeiras e respetivo escrutínio, as quais, apesar dos diferentes objetivos que encerram, estão longe de corresponder a dimensões estanques entre si).

- e) Como decorrência de vários dos aspetos problemáticos *supra* identificados, sobrevivem também nos modelos *Twin Peaks* um risco de funcionamento inerente a níveis muito elevados de **especialização técnica e funcional por objetivos** que possam, enquanto tais, dificultar – técnica e institucionalmente – a necessária coordenação entre as autoridades.

Deste modo, e de novo em termos até certo ponto paradoxais, os modelos *Twin Peaks* podem não só não resolver em virtude da



sua mera configuração institucional as questões de coordenação de diferentes tarefas e funções de supervisão financeira, como podem tornar muito mais exacerbadas e até de mais difícil resolução as necessidades de coordenação e comunicação entre supervisores (mais até do que nos modelos setoriais tradicionais de supervisão).

No mínimo, a sua configuração institucional não oferece por si uma solução para essas questões de **coordenação entre funções de supervisão** – que tendem a avultar cada vez mais como uma preocupação central no funcionamento dos vários sistemas de supervisão.<sup>104</sup> Daí decorre também que qualquer reforma tendente à introdução de um modelo *Twin Peaks* não é de molde a resolver tais problemas de coordenação que reclamam soluções institucionais específicas que podem, afinal, coadunar-se com diversas arquiteturas de supervisão (e sobretudo com configurações cada vez mais compósitas dessas arquiteturas).

### 3.3.4. Experiências de aplicação do modelo *Twin Peaks* – O caso Australiano

a) Tendo presente a concetualização do modelo *Twin Peaks* por Michael Taylor em 1995 (embora com outros contributos teóricos complementares<sup>105</sup>) como modelo alternativo para a integração de funções de supervisão no quadro das grandes transformações estruturais ocorridas no sistema financeiro, o movimento que temos designado como uma segunda vaga de reformas das arquiteturas de supervisão assentes neste modelo iniciou-se na Austrália a partir de 1997, o que justifica uma breve análise desta experiência australiana (num contexto em que o modelo *Twin Peaks* vem aí sendo mantido com algumas variantes e elementos compósitos decisivos para o seu desempenho globalmente positivo durante a recente crise financeira internacional).

A introdução do modelo *Twin Peaks* na Austrália surgiu na sequência da *Wallis Commission of Inquiry (Financial System Inquiry)*, de março de 1997,<sup>106</sup> envolvendo a criação de

uma **autoridade de supervisão prudencial** (*Australian Prudential Regulation Authority – APRA*) e de uma **autoridade de supervisão de conduta de mercado e proteção dos consumidores** (*Australian Securities and Investment Commission – ASIC*).

Não obstante esta concentração e reflexa especialização, típica do modelo *Twin Peaks*, das funções de supervisão prudencial (essencialmente microprudencial) e de supervisão comportamental em duas autoridades distintas, funcionando com autonomia e escrutinadas pelo Parlamento federal ao qual submetem relatórios anuais, a arquitetura assim criada na Austrália desde 1997 envolve ainda o banco central australiano (*Reserve Bank of Australia – RBA*) ao qual foram cometidas responsabilidades gerais pela estabilidade do sistema financeiro como um todo (o sistema acaba, pois, por integrar de algum modo três "picos" ou vértices institucionais, numa variante mais complexa que, como já observámos, fora contemplada desde a origem por Michael Taylor no seu estudo fundador neste domínio, embora com outro conteúdo).

b) Para além disso, esta experiência australiana pioneira de aplicação do modelo *Twin Peaks* incorpora ainda certos **elementos compósitos ou híbridos**, que fazem avultar a importância de outros elementos de organização dos sistemas de supervisão, os quais transcendem em muito qualquer arquitetura em particular (podendo ser utilizados, com diversas sub-variantes em múltiplos modelos mais ou menos compósitos de supervisão financeira).

O **elemento compósito complementar** que assume uma especial importância nesse modelo australiano e, de algum modo, o particulariza, explicando simultaneamente a sua relativa longevidade num contexto de instabilidade regulatória neste domínio, também associada à experiência da crise financeira internacional, corresponde à importância central atribuída à organização da coordenação de funções entre supervisores financeiros.



Podemos, mesmo, identificar aqui uma **cultura de coordenação** (jurídica e institucional) no centro da arquitetura de supervisão, reconhecida e expressamente qualificada como tal pelos principais agentes do sistema.<sup>107</sup>

Essa cultura de coordenação orientada para o desempenho final da supervisão financeira assenta em diversos elementos, incluindo desde logo,

- i) deveres estatutários reforçados de coordenação estabelecidos no regime de cada autoridade de supervisão,
- ii) memorandos de entendimento, também com aspetos reforçados de cooperação entre as autoridades (periodicamente revistos, v.g. em 2004 e 2010), e de mais do que um tipo (para além do MoU geral de cooperação, como observaremos já de seguida),
- iii) e, sobretudo, a criação de um **Conselho de Reguladores Financeiros** (*Council of Financial Regulators – CFR*) como organismo, sem personalidade jurídica própria (*non-statutory basis*), congregando a APRA, a ASIC, o banco central e o Tesouro, e presidido pelo Governador do banco central, entidade que assegura também o secretariado administrativo ao CFR, o qual centraliza as relações de cooperação entre as várias autoridades de supervisão.

Esse Conselho de Reguladores Financeiros (CRF) australiano (com significativos paralelos com o CNSF em Portugal) oferece um pólo organizativo para a troca regular de informações entre supervisores, constitui uma base para entendimentos operacionais de coordenação dos trabalhos desses supervisores (quer prevenindo lacunas de intervenção, quer facilitando a resolução de situações inversas de potencial sobreposição em determinadas situações concretas) e oferece, também, uma base institucional para o desenvolvimento de múltiplos grupos de trabalho conjuntos entre as autoridades de supervisão (gerando relações funcionais permanentes entre os supervisores com intensa participação do respetivo corpo técnico).<sup>108</sup>

Enquanto suporte permanente para o desenvolvimento de entendimentos específicos entre os supervisores que, em função de vicissitudes particulares de evolução do sistema financeiro se mostrem necessários, para além do MoU geral existente entre esses supervisores (já referido), o CFR foi, v.g., a sede para a celebração em plena crise financeira internacional de um importante *Memorandum of Understanding on Financial Distress Management* (de setembro de 2008) do qual foram subscritores precisamente os membros do Conselho, estabelecendo mecanismos coordenados de intervenção e de resposta a tensões do sistema financeiro (na prática, um verdadeiro mecanismo coordenado de intervenção para **gestão de situações de crise** que correspondem precisamente, como vimos observando, aos momentos críticos em que a relação de cooperação entre os supervisores é testada de forma mais exigente e tende frequentemente a conhecer falhas importantes).

- c) Essa dimensão fundamental de **coordenação** inscrita nesta variante compósita e algo *sui generis* de modelo *Twin Peaks* australiano tem sido apontada como um elemento fundamental para o desempenho globalmente positivo reconhecido a esse modelo no decurso da crise financeira internacional.<sup>109</sup> Não obstante esse reconhecimento geral, os resultados do funcionamento do sistema não são universalmente tidos como sempre positivos e têm sido detetadas falhas ao nível de um dos pilares do quadro de supervisão especializada por objetivos australiano.

Curiosamente, e numa experiência praticamente oposta à do Reino Unido entre 2001 e 2013 (já *supra* comentada), em que foram identificadas falhas e desequilíbrios em relação à vertente prudencial de supervisão afetada por um aparente enfoque prioritário concedido à vertente comportamental, no caso australiano foram apuradas falhas ou insuficiências em especial nesta segunda vertente (*market misconduct* e proteção de consumidores).

Na verdade, diversos inquéritos parlamentares a nível especializado na Câmara alta

australiana analisaram criticamente várias experiências problemáticas a nível de consulta financeira a investidores e clientes de serviços financeiros, como, *v.g.*, os casos relativos ao *Commonwealth Bank (CBA)* ou ao *Macquarie Bank*.<sup>110</sup>

Nesses casos, o deficiente acompanhamento por parte da *ASIC* (correspondente ao "pico" institucional da supervisão comportamental) das práticas comerciais questionáveis mantidas pelas instituições financeiras envolvidas parece ter evidenciado, em última análise, que o modelo *Twin Peaks* australiano não esteve imune a desequilíbrios importantes no seu funcionamento.

Essas falhas de supervisão do pilar comportamental terão inclusivamente influenciado algumas das recomendações do muito recente *Financial System Inquiry Report*, de novembro de 2014,<sup>111</sup> a cargo de uma comissão especializada de peritos, e que – quase vinte anos após o *Relatório da Comissão Wallis*, *cit.* – recebeu o mandato de passar criticamente em revista o enquadramento do sistema financeiro australiano e examinar suas possíveis melhorias à luz de evoluções verificadas desde a adoção do sistema *Twin Peaks* em 1997 (Relatório ao qual nos referiremos de modo abreviado como FSI-2014).

Referimo-nos aqui especialmente às recomendações deste FSI-2014 no sentido da futura criação de um *Financial Regulator Assessment Board* analisando regularmente o modo como cada autoridade de supervisão exerceu o seu mandato (o que certamente terá tido subjacente uma ponderação crítica sobre o desempenho menos positivo da *ASIC*, como supervisor comportamental).<sup>112</sup>

Trata-se de uma questão certamente controvertida que pode originar aspetos de escrutínio muito sensíveis e porventura difíceis de coadunar com a autonomia reforçada dos supervisores financeiros e que justificaria uma abordagem *ex professo* desse problema para a qual não existe aqui espaço. Importa, em contrapartida, ter presentes outros aspetos deste recente Relatório FSI-2014 a propósito da dimensão essencial

de coordenação de supervisores na arquitetura de supervisão (o que se aflora já no ponto seguinte).

- d) O Relatório FSI-2014 dedicou efetivamente considerável atenção à questão da coordenação dos diferentes supervisores tida como uma dimensão crítica para o sistema e de vital importância para o seu funcionamento equilibrado. Nesse quadro tomou em consideração, quer vertentes formais, quer vertentes mais informais dessa coordenação, passando em revista, seja os diferentes tipos de MoU que podem existir entre os vários supervisores, seja o papel, tido como absolutamente essencial para o equilíbrio do sistema globalmente considerado, da **instância de coordenação** que vem funcionando no sistema australiano desde 1998 (na prática desde a efetiva aplicação do modelo *Twin Peaks* na Austrália) – O Conselho de Reguladores Financeiros (CRF).

A esse respeito, embora a versão final do Relatório FSI-2014 não tenha vindo a propor formalmente uma alteração global do estatuto jurídico deste CRF, o relatório dá conta da discussão suscitada e desenvolvida por vários *stakeholders* relevantes que participaram na consulta pública na base do mesmo Relatório, suscitando uma desejável transformação desta instância de coordenação no sentido de lhe atribuir *statutory recognition* e alguns poderes substantivos próprios (que se situassem para além de uma intervenção consultiva ou de coordenação do exercício dos poderes próprios de cada autoridade congregada nesse Conselho).

Tratar-se-ia, assim, de "institucionalizar, desse modo, reforçar o papel do CRF, mediante a atribuição ao mesmo de personalidade coletiva própria e de alguns poderes públicos próprios, o que denota que as evoluções e possíveis transformações de tal instância de coordenação são apreendidas como estando no centro do funcionamento da versão australiana do modelo *Twin Peaks*.

Porventura um passo imediato de reforma nesse sentido, face aos termos conhecidos da discussão pública desenvolvida entre

2013 e 2014, não terá sido desde já contemplado devido a um menor aprofundamento de **opções alternativas** diversas de **institucionalização e reforço do CRF**, mediante, v.g. a atribuição ao mesmo de personalidade coletiva e de uma pequena estrutura técnica própria, mas limitando significativamente os poderes próprios do CRF, orientando-os largamente para uma coordenação do exercício de poderes que formalmente se mantivessem nas autoridades de supervisão representadas no Conselho. A discussão em torno das condições de reforço de instâncias de coordenação de supervisores colocadas no centro das arquiteturas de supervisão ficou, contudo, lançada em termos internacionais (como se comprovará, v.g., com a discussão pública em torno da opção em curso de concretização de adoção de um modelo *Twin Peaks*, também com elementos compósitos, na África do Sul, que referiremos infra, 3.3.5., de modo extremamente sucinto).

### 3.3.5. Experiências de aplicação do modelo *Twin Peaks* – O caso Holandês

a) A segunda experiência de aplicação do modelo *Twin Peaks* após o caso pioneiro australiano foi a Holandesa. Importa, pois, abordar brevemente o caso holandês como um segundo caso paradigmático de aplicação deste modelo de supervisão, com a reforma adotada em 2002,<sup>113</sup> mediante a concentração das funções de supervisão prudencial no banco central Holandês (*De Nederlandsche Bank – DNB*) e a concentração de funções de supervisão comportamental numa Autoridade para os Mercados Financeiros.

Uma variável importante a assinalar nestes dois primeiros casos de referência em termos internacionais de adoção do modelo concetual *Twin Peaks* (Austrália e Holanda), resulta de, no caso Holandês, o banco central ter concentrado funções unificadas de supervisão prudencial *vis a vis* uma autoridade de supervisão comportamental – Autoridade para os Mercados Financeiros, *Autoriteit Financiële Markten / AFM* – enquanto

no caso Australiano, o supervisor prudencial único correspondeu, como já observámos, a entidade separada do banco central. Assim, de certo modo, o sistema aplicado na Holanda desde 2002 (com algumas etapas da reforma concretizadas até 2005) configura uma variante do modelo *Twin Peaks* que comporta paralelismos com a situação emergente da recente reforma de 2013 no Reino Unido (que já abordámos *supra*, 3.2.).

Curiosamente, embora à semelhança do modelo de supervisor financeiro único do Reino Unido desde 1997 até à eclosão da crise financeira internacional, esta arquitetura de supervisão holandesa tenha sido referenciada de forma positiva em análises internacionais (incluindo do FMI), diversos problemas de desempenho dessa arquitetura evidenciados por essa crise foram expressamente reconhecidos (*maxime* na área prudencial) pelas próprias autoridades de supervisão<sup>114</sup> e justificam, até certo ponto uma reavaliação crítica do sistema em causa (aflorada nos pontos seguintes).

b) A reforma do modelo de supervisão desencadeada na Holanda desde 2002 foi inspirada em alguns dos pressupostos concetuais nucleares do modelo *Twin Peaks*, expressamente trazidos à colação na preparação da reforma. Referimo-nos, designadamente, à ideia de que o enquadramento institucional da supervisão deve ser adaptável às transformações em curso no sistema financeiro, considerando-se, nesse quadro, que os objetivos da supervisão serão mais estáveis do que as características institucionais do sistema financeiro, oferecendo assim um melhor ponto de referência para a estrutura organizacional da supervisão<sup>115</sup> (e tomando-se como referência as grandes transformações verificadas no sistema financeiro holandês no final do século passado, levando a que este viesse a ser dominado por um conjunto restrito de grandes conglomerados financeiros centralizando funções essenciais de gestão de risco numa perspetiva transversal em relação aos sub-setores tradicionais do sistema financeiro e oferecendo, também,

produtos financeiros cada vez mais complexos e difíceis de reconduzir às classificações setoriais tradicionais).

Assumida a opção nuclear *Twin Peaks* de especialização por objetivos das autoridades de supervisão, tal conduziu a uma consolidação de funções de supervisão micro e macroprudencial numa única autoridade no seio do banco central (DNB) e o estabelecimento de uma segunda autoridade de supervisão comportamental (Autoridade para os Mercados Financeiros, *Autoriteit Financiële Markten / AFM*) a partir da transformação da anterior autoridade do mercado de capitais (*Stichting Toezicht Effectenverkeer – STE*), cujas responsabilidades micro-prudenciais por atividades desenvolvidas no mercado de capitais foram transferidas para o DNB.

Por seu turno, o anterior supervisor de seguros e fundos de pensões (*Pensioen-en Verzekeringskamer – PVK*) intensificou num primeiro momento a cooperação e a progressiva integração de atividades em muitas áreas micro-prudenciais com o DNB, ao mesmo tempo que transferiu as suas responsabilidades de supervisão comportamental para a *AFM*. Num segundo momento foi aprovada a sua total integração no DNB, que se consumou entre 2004 e 2005 (no quadro de um processo que foi desde modo faseado ou gradual, permitindo tal faseamento mitigar os problemas de transição para o modelo *Twin Peaks*).

Estas alterações faseadas haviam sido no seu conjunto precedidas pela criação, em 1999, de um Conselho de Supervisores Financeiros (*Raad van Financiële Toezichthouders – RFT*) para coordenar as atuações dos anteriores supervisores setoriais. Os seus trabalhos, de algum modo, criaram o impulso para a reorientação geral do modelo de supervisão encetada em 2002, mantendo-se o RTF no quadro da concretização inicial do novo modelo *Twin Peaks*, embora não parecendo assumir o mesmo papel central que a instância de coordenação de supervisores assumiu na Austrália (igualmente num modelo *Twin Peaks* que caracterizámos

na secção precedente). Na realidade, a dimensão de coordenação pareceu predominantemente concretizada através de um acordo de cooperação entre supervisores, num momento inicial (2002) congregando o DNB, o *PVK* e a *AFM* e, em revisões ulteriores, apenas os dois vértices institucionais (DNB e *AFM*) do modelo *Twin Peaks* implantado.

Esse acordo de cooperação foi orientado não apenas para certos aspetos práticos da gestão das atividades respetivas de supervisão do DNB e da *AFM*, mas, sobretudo, para evitar riscos de sobreposição e consequente imposições de exigências ou encargos regulatórios excessivos. Entre outros aspetos, a disciplina desse acordo de cooperação – mais vigorosa do que a de memorandos de entendimento mais formais e genéricos de alguma forma recorrentes entre autoridades especializadas de supervisão em várias jurisdições – compreendia i) a designação de uma autoridade líder com responsabilidades globais de supervisão (incluindo licenciamento) de categorias de instituições financeiras e coordenação de atividades de supervisão respeitantes às mesmas, ii) entendimentos quanto aos aspetos de gestão de instituições financeiras supervisionadas cobertos pela supervisão prudencial e quanto aos aspetos cobertos pela supervisão comportamental e iii) regras de consulta recíproca e partilha de informação (estabelecendo-se, também, a revisão periódica obrigatória do acordo de cooperação, por forma a adaptá-lo em permanência às evoluções verificadas no sistema financeiro).

- c) A dimensão de **coordenação** do sistema de supervisão predominantemente concretizada através de acordos de cooperação mais pormenorizados e revistos com grande regularidade não parece, contudo, ter sempre funcionado de modo eficaz (numa experiência, a esse título, porventura menos positiva do que a australiana, que terá beneficiado de uma maior ênfase colocada num conselho de supervisores).

Assim, em alguns precedentes de referência, designadamente no que respeita a avaliações

de *fit and proper* de gestores de instituições financeiras esse enquadramento de coordenação não evitou avaliações públicas dissonantes do DNB e da AFM (por exemplo, num caso de elevada repercussão pública, com a avaliação de *fit and proper* positiva do ex-ministro das finanças Gerrit Zalm por parte do DNB a prevalecer sobre uma avaliação negativa da AFM).<sup>116</sup>

Noutros planos, a formulação holandesa do modelo *Twin Peaks* parece também não ter sido isenta de problemas, em particular ao nível do pilar prudencial e das exigências acrescidas que a superior complexidade trazida por uma nova vertente de supervisão macroprudencial veio introduzir no funcionamento dos sistemas de supervisão financeira (como já se aflorou na Introdução, *supra*, Parte I, ponto 2.1.). Essas questões tendem, na verdade, a colocar-se quanto à estrutura de governo do supervisor prudencial por forma a permitir decisões ou intervenções mais assertivas em casos com relevância macroprudencial (não parecendo ainda ter sido encontrado o melhor enquadramento organizativo no supervisor prudencial, em ordem a assegurar o melhor e mais equilibrado interface entre as áreas de política microprudencial, macroprudencial e de política monetária).

Tal poderá envolver ajustamentos no seio do DNB por forma a, utilizando formulações institucionais mais elaboradas como as contemplados no Banco de Inglaterra desde 2013 e no Banco de França, que se converteu também num pilar de um modelo *Twin Peaks* após uma reforma desencadeada em 2010,<sup>117</sup> estabelecer dentro do próprio banco central uma estrutura institucional subsidiária, com elevada autonomia para conduzir a supervisão microprudencial, e uma estrutura dedicada à estabilidade financeira, porventura com membros externos ao DNB e numa relação de coordenação organizada com outras entidades também externas ao DNB.

Essas questões relativas ao governo e metodologias de atuação do supervisor prudencial, com esse menos bem resolvido interface entre as dimensões micro e

macroprudencial, parece também ter contribuído para os problemas financeiros agudos e algumas situações de rutura verificadas em diversos grupos bancários e fundos de pensões (levando a que o desempenho do sistema de supervisão holandês não passasse de forma inteiramente satisfatória o teste da crise financeira internacional). Assim, embora o DNB tivesse procurado, por antecipação, salvaguardar as condições financeiras de atuação de grupos bancários, realizado *stress tests* de liquidez antes da crise 2007-2009, o seu desempenho veio a ser fortemente criticado (v.g. no relatório da denominada Comissão *De Wit*, de 2010<sup>118</sup>) por falta de utilização tempestiva de utilização de todos os instrumentos de que poderia dispor para salvaguardar a estabilidade financeira nos casos ABN Amro / Fortis (redundando numa nacionalização em condições de emergência), bem como no caso ING, que originou também uma nacionalização.<sup>119</sup> Idênticos problemas se verificaram ainda, mais recentemente, com o grupo bancário e segurador SNS REAAL.<sup>120</sup>

O desempenho do DNB foi também objeto de avaliação crítica a propósito da falência do *DSB Bank* em 2009 pela denominada Comissão *Scheltema*,<sup>121</sup> embora, uma vez mais, pareçam ter sido trazidos à colação como fatores críticos aspetos relacionados com o enquadramento de governo interno do supervisor prudencial e não com razões especificamente atinentes ao modelo *Twin Peaks*.

Em contrapartida, o próprio supervisor prudencial veio a reconhecer *a posteriori* sobre o caso *DSB* uma interconexão entre elementos de escrutínio da conduta de mercado, v.g. relacionados com a expansão de empréstimos para aquisição de casa a devedores com baixos rendimentos e escasso património, e consequências prudenciais de tal conduta de mercado, o que justificará uma intensificação da cooperação com a autoridade de supervisão comportamental (AFM) sempre que as circunstâncias o aconselharem. Nesse sentido, parece ter-se verificado uma menor apreensão, em certos momentos, das consequências

prudenciais de problemas de conduta de mercado, denotando uma articulação menos eficaz entre o supervisor prudencial e o supervisor comportamental.<sup>122</sup>

### 3.3.6. Outras experiências de aplicação do modelo *Twin Peaks*

#### a) Outras experiências de aplicação do modelo *Twin Peaks* – Visão geral

Na sequência dos dois casos de referência em termos internacionais de adoção do modelo *Twin Peaks* de supervisão financeira – da Austrália e da Holanda (*supra* caracterizados) – é, na realidade, possível identificar uma segunda vaga de reforma das arquiteturas de supervisão tendente à aplicação em algumas jurisdições de diversas variantes deste modelo (com graus compósitos muito variáveis).

Está-se, contudo, longe de poder afirmar a existência de um verdadeiro movimento convergente no plano internacional no sentido de que este se torne o modelo dominante de supervisão financeiro e, sobretudo, no plano supranacional europeu, as referências prospetivas constantes do *Relatório Larosière* no sentido de possíveis ou eventuais evoluções da arquitetura do sistema europeu de supervisão financeira que viessem a ser enquadradas por uma variante do modelo *Twin Peaks* não foram, como já se observou, confirmadas (seguindo-se uma via diversa com a criação do MUS).

De qualquer modo, justificam-se algumas referências sucintas a alguns casos nacionais que se mostrem especialmente representativos desta segunda e mais recente vaga de reforma das arquiteturas de supervisão financeira com base em modelos *Twin Peaks* (ou modelos aproximados, pois, como já temos reiterado, corresponde a uma **simplificação excessiva e tecnicamente não fundamentada** admitir de modo acrítico que várias das soluções adotadas corresponderão a utilizações desse modelo *Twin Peaks qua tale*, quando a tendência real que se pode identificar é para a utilização de

modelos com um grau híbrido ou compósito cada vez mais acentuado).

Neste quadro, mostram-se pertinentes algumas referências sucintas às experiências da França, da Bélgica, e à experiência muito recente e ainda em fluxo da África do Sul, de utilização de arquiteturas de supervisão financeira que se aproximam do modelo *Twin Peaks* (destacando de alguma forma esta última, seja como caso mais recente, seja como caso em que se vem concedendo especial enfoque na discussão sobre as configurações várias do modelo a adotar ao **problema central da coordenação entre supervisores**, numa ponderação muito influenciada, por seu turno, pela recente discussão pública na Austrália em torno do Relatório FSI-2014, cit.<sup>123</sup>).

#### b) O caso da França

No caso francês a reforma do modelo nacional de supervisão financeira foi claramente desencadeada (em 2010) na sequência da crise financeira internacional, envolvendo o estabelecimento de um pilar predominantemente prudencial de supervisão, com base na *Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP)* no quadro do banco central francês – seguindo um modelo de alguma forma desenvolvido também na recente reforma de 2013 do Reino Unido, já referida, assente na criação de um organismo autónomo ou juridicamente subsidiário no seio do próprio banco central.<sup>124</sup> A esta autoridade de supervisão prudencial (*ACP*) foi cometida responsabilidade de escrutinar a estabilidade financeira de bancos e seguradoras bem como a de supervisionar nessa ótica prudencial os prestadores de serviços de investimento e os fornecedores de infra-estruturas de mercado no sistema financeiro. A par da *ACP*, a *Autorité des Marchés Financiers (AMF)* originariamente criada em 2003, constitui o segundo pilar institucional do sistema, assegurando, no essencial, a supervisão comportamental (*market and business conduct*) de todas as entidades que operam no sistema financeiro (sem prejuízo de algumas outras funções residuais).



Para efeitos de **coordenação** entre os pilares do sistema, em articulação com funções transversais de salvaguarda da estabilidade do sistema financeiro como um todo, foi estabelecido um *Conseil de Régulation Financière et du Risque Systémique (COREFRIS)*, entretanto transformado pela *Loi de séparation et de régulation des affaires bancaires*, de 26 de julho de 2013 em *Haut Conseil de Stabilité Financière (HCSF)*, contemplando-se, então, um significativo reforço das suas atribuições e poderes (os quais passam a incluir em domínios ligados à estabilidade do sistema financeiro poderes jurídicos vinculativos próprios e não meras recomendações ou orientações, o que envolve indiscutivelmente um novo patamar qualitativo institucional de atuação deste Conselho como organismo intermédio e de coordenação, sem representar apenas uma "emanação" das atuações das autoridades no mesmo representadas)<sup>125</sup>

Este novo Conselho assim reforçado integra o Ministro das Finanças, o Governador do Banco de França e Presidente da Autoridade Prudencial [que entretanto viu também serem-lhe atribuídos poderes como autoridade nacional de resolução bancária (*Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution – ACPR*)], o Vice-Presidente desta *ACPR*, o Presidente da *AMF* (autoridade de supervisão comportamental), o Presidente da *Autorité des Normes Comptables (ANC)*, e três membros externos (na qualidade de especialistas reconhecidos no setor financeiro).

Num traço muito relevante desta segunda etapa de consolidação de um modelo *Twin Peaks* compósito e *sui generis* em França (de 2013), esta nova instância de coordenação, mantendo os dois pilares nucleares do sistema, assume um papel primordial na arquitetura de supervisão financeira, **combinando**, no que parece representar uma tendência em formação em várias jurisdições:

- i) competências de coordenação da política de supervisão macro-prudencial;
- ii) e centralizando as funções de cooperação permanente e troca de informações entre as autoridades de supervisão financeira.<sup>126</sup>

Noutro plano, a cooperação entre os pilares institucionais de supervisão prudencial (*ACPR*) e comportamental (*AMF*) tem, também, expressão na criação em 2010 do chamado *pôle commun*, congregando estas duas autoridades para efeitos de controlo transversal de produtos financeiros e para reagir a queixas de consumidores de serviços financeiros.<sup>127</sup>

### c) O caso da Bélgica

Na Bélgica o modelo *Twin Peaks* foi introduzido e consolidado em duas etapas essenciais entre 2011 e 2013, mediante o estabelecimento de um pilar institucional de supervisão prudencial sediado no banco central belga (NBB) e um pilar de supervisão comportamental correspondente à Autoridade dos Mercados e Serviços Financeiros (FSMA).

Na medida em que o NBB é reconhecido como responsável pela estabilidade do sistema financeiro belga, com funções de supervisão macroprudencial e responsabilidades pela coordenação da gestão de crises financeiros, acaba, em última análise, por constituir a principal autoridade de supervisão financeira, apesar da estrutura dual do sistema. De qualquer modo, no quadro de um modelo que poderia ser configurado após a primeira reforma de 2011 como algo desequilibrado a favor do pilar prudencial (macro e microprudencial), a mais recente reforma, de 2013, veio compensar esse aspeto ao reforçar significativamente os poderes da FSMA, com vista a assegurar a transparência do mercado e a proteção dos investidores (v.g. reforçando poderes de investigação desta autoridade, que passam a poder envolver o chamado *mystery shopping* e medidas intrusivas de controlo como a obrigação das instituições financeiras de assegurarem à FSMA acesso remoto permanente aos seus websites de serviços financeiros contendo informação financeira e o *portfolio* de produtos financeiros oferecidos aos clientes, com ressalva das áreas individuais protegidas de cada cliente para transações eletrónicas próprias).



A coordenação das atividades das duas autoridades de supervisão é imposta pela legislação aplicável,<sup>128</sup> a qual determina também a celebração obrigatória de um protocolo de cooperação entre essas autoridades. Esse protocolo, não disciplinado diretamente pela lei mas resultante de imposição legal direta – que veio a ser concluído em 14 março 2013 –<sup>129</sup> estabelece procedimentos de troca de informação e de consulta recíproca, designadamente sob a forma de um "diálogo" entre supervisores na sequência do qual a autoridade com poderes específicos de atuação em certo domínio intervém sob sua exclusiva responsabilidade. Para além disso, este protocolo de 2013 instituiu dois comités – comité de ligação e um comité de política conjunta de supervisão – com vista a articular ações de supervisão entre os dois pilares do sistema de supervisão belga.

#### d) O caso da África do Sul

Na África do Sul vem sendo contemplada desde 2007, com a avaliação do sistema nacional de supervisão então empreendida, a transição para um modelo *Twin Peaks* de supervisão financeira. Esta teve com ponto de partida formal a divulgação e colocação em consulta pública de um primeiro Projeto de *Financial Sector Regulation (FSR) Bill*, em dezembro de 2013, gerando alguns essenciais *Discussion Documents* do Tesouro, como o de dezembro de 2014, intitulado *Treating Customers Fairly in the Financial Sector: A Draft Market Conduct Policy Framework for South Africa*.

No centro da reorganização institucional delineada encontra-se a criação de duas autoridades de supervisão, compreendendo um pilar prudencial assegurado pela *Prudential Authority (PA)* (Capítulo 3 do projeto de *Bill*, cit) e um pilar de supervisão comportamental assegurado pela *Financial Sector Conduct Authority (FSCA)* (Capítulo 4 do projeto de *Bill*, cit). O sistema contempla, ainda, a inovação institucional utilizada nas reformas de 2010 em França e de 2013 no Reino Unido de integrar a *PA*, como entidade autónoma, no banco central (*South African*

*Reserve Bank – SARB*), prevendo-se que esta opere *within the administration of the Reserve Bank*.<sup>130</sup>

O modelo particular de *Twin Peaks* em curso de adoção na África do Sul suscita duas questões primaciais para a discussão internacional do tema, compreendendo, por um lado, a variante desse modelo que implica estabelecer uma autoridade prudencial autónoma sedeadada no banco central mas com condições jurídicas que lhe assegurem na prática verdadeira independência operacional e, por outro lado, a questão relativa à **coordenação das diferentes funções de supervisão financeira**, que se mostra transversal aos vários modelos alternativos de supervisão e, porventura, o elemento decisivo para o seu equilíbrio independentemente dos modelos de base utilizados (e suas variantes compósitas).

Esta segunda questão encerra, também, um problema conexo relativo às funções, tipo de poderes e natureza jurídica-institucional de uma entidade de coordenação de supervisores que seja criada para assegurar esse papel verdadeiramente primordial e no centro do sistema de supervisão. Considerando que já aflorámos a primeira questão a propósito dos casos do Reino Unido e da França, justifica-se algum enfoque na segunda questão (até pela sua relevância direta para reflexões críticas sobre o papel e possíveis reformas do CNSF em Portugal).

Essa segunda questão tem sido objeto de larga discussão no quadro do desenvolvimento da reforma em curso na África do Sul, beneficiando da discussão pública muito orientada para essa matéria associada ao Relatório FSI-2014, cit. (que já abordámos *supra*, 3.3.4.). Um dos aspetos essenciais aqui equacionados diz respeito à suficiência, ou não, de instrumentos de *soft law*, ou relativamente informais, para assegurar de modo realmente efetivo as necessidades complexas e plurifacetadas de coordenação entre supervisores financeiros (como, *v.g.*, memorandos de entendimentos entre supervisores ou instâncias de coordenação

em que os reguladores estejam representados, mas sem personalidade coletiva e reais poderes jurídicos próprios, atuando sobretudo como entidades facilitadoras de procedimentos de articulação de atuações dos supervisores relativamente informais e genéricos).<sup>131</sup>

Ora, os termos dessa discussão na África do Sul têm-se orientado para um modelo mais institucionalizado (e de *hard law*) de coordenação dos supervisores financeiros, uma vez que se contempla a criação de um *Council of Financial Regulators (CFR)*, que, diversamente da entidade congénere no modelo *Twin Peaks* australiano, deverá ter uma base estatutária própria (ou configurar uma pessoa jurídica autónoma nos termos do *FSR Bill*, cit., com “*statutory recognition*”). Outro aspeto conexo que não parece ainda completamente resolvido na reforma sul-africana diz respeito à extensão e tipo de poderes próprios do *CFR*.<sup>132</sup> A atribuição de alguns poderes jurídicos próprios (de natureza não meramente consultiva) ao *CRF* pareceria mais consentânea com a maior institucionalização desse Conselho, por comparação com o correspondente Conselho de coordenação australiano (na linha, de resto, da transposição do limiar qualitativo da institucionalização e reforço deste tipo de Conselhos de supervisores verificada recentemente em França, com a atribuição de poderes jurídicos vinculativos em certos domínios a este tipo de entidades).

### 3.4. Balanço conclusivo

A análise crítica comparada de algumas das principais e mais representativas experiências de aplicação do modelo *Twin Peaks* de supervisão financeira evidencia um excesso de simplificação nas apresentações mais recorrentes das vantagens desse modelo.

O excesso de simplificação verifica-se, desde logo, na teorização de uma suposta matriz única desse modelo, com vantagens intrinsecamente associadas ao seu programa de especialização por objetivos, quando a realidade demonstra uma tendência para a aplicação crescente de **versões cada vez mais híbridas** de arquiteturas

de supervisão com pontos de contacto com a ideia concetual de base subjacente à teorização desse modelo *Twin Peaks* (mas combinando elementos de diversos modelos e variando consideravelmente na configuração institucional do pilar prudencial, que parece encontrar-se crescentemente sedado nos bancos centrais, embora com construções institucionais mais originais envolvendo a criação de entidades autónomas, subsidiárias, no seio dos bancos centrais).

Essa tendência para formulações mais complexas e diversificadas de modelos compósitos aparentados ao modelo *Twin Peaks* resulta, também, do patamar superior de complexidade que vem sendo incorporado nos sistemas de supervisão com a nova vertente de controlo macroprudencial e controlo de risco sistémico quanto ao sistema financeiro como um todo.

Esta vertente convoca largamente os conhecimentos e *know-how* especializados dos bancos centrais e, ao mesmo tempo, reforça sobremaneira as necessidades transversais de **coordenação** entre diversas funções de supervisão e as autoridades que as prossigam, independentemente do modelo institucional de base utilizado. A importância central dessas funções de **coordenação** no sistema de supervisão faz, por seu turno, avultar a importância de **organismos específicos de coordenação** dos supervisores, quer estes estejam mais, ou menos, diretamente associados ao exercício da supervisão macroprudencial, deslocando para esse plano o eixo das reformas das arquiteturas de supervisão e relativizando a importância e alcance da sua matriz institucional de base (setorial ou *Twin Peaks* ou, mesmo, de supervisor único).

A experiência comparativa do funcionamento *in concreto* das múltiplas variantes do modelo tipo *Twin Peaks* (em rigor, como acima referido, modelos híbridos) vem ainda evidenciando que também corresponde a uma simplificação excessiva – num quadro em que se reconheça a importância decisiva da **dimensão de coordenação de supervisores** – qualquer ideia de uma espécie de superioridade intrínseca do modelo *Twin Peaks* nesse plano (como intrinsecamente facilitador dos elementos de coordenação).

Assim, se em algumas análises se preconiza que este modelo se mostra menos suscetível de sobreposições funcionais e correspondentes conflitos do que o modelo setorial, e menos suscetível de conflitos internos de interesse comparativamente com o modelo de supervisor único,<sup>133</sup> a avaliação, numa base empírica, do seu funcionamento mostra uma realidade diversa. Na verdade, verifica-se que,

- por um lado, esses **conflitos de interesses** podem ser **externalizados** sob forma mais aguda, e que tende a agravar-se a propósito da gestão de situações de crise;
- e, por outro lado, que o **risco de sobreposição** pode com alguma facilidade transmutar-se seja num i) **risco de descontinuidades ou lacunas na intervenção de supervisão**, com cada autoridade concentrada nas áreas nucleares da sua estratégia diferenciada de supervisão e subestimando a intercomunicabilidade entre os problemas comportamentais e prudenciais, seja num ii) **risco de conflito frontal e maior dificuldade de comunicação** entre as autoridades, que também se pode agravar em situações de crise (tornando mais necessários os mecanismos de coordenação).

## Notas

1. Sobre o alcance dessa alteração à lei de delimitação de setores, cfr., *inter alia*, Sérgio do Cabo, "A Delimitação de Setores na Jurisprudência da Comissão Constitucional e do Tribunal Constitucional", Lisboa, FDL, 1991.
2. Alterações à Lei-Quadro das Privatizações através da Lei n.º 102/2003, de 15 de novembro, e da Lei n.º 50/2011, de 13 de setembro.
3. Sobre essa reprodução da metodologia da Segunda Diretiva de Coordenação Bancária quanto a outros sub-setores do sistema financeiro, cfr. Luís Silva Morais "Droit des Assurances – L'Intégration juridique dans l'Espace de l'Union Européenne en Matière d'Assurances" – *Rapport National – Portugal – Journées 2000 – Association HENRI CAPITANT, in Revista da Faculdade de Direito de Lisboa, 2001*, pp. 201 ss.
4. Caracterização que aqui se retira de uma passagem do Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de abril, nos termos e com base no qual foi criada a Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários.
5. Reportamo-nos aqui a um afloramento limitado neste modelo tripartido de base setorial de uma dimensão funcional acessória do modelo setorial no que respeita a supervisão de atividades e instrumentos financeiros desenvolvidos no mercado de capitais independentemente do tipo de instituição envolvida (a qual veio sendo progressivamente expandida no modelo Português). Temos presente aqui uma ideia de **modelo ou dimensão funcional de supervisão** no sentido em que esta é considerada em "The Structure of Financial Supervision", *G30*, cit, esp p. 24. Como aí se refere, "Under the Functional Approach, supervisory oversight is determined by the business that is being transacted by the entity, without regard to its legal status. Each type of business may have its own functional regulator". No entanto, o afloramento que aqui consideramos no modelo português é claramente secundário e não corresponde a qualquer modelo funcional "puro" (note-se por outro lado que algumas caracterizações sistemáticas de modelos institucionais de supervisão não autonomizam o modelo funcional, considerando apenas a par do modelo tradicional setorial, os modelos de supervisor único e *Twin Peaks*).
6. Na extensa doutrina analisando o *Relatório Lamfalussy* e os seus corolários, cfr., *inter alia*, Jennifer Payne, "The Way Forward in European Securities Regulation: Regulatory Competition or Mandatory Regulation?" (November 2006). *BETTER REGULATION*, Steve Weatherill, ed., Hart Publishing, 2007.
7. Sobre estas bases ainda incipientes de uma arquitetura regulatória europeia pós-Lamfalussy, cfr., *inter alia*, Cervellati, Enrico Maria and Fioriti, Eleonora, "Financial Supervision in EU Countries". Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=873064>
8. Sobre a ideia de custos de transição e custos de transação, que se podem revelar desproporcionados, inerentes a certas reformas regulatórias e alterações de modelos institucionais de regulação económica *lato sensu* cfr., *inter alia*, Barak D. Richman, Christopher Boerner, "A Transaction Cost Economizing Approach to Regulation: Understanding the NIMBY Problem and Improving Regulatory Responses" (March 1, 2011). *Yale Journal on Regulation*, Winter 2006; *Duke Law School Legal Studies Paper No. 56*. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=717961>; Antonio Estache, David Martimort, "Politics, Transaction Costs, and the Design of Regulatory Institutions" (March 1999). *World Bank Policy Research Working Paper No. 2073*. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=620512>
9. Não tem cabimento aqui uma análise *ex professo* desenvolvida do enquadramento institucional e estatutário do Banco de Portugal, cuja evolução nos interessa fundamentalmente desde a estabilização da matriz essencial do modelo tripartido institucional ou setorial de supervisão financeira em Portugal, a qual situámos no essencial a partir de 1991, com a criação do terceiro vértice institucional desse modelo tripartido.
10. Lei n.º 5/98, de 31 de janeiro, sucessivamente alterada pelo Decreto-Lei n.º 118/2001, de 17 de abril, pelo Decreto-Lei n.º 50/2004, de 10 de março, pelo Decreto-Lei n.º 39/2007, de 20 de fevereiro, pelo Decreto-Lei n.º 31-A/2012, de 10 de fevereiro, pelo Decreto-Lei n.º 142/2013, de 18 de outubro, pela Lei n.º 23-A/2015, de 26 de março, e pela Lei n.º 39/2015, de 25 de maio.
11. Reportamo-nos aqui à Lei n.º 67/2013, de 28 de agosto.
12. Sobre esse enquadramento sistemático, a que retornaremos *infra*, ponto 1.2.4. desta Parte II, e na Parte III, neste Estudo, e sobre as objeções que o mesmo deverá merecer, cfr., uma vez mais, Luís Silva Morais, "Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras – Algumas Questões Essenciais e Justificação do Perímetro do Regime face às Especificidades da Supervisão Financeira", cit.
13. Sendo aqui de assinalar que o acompanhamento e apreciação da incorporação dos parâmetros de Basileia 3 no enquadramento regulatório europeu já tem suscitado observações críticas (v.g. por parte do *Financial Stability Board*) quanto à consistência do cumprimento de Basileia 3 por parte de tal enquadramento europeu.
14. Reportamo-nos aqui ao regime previsto no artigo 16.º-A da *Lei Orgânica do Banco de Portugal* na redação introduzida pelo acima referido Decreto-Lei n.º 142/2013.
15. Cfr. a este propósito a passagem já citada dos "Core Principles of Basileia" (2012) no sentido de que "supervision should aim to reduce the probability and impact of a bank failure, including by working with resolution authorities, so that when failure occurs, it is in an orderly manner" (para. 16). Cfr. ainda ponto 51 dos mesmos *Core Principles*: "Effective crisis management frameworks and resolution regimes help to minimise potential disruptions to financial stability arising from banks and financial institutions that are in distress or failing. A sound institutional framework for crisis management and resolution requires a clear mandate and an effective legal underpinning for each relevant authority (such as banking supervisors, national resolution authorities, finance ministries and central banks)". No plano normativo da UE tenha-se presente o Regulamento (UE) n.º 806/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho (JOCE n.º L 225/1, 30/7/2014), relativo ao regime europeu de resolução bancária, consagrando a solução de separação de um pilar institucional europeu de resolução distinto do pilar institucional da supervisão bancária supranacional europeia do MUS (já referenciado).
16. Sobre os fundamentos essenciais destes desenvolvimentos normativos europeus em matéria de resolução bancária como uma nova geração de regimes de resolução bancária no sentido em que assim os caracteriza, cfr. John Armour, "Making Bank Resolution Credible", *ecgi – Law Working Paper No. 244/2014 – February 2014*.
17. Sobre a antecipação no ordenamento português de um regime de resolução bancária previamente ao estabelecimento do regime europeu na matéria, cfr. Luis Máximo dos Santos, "O Novo Regime Jurídico de Recuperação de Instituições de Crédito: Aspectos Fundamentais", in *Revista de Concorrência e Regulação*, n.º 9, janeiro-março 2012, pp. 203 ss. Sobre os desenvolvimentos ulteriores neste domínio, cfr. Pedro Lobo Xavier, "Das Medidas de Resolução de Instituições de Crédito em Portugal – Análise do Regime dos Bancos de Transição", in *Revista de Concorrência e Regulação*, n.º 18, abril-junho 2014, pp. 149 ss.

18. No que respeita à profunda interdependência entre essas duas funções justifica-se *v.g.* ter presentes as observações recentes de Charles Goodhart criticando a arquitetura europeia da união bancária com "um pilar de supervisão (MUS)" e "um pilar de resolução bancária (SRB)", e preconizando sinergias institucionais tendentes à integração institucional dessas funções (embora num registo muito crítico sobre a abordagem de resolução bancária), proferidas em Painel de discussão sobre perspectivas de supervisão bancária em Conferência realizada em Frankfurt a 4 de novembro de 2015, organizada pelo MUS e BCE no contexto do primeiro aniversário do funcionamento do MUS, registadas pelo A. do presente Estudo.

19. Cfr., a esse propósito, o regime estatutário estabelecido aquando da constituição do ISP em 1982, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 302/82, de 30 de julho.

20. Cfr. a esse propósito a afirmação constante do Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 289/2001 sobre o facto de já ter sido "desencadeada uma nova fase de evolução do sistema nacional de supervisão financeira que pressupõe a criação de uma nova estrutura institucional [CNSF, criado em 2000, como acima se observou], apta a impulsionar o aprofundamento da coordenação e articulação entre as três instituições que presentemente integram o sistema de supervisão do sector financeiro", referindo a esse título que assim se "justifica" (...) "acentuar a convergência dos enquadramentos estatutários dessas entidades".

21. Sobre esta vertente de supervisão comportamental na supervisão de seguros e as suas ramificações em termos de salvaguarda dos interesses dos consumidores de seguros, cfr. *inter alia*, B. Kim, W. Jean Kwon, "Financial Supervision, Financial Crisis and Life Insurance Companies: International Evidence in OECD Countries" (November 20, 2015), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=26934100> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2693410>

22. Sobre essa alteração da metodologia de intervenção da supervisão de seguros decorrente do quadro do mercado único de seguros, cfr., uma vez mais, B. Kim, W. Jean Kwon, "Financial Supervision, Financial Crisis and Life Insurance Companies: International Evidence in OECD Countries", cit.

23. Não há manifestamente espaço neste ponto da nossa análise para uma caracterização dos principais aspetos da reforma dos parâmetros prudenciais de supervisão das empresas de seguros por força da transição para o modelo de "solvência 2" longamente preparado. Para essa caracterização, incluindo uma perspectiva comparativa com Basileia 3 no domínio bancário cfr., por todos, Daniela Laas, Caroline Franziska Siegel, "Basel III versus Solvency II: An Analysis of Regulatory Consistency under the New Capital Standards" (February 27, 2015), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2248049> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2248049>

24. Lei n.º 67/2013, cit., que aprova o regime designado como "lei-quadro das entidades administrativas independentes com funções de regulação da atividade económica dos setores privado, público e cooperativo" e que neste Estudo designaremos sob forma abreviada e simplificada como Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras.

25. Cfr. sobre esta possível distinção entre as referidas dimensão institucional e dimensão funcional para delimitar o figurino e modelo de autoridade de supervisão financeira em causa, "The Structure of Financial Supervision", *G30*, cit., esp pp. 24.

26. Quanto a essas alterações ao Código dos Valores Mobiliários deverá destacar-se, designadamente, a que decorreu do Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de outubro, estabelecendo também processos de colaboração entre a CMVM e o Banco de Portugal na comunicação de registos de intermediários financeiros.

27. Sobre o enquadramento DMIF / MIFID I e II, cfr., por todos, para uma perspectiva global, Diego Valiante, Bashir Assi, "Mifid Implementation in the Midst of the Financial Crisis – Results of an ECMI Survey", *ECMI Research Report, No. 6 – February, 2011*.

28. Sobre os importantes desenvolvimentos no que respeita às perspectivas de maior envolvimento de supervisores financeiros na resolução extra-judicial de litígios, observando em contrapartida certos equilíbrios em função das óticas de supervisão prosseguidas por essas autoridades, cfr. vários estudos de referência de Christopher Hodges, incluindo, *v.g.*, C. Hodges, "Delivering Redress through Alternative Dispute Resolution and regulation" in *WH van Boom and G. Wagner* (eds), "Mass Torts in Europe: Cases and Reflections" (*De Gruyter 2014*); C. Hodges and others, "Consumer ADR in Europe", *Hart Publishing 2012*.

29. Níveis mais elevados de autonomia cuja necessidade foi afirmada no quadro do *Financial Sector Assessment Program* conduzido pelo FMI quanto ao sistema financeiro Português, de dezembro de 2006. Cfr. "Financial Sector Assessment Program – PORTUGAL – Basel Core Principles for Effective Banking Supervision – Detailed Assessment of Observance", *December 2006, IMF*.

30. Cfr. Luís Silva Morais, "Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras – Algumas Questões Essenciais e Justificação do Perímetro do Regime face às Especificidades da Supervisão Financeira", in *Revista da Concorrência e Regulação (C&R)*, cit., pp. 99 ss.

31. Cfr., uma vez mais, Luís Silva Morais, "Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras – Algumas Questões Essenciais e Justificação do Perímetro do Regime face às Especificidades da Supervisão Financeira", cit., esp pp. 111 ss.

32. Cfr., sobre este problema central da excessiva complexidade do setor financeiro e dos grupos financeiros, que transcende as questões de governo das instituições e respeita também aos contornos da atividade e tipo de instrumentos e modelos utilizados – como crucial desafio para a eficácia no presente dos processos de supervisão financeira – Arnoud Boot, "Banking at the Cross Roads: How to deal with Marketability and Complexity?", *Amsterdam Center for Law & Economics – Working Paper No. 2011-07*. Como aí se refere a propósito desse *leitmotif* de discussão em termos do tema geral "financial complexity", "This paper will focus on the structure of the banking industry, particularly the complexity of financial institutions. The starting point is that more recent financial innovations have complicated the governance of financial institutions by creating a dynamism that is hard to control. A fundamental feature of recent financial innovations is that they are often aimed at augmenting marketability, see for example securitization and related products like CDS and CDOs. Such marketability can augment diversification opportunities, yet as we will argue can also create instability (...). The other challenge is the complexity of financial institutions. The complexity as it exists now makes it very difficult for supervisors to act. Timely intervention seems virtually impossible. The so-called living wills may lead to some improvements, but more transparent business and industry structures seem indispensable".

33. Como sucedeu de forma paradigmática com as reformas decorrentes do *Gramm-Leach-Bliley Act* ("Financial Services Modernization Act") nos EUA (de setembro de 1999), revertendo as barreiras entre os subsectores do sistema financeiro que haviam sido criadas no rescaldo da grande depressão dos anos 30 (por força do *Glass-Steagall Act*, de 1933), e na UE, com o processo de construção do mercado único de serviços financeiros, na base de princípios de liberalização mínima, supervisão pelo país de origem e cooperação entre supervisores, numa construção normativa crescentemente densa e permitindo grupos financeiros com uma lógica mista atuando nos diversos subsectores do sistema financeiro.

34. Existe registo – *maxime* na comunicação social especializada, da qual não se justifica fazer aqui reconstituição – de várias declarações do Ministro das Finanças no XIII Governo Constitucional (Professor Sousa Franco) sobre intenções de ponderação de reforma do modelo nacional de supervisão financeira, mas as prioridades existentes à data em matéria de transição do Estado Português para o último estágio da UEM determinaram que o tema fosse reenviado para a legislatura seguinte (sem a criação de qualquer grupo de trabalho ou estudo especializado, nem de quaisquer consultas públicas nesse domínio).

35. Cfr., a esse propósito, Luís Silva Morais, "Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras – Algumas Questões Essenciais e Justificação do Perímetro do Regime face às Especificidades da Supervisão Financeira", cit.
36. Essa expressão – autoridades que "compõem" o CNSF – é utilizada no artigo 1.º do Decreto-Lei n.º 228/2000.
37. Cfr. sobre essa estrutura tripartida de poderes públicos, Luís Silva Morais, "A Função Reguladora e as Estruturas de Regulação na UE in A Europa e os Desafios do Século XXI", Paulo de Pitta e Cunha, Luís Silva Morais (Organizadores), cit., pp. 323 ss. Trata-se de uma estrutura tripartida de poderes públicos que encontramos sintomaticamente enunciada e prevista na Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras.
38. Cfr., a esse propósito, artigo 2.º, n.º 2, al. i) do Decreto-Lei n.º 228/2000.
39. Sobre os condicionamentos à circulação desse tipo de informação entre supervisores, cfr., *inter alia*, Stéphane Kerjean, "The Legal Implications of the Prudential Supervisory Assessment of Bank Mergers and Acquisitions under EU Law", *ECB Legal Working Paper Series, No. 6, June 2008*; Mark D. Flood, Jonathan Katzand Stephen J. Ong, Adam D. Smith., "Cryptography and the Economics of Supervisory Information: Balancing Transparency and Confidentiality" (*September 10, 2013*). *FRB of Cleveland Working Paper No. 13-12*, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2354038>
40. Como abordaremos *infra*, no início da Parte III, em jeito de prelúdio à discussão e de possíveis e desejáveis reformas do regime do CNSF, desde a criação desta entidade em 2000 foram concluídos Memorandos de Entendimento entre as autoridades especializadas congregadas no Conselho.
41. Cfr., sobre esta solução Australiana, *The Council of Financial Regulators*, "The Council of Financial Regulators", *series edited by the Council of Financial Regulators, Reserve Bank of Australia, 2001-2014*.
42. Sobre esta experiência da África do Sul, com a particularidade de representar o mais recente caso de transição para um Modelo *Twin Peaks* contemplando a criação no quadro desse sistema de um Conselho de Reguladores Financeiros, cfr., *inter alia*, Andrew J. Godwin, Andrew Schmulow, "The Financial Sector Regulation Bill in South Africa: Lessons from Australia", *CIFR – Centre for International Finance and Regulation, Working Paper No. 052/2015*.
43. Cfr. sobre esta experiência Chinesa, Hu Chen Chen, "Twin Peaks Financial Regulatory Regime in China: A Desirability Analysis", *LSN Research Paper Series No. 15-06*.
44. Cfr. sobre a matriz da anterior arquitetura regulatória europeia (*lato sensu*) para o sistema financeiro, assente nesses três princípios nucleares, Rosa Lastra, em "Towards a New Architecture for Financial Stability; Seven Principles" (em co-autoria com Luis Garicano), in *International Law in Financial Regulation and Monetary Affairs*, edited by Thomas Cottier, John H. Jackson, Rosa M. Lastra, *Oxford University Press, 2012*, pp. 72 ss.
45. Sobre o Comité Europeu de Risco Sistémico e o seu papel, cfr., *inter alia*, Elisabetta Gualandri, Mario Noera, "Towards a Macroprudential Policy in the EU: Main Issues" (*December 5, 2014*), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2534450> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2534450>
46. Cfr., para uma perspetiva geral sobre este pilar da nova arquitetura financeira na UE, e também em termos comparados, Cheng Hoon Lim, Ivo Krznar, Fabian Lipinsky, A. Otani, X. Wu., "The Macroprudential Framework: Policy Responsiveness and Institutional Arrangements" (*July 2013*). *IMF Working Paper No. 13/166*, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2307408>
47. Sobre a interação complexa entre as esferas de supervisão macroprudencial e microprudencial, cfr., *inter alia*, C. Papatthanassiou, "A European Framework for Macro-Prudential Oversight", in *Financial Regulation and Supervision – A Post-Crisis Analysis*, Eddy Wymeersch, Klaus Hopt, Guido Ferrarini, cit., II, 6.
48. Sobre estas três novas Autoridades Europeias cfr., por todos, Eddy Wymeersch, "Europe's New Financial Regulatory Bodies" (*April 11, 2011*), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1813811> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1813811>
49. Sobre a doutrina *Meroni* e a sua aplicação em relação ao processo de criação das novas autoridades europeias no domínio da regulação e supervisão financeira, cfr., em especial, Merijn Chamon, "EU Agencies Between Meroni and Romano or the Devil and the Deep Blue Sea", in *Common Market Law Review*, 2011, pp. 1055 ss. e Edoardo Chiti, Pedro Gustavo Teixeira, "The Constitutional Implications of the European Responses to the Financial and Public Debt Crisis", in *Common Market Law Review*, 2013, pp. 683 ss.
50. Reportamo-nos ao acórdão "Reino Unido / Parlamento e Conselho", de 22 de janeiro de 2014, proferido no processo C-270/12.
51. Cfr. a este propósito Eddy Wymeersch, "Europe's New Financial Regulatory Bodies", 2011, cit.
52. Cfr. também a este respeito, Eilís Ferran, "Crisis-Driven Regulatory Reform: Where the World is the EU Going?", in *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Eilís Ferran, Niamh Moloney, Jennifer Hill, John Coffee, JR, *Editors, Cambridge University Press, 2012*, pp. 48 ss.
53. Sobre essa espiral perversa cfr., por todos, Nicolas Véron, "Testimony on the European Debt and Financial Crisis", *Bruegel Policy Contribution, Issue 2011/11, September 2011*.
54. Sobre essa perspetiva de fragmentação financeira, cfr., por todos Benoît Coeuré, "The Way Back to Financial Integration – International Financial Integration and Fragmentation: Drivers and Policy Responses" – *Conference Organised by the Banco de España and the Reinventing Bretton Woods Committee, Madrid, 12 March, 2013*.
55. Sobre os contornos e previsível impacto da União Bancária Europeia, que trataremos mais diretamente na Parte IV, cfr. desde já, *inter alia*, Daniel Gros, Ansgar Belke, "Banking Union as a Shock Absorber – Lessons from the Eurozone from the US", *CEPS, Brussels, 2015*.
56. Sintomaticamente, a "Nota" que suportava a Consulta Pública referia a existência de "espaço para introduzir aperfeiçoamentos no modelo institucional de regulação e supervisão do sistema financeiro em Portugal que **vão para além das medidas atualmente em curso e das já adotadas no plano comunitário**". (ênfase acrescentada)
57. Reportamo-nos aqui, em especial, ao Relatório da Câmara dos Lordes do Reino Unido, "Banking Supervision and Regulation" – *HOUSE OF LORDS – Select Committee on Economic Affairs – 2nd Report of Session 2008-09 – "Banking Supervision and Regulation"*, na parte respeitante ao tratamento sistematizado de depoimentos de especialistas e stakeholders – *Volume II: Evidence, Ordered to be printed 19 May 2009 and published 2 June 2009 – Published by the Authority of the House of Lords*. Este Relatório encerrou uma notável reflexão crítica transversal sobre necessidades de reforma do enquadramento regulatório e de supervisão, salientando à partida a importância de um devido alinhamento dos modelos nacionais com a Europa bem como a necessidade de desencadear impulsos reformistas precipitados sem uma devida sistematização e maturação crítica dos problemas centrais identificados. Como se refere no respetivo abstract, "Whatever changes are made, **regulation at national and European level needs to remain broadly aligned to help restore international financial markets as an essential underpinning of global growth and development. (...) But there should be no rush to change the rules of the game. (...) The main thing is to get changes right. Decisions on some issues should be made when the dust has settled (...)**". (ênfase acrescentada)



58. Sobre esta reforma em Singapura, cfr., *inter alia*, Masahiro Kawai, "Financial Market Regulation and Reforms in Emerging Markets", *Brookings Institution Press*, esp. pp. 187 ss.
59. Sobre esse movimento de reorganização das arquiteturas institucionais de supervisão financeira no Norte da Europa, cfr., por todos, Michael Taylor, Alex Fleming, "Integrated Financial Supervision: Lessons from Northern European Experience", *Policy Research Working Paper No. 2223, World Bank, Washington, 1999*; Henrik Bjerre-Nielsen, "Denmark, in *Handbook of Central Banking and Financial Authorities in Europe: New Architectures in the Supervision of Financial Markets*", edited by Donato Masciandaro, *Elgar, 2005*, pp. 175 ss.; e Ingrid Bonde, Sweden, in "Handbook of Central Banking and Financial Authorities in Europe: New Architectures in the Supervision of Financial Markets", cit., pp. 182 ss.
60. Sobre a reforma de 1997 no Reino Unido tendente à criação do FSA, cfr., *inter alia*, Martinez De Luna, T.A. Rose, "International Survey of Integrated Financial Sector Supervision", *Policy Research Working Paper, 2003*.
61. Cfr., a esse propósito, Charles Goodhart, Schoenmaker, "Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision Be Separated?", in *Oxford Economic Papers, 1995*, pp. 539 ss.
62. Para referências diversas a orientações preconizando uma suposta tendência reformista dominante que se encontraria aparentemente associada ao modelo *Twin Peaks*, que não subscrevemos, cfr., *inter alia*, M Cihák, R Podpiera, "Is One Watchdog Better Than Three. International Experience with Integrated Financial Sector Supervision", *IMF Working Paper, – WP/06/57, 2006*; J. Kremers, D. Schoenmaker, P. Wierdsma, "Cross-Sector Supervision: Which Model?", *Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 2003(1)*, pp. 225 ss.
63. Cfr. a este propósito e propondo esta classificação de uma **quarta subespécie** a par do **modelo institucional / setorial**, do **modelo de supervisor único** e do **modelo Twin Peaks**, "The Structure of Financial Supervision", *G30*, cit., esp. p. 24 ss. Como aí se refere, "under the Functional Approach, supervisory oversight is determined by the business that is being transacted by the entity, without regard to its legal status. Each type of business may have its own functional regulator (...)".
64. Enfatizando esses novos requisitos de eficiência e efetividade da supervisão confrontada com a atuação de conglomerados financeiros, cfr. *inter alia*, M. Cihák, R. Podpiera, "Is One Watchdog Better Than Three", cit., e, dos mesmos As., "Integrated Financial Supervision: Which Model?", in *The North American Journal of Economics and Finance, 19(2), 2008*, pp. 135 ss.; Charles Goodhart, "The Organizational Structure of Banking Supervision", in *Economic Notes 31(1), 2002*, pp. 1 ss.
65. Cfr. A. cit., "Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision", cit.
66. Tenha-se presente a este propósito, entre outras pesquisas o levantamento conduzido em 2003 por Martinez De Luna, T.A. Rose, em "International Survey of Integrated Financial Sector Supervision", cit.
67. Nesse sentido, cfr. M. Arnone, A. Gambini, "Architectures of Supervisory Authorities and Banking Supervision", in *Masciandaro, Quintyn (eds.), "Designing Financial Supervision Institutions: Independence, Accountability and Governance", Elgar, 2006*.
68. Para identificação de situações e riscos desse tipo cfr. *inter alia*, M. Cihák, R. Podpiera, "Is one Watchdog Better Than Three", já cit.
69. Cfr., a esse propósito e sobre esses riscos muitas vezes exponenciados pelo modelo de supervisor financeiro único, R. Abrams, M. Taylor, "Issues in the Unification of Financial Sector Supervision", cit.; e dos mesmos As., "Assessing the Case for Unified Financial Sector Supervision. Current Developments in Monetary and Financial Law", *London School of Economics (UK) Financial Markets Group, 2003, 2, 463*.
70. Cfr. "The Turner Review – A Regulatory Response to the Global Banking Crisis", *March 2009, Financial Services Authority* (doravante referenciado de modo abreviado como *Relatório Turner*), ao qual faremos referência mais desenvolvida já no ponto seguinte, 3.2.3.).
71. Alusões feitas supra, ponto 2.1.1. desta Parte II, aludindo então à abordagem de referência de Arnold Boot ao que este identifica como um problema estrutural de excessiva *financial complexity*.
72. Cfr., a esse propósito, R. Abrams, M. Taylor, "Issues in the Unification of Financial Sector Supervision", cit.; D. Masciandaro, R. Pansini e M. Quintyn, "The Economic Crisis: Did Supervision Architecture and Governance Matter?", cit.
73. Cfr. a esse propósito Relatório da Câmara dos Lordes do Reino Unido, "Banking Supervision and Regulation" – *HOUSE OF LORDS – Select Committee on Economic Affairs – 2nd Report of Session 2008-09 – "Banking Supervision and Regulation", Vol I – Report*, já cit., p. 28. Como aí se refere, "The FSA's role with respect to what is now called macroprudential supervision has been unclear".
74. Cfr. "Memorandum of Understanding (MoU) between HM Treasury, the Bank of England and the Financial Services Authority" (<http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/mou.pdf>)
75. A FSA criada em 1997 como resultado da transformação do SIB foi integrando na sua estrutura desde então as outras autoridades de supervisão mas, num período de transição que decorreu até 1 de dezembro de 2001, os seus poderes assentavam ainda essencialmente nos poderes atribuídos às anteriores autoridades de supervisão no quadro do regime fragmentado previamente existente.
76. Para uma caracterização mais pormenorizada das transformações institucionais consolidadas pelo *Financial Services and Markets Act*, cfr., *inter alia*, Eilis Ferran, "Examining the UK's Experience in Adopting the Single Financial Regulator Model". *Brooklyn Journal of International Law, 2003*, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=346120> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.346120>
77. Sobre o conceito e a abordagem regulatória e de supervisão em causa, cfr., por todos Julia Black, "The Rise, Fall and Fate of Principles Based Regulation", *LSE Law, Society and Economy Working Papers 17/2010, London School of Economics and Political Science Law Department*. Como aí se refere, (op. cit. p. 2 e ss.) "In financial regulation, the UK Financial Services Authority is notable for elevating PBR [principles based regulation] to a regulatory art form. But it is not alone. As Cunningham documents, in North America regulatory regimes for securities, corporations and accounting have been described as, and have positioned themselves as, being 'principled based'. These monikers are more than just descriptions, however; they also carry significant normative content. Being 'rules-based' is usually denigrated as equating with nit-picking bureaucracy in which compliance with detailed provisions is more important than the attainment of an overall outcome. 'Principles-based', in contrast, evokes images of outcome orientated, flexible regulators harbouring ethical standards in largely responsible corporations. At least, that is the picture that was conjured up pre-crisis (...)".
78. A esse propósito, cfr. a análise contundente desenvolvida no Relatório da Câmara dos Lordes do Reino Unido, "Banking Supervision and Regulation", 2009, já cit., Vol. 1, onde se refere, com base em vários depoimentos (Prof. Geoffrey Wood) que "no agreement, including the tripartite arrangement, can



foresee every contingency, so that ambiguity is inevitable when surprises occur (...). It was impossible to resolve this type of ambiguity when no one is assigned residual decision rights. Unanticipated ambiguity arose when Northern Rock failed (...). Financial crises are always unexpected, and it is hard to plan for them. For crisis management to be effective, it needs to be clear who is in charge. The Memorandum of Understanding (MoU) governing the relationship between the Bank of England, the FSA and the Treasury should be modified so as explicitly to give decision-making powers to one of the tripartite authorities whenever they are not clearly assigned in the MoU, in such a way as to avoid ambivalence and dispute. Effective communication between tripartite members is clearly important during a crisis (...)." Como adiante observaremos (*infra*, Parte III), e salvaguardando as diferenças de enquadramento e contexto institucionais, limitações comparáveis poderão apontar-se aos memorandos de entendimento atualmente existentes entre as autoridades de supervisão que em Portugal integram o CNSF.

79. Cfr. ainda, a este propósito, a análise desenvolvida no Relatório da Câmara dos Lordes do Reino Unido, "Banking Supervision and Regulation", 2009, já cit., Vol. 1, onde se refere quanto a certos depoimentos "Mr Alastair Clark, formerly advisor to the Governor of the Bank of England told us that institution-specific information was essential both for assessing systemic risk and to for providing 'local colour', that is, 'having a view about why business is evolving in a particular way, what factors are driving it, what the perceptions of risk on the part of practitioners are in doing that business'. He added that, after the FSA assumed responsibility for bank supervision, 'the habit of mind which perhaps existed in the Bank for the supervisors, at least at the senior level, to talk to others became less part of the environment' (...)"

80. Cfr., a este propósito, uma vez mais, Relatório da Câmara dos Lordes do Reino Unido, Banking Supervision and Regulation, 2009, já cit., Vol. 1, pp. 33, pontos 117 e ss., onde se refere "there is a widely held perception that, in recent years, the FSA has emphasized conduct-of-business supervision at the expense of prudential supervision. Lord Turner acknowledged this: 'It is broadly speaking true to say that in retrospect we focused too much on the conduct-of-business and not enough on prudential'. (...) It is natural and rational for a supervisor with responsibility for both activities to concentrate on the one with greater immediate political sensitivity. As Professor Wood told us, 'Consumers do not write to the FSA or the member of parliament saying 'I think Royal Bank is running an excessively risky business overseas'. They write and say – and do it daily or more frequently – 'the Royal Bank', or whatever bank, 'has treated me badly'. This inevitably distracts attention'".

81. Cfr. Relatório HBOS do BE, cit., pontos 1121 ss., pp. 253 ss.

82. Cfr., a esse propósito, Relatório da Câmara dos Lordes do Reino Unido, "Banking Supervision and Regulation", 2009, já cit., Vol. 1, pp. 33 ss. Como aí se refere, "Notwithstanding its emphasis on conduct-of-business supervision, the quality of the FSA's work in this area was criticized by Doug Taylor (...) who said 'we are not always convinced that [regulation and supervision] has been effective in terms of consumer protection (...). Because of these concerns Mr Taylor called for 'explicit consumer representation at the FSA'".

83. Cfr. Hector Santos, "UK Financial Regulation: After the Crisis", *Paper – Annual Lubbock Lecture in Management Studies, Oxford, edited by Said Business School, University of Oxford, 12 March 2010*.

84. Cfr. sobre este propósito no desenho do FPC e da sua inserção na nova arquitetura de supervisão, "The Financial Policy Committee of the Bank of England; an experiment in macroprudential management - The view of an external member" – *Speech given by Richard Sharp, Member of the Financial Policy Committee, London School of Economics, London, June, 2014*.

85. Cfr. § 7 (1), "Kreditwesengesetz", *KWG, Federal Law Gazette I No. 54*, p. 2389, 1999.

86. Cfr., a esse propósito, "Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Supervision Guideline, Guideline on Carrying Out and Ensuring the Quality of the Ongoing Monitoring of Credit and Financial Services Institutions by the Deutsche Bundesbank", of 21 May 2013.

87. Sobre a matéria, cfr., "Retail Investors Protection Act: Improved transparency on the unregulated capital market" – *expert article* – Jean-Pierre Bussalib, *BaFin*, 15 January 2015, acessível em [http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2015/fa\\_bj\\_1501\\_kleinanlegerschutzgesetz\\_en.html](http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2015/fa_bj_1501_kleinanlegerschutzgesetz_en.html)

88. Cfr. a este propósito Michael Taylor, "Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century", 1995, cit., sendo diversos desses aspetos retomados em "Twin Peaks Revisited... A Second Chance for Regulatory Reform", 2009, cit.

89. Cfr. a esse propósito Michael Taylor "Twin Peaks – A Regulatory Structure for the New Century", cit., p. 14., onde se refere "within the Twin Peaks framework the CPC might take on the market surveillance and supervision role; but there are substantial differences between the expertise and skills required for this function and for conduct business regulation. Thus, there is a case for a third 'peak' – a "market surveillance agency" (MSA) – charged with oversight of all London's financial markets, particularly from the point of view of detecting and prosecuting various forms of market abuse".

90. Cfr., a este respeito Di Giorgio, Carmine Di Noia, e Laura Piatti, "Financial Market Regulation: The Case of Italy and a Proposal for the Euro Area", *Financial Institutions Center, The Wharton School, 2000*.

91. Cfr. G. Corrigan, "Financial Market Structure: a Longer View", *Federal Reserve Bank of New York, 1987*, onde se propunha já uma instância central de coordenação dos supervisores financeiros independentemente da configuração da arquitetura institucional da supervisão.

92. Cfr. As. Cits., "Financial Market Regulation: The Case of Italy and a Proposal for the Euro Area", cit., p. 21, onde se refere: "As we have previously mentioned, the major problem of supervision by objectives is the possible duplication of supervisory activities. The necessary coordination and resolution of eventual controversies could be provided by a Commission for the Supervision of the Financial System (...) which would assist the Ministry of the Treasury, which in turn should be charged with oversight in the area of fund gathering, credit practices and other financial activities. The commission would be the natural place for activities involving proposals and consultation concerning measures regarding financial market regulation".

93. Cfr., a este propósito, *OECD*, "The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies", *OECD, Paris, 2009*.

94. Cfr. a este respeito "The Structure of Financial Supervision – Approaches and Challenges in a Global Marketplace", *G30*, cit., esp pp. 38 ss.

95. Cfr. a esse propósito Anthony Ogus, "Regulation. Legal Form and Economic Theory", *Hart Publishing 2004*. Referenciando na doutrina portuguesa essa perspetiva analítica de identificação e sistematização numa ótica material de diferentes técnicas ou instrumentos de regulação e supervisão, cfr. Luís Silva Moraes, "A Função Reguladora e as Estruturas de Regulação na UE", cit.

96. Afiorando a importância de permitir o desenvolvimento e expressão dessas culturas de supervisão distintas, cfr., *inter alia*, Michael Taylor, "The Road from Twin Peaks – And the Way Back", in *Connecticut Insurance Law Journal*, vol 16(1), 2009, pp. 61 ss.

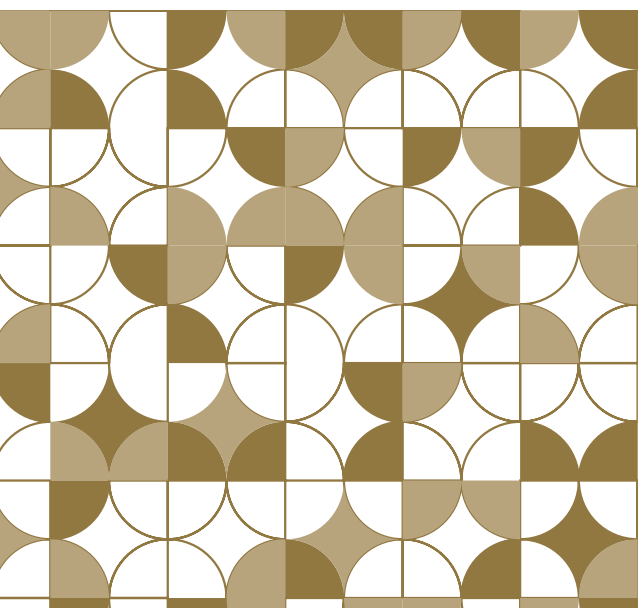
97. No que respeita a elementos empíricos evidenciando estas dificuldades operacionais das autoridades de supervisão financeira, cfr. por todos, Gerard Caprio, James Barth and Ross Levine, "The Guardians of Finance: Making Regulators Work for Us", *MIT Press, 2012*.

98. Cfr. Michael Taylor, "Twin Peaks Revisited...A Second Chance for Regulatory Reform", cit., pp. 8 ss.

99. Cfr. sobre esse ponto *Relatório Larosière*, cit., ponto 215, p. 58, onde se refere, "There may be merit, over time, in evolving towards a system which would rely on only two Authorities: The first would be responsible for banking and insurance issues, as well as any other issue which is relevant for financial stability (e.g. systemically important hedge funds, systemically important financial infrastructures). The second Authority would be responsible for conduct of business and market issues, across the three main financial sectors. Combining banking and insurance supervisory issues in the same Authority could result in more effective supervision of financial conglomerates and contribute to a simplification of the current extremely complex institutional landscape."
100. Cfr. para uma análise preconizando essa decisiva vantagem comparada do modelo *Twin Peaks*, "The Structure of Financial Supervision", *G30*, cit., esp pp. 37 ss. Como aí se refere, "the *Twin Peaks* approach to financial supervision is designed to garner all the benefits and efficiencies of the integrated approach, while at the same time addressing the inherent conflicts between the objectives of safety and soundness regulation and consumer protection and transparency".
101. Cfr. sobre esses incentivos problemáticos e as pressões daí resultantes as partes já *supra* trazidas à colação do Relatório Turner, cit.
102. Sobre estes princípios de proporcionalidade a pautar a atuação dos supervisores cfr., Klaus J. Hopt, "Better Governance of Financial Institutions", *Max Planck Institute for Comparative and International Private Law and ECGI Law Working Paper No. 207/2013*, April 2013.
103. Sobre esta questão dos condicionamentos intrínsecos à troca de informação entre autoridades de supervisão prudencial e comportamental naturalmente motivados pelas exigências distintas associadas a essas duas vertentes da supervisão financeira e que podem, v.g., justificar em certos casos limitações à transmissão de informação com relevância prudencial por parte de um supervisor prudencial a um supervisor comportamental, cfr., por todos, Mark Flood, Jonathan Katz, Stephen Ong, Adam Smith "Cryptography and the Economics of Supervisory Information: Balancing Transparency and Confidentiality", já cit.
104. Sobre o caráter central dessas preocupações relativas ao "grau e modo de coordenação de funções de supervisão financeira", cfr., uma vez mais, por todos, D. Llewellyn, "Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Issues", esp. pp. 6-7.
105. Já referimos, designadamente, a esse propósito contributos analíticos e conceituais, entre outros, de Charles Goodhart; cf. Deste A., cfr., entre outros estudos relevantes, "How Should We Regulate the Financial Sector?", in *The Future of Finance, The LSE Report*, cit.
106. Cfr. Stan Wallis, Bill Beerworth, Professor Jeffrey Carmichael, Professor Ian Harper & Linda Nicholls, "Financial Stability Inquiry", *Series edited by the Treasury of the Commonwealth Government of Australia, The Treasury, 31 March 1997* (doravante referido de modo abreviado como Relatório Wallis).
107. Cfr. a esse propósito as declarações perentórias do Assistente Governador (Financeira) do RBA (Malcom Edey): "where we regard cooperation with the other agencies as an important part of our job, and there is a strong expectation from the public and the government that we will continue to do so...Key aspects [of coordination] include an effective flow of information across staff in the market operations and macroeconomic departments of a central bank and those working in the areas of financial stability and bank supervision. Regular meetings among these groups to focus on risks and vulnerabilities and to highlight warning signs can be very valuable. A culture of coordination among these areas is very important in a crisis (...)" (ênfase acrescentada); Malcom Edey, "Macroprudential Supervision and the Role of Central Banks", *Paper presented at the Regional Policy Forum on Financial Stability and Macroprudential Supervision Hosted by the Financial Stability Institute and the China Banking Regulatory Commission, Beijing, PRC, in Speeches, 28 September 2012*.
108. Cfr. The Council of Financial Regulators, "The Council of Financial Regulators", *series edited by The Council of Financial Regulators, Reserve Bank of Australia, 2001-2014*.
109. Sobre esse reconhecimento internacional em relação ao modelo australiano de supervisão financeira, cfr., *inter alia*, A. J. Godwin, A.D. Schmulow, "The Financial Sector Regulation Bill In South Africa: Lessons From Australia", *South African Law Journal*, (132), 2015, pp. 756 ss. e A. J. Godwin, A. I. Ramsay, "Twin Peaks – the Legal and Regulatory Anatomy of Australia's System of Financial Regulation", in *Journal of Banking and Finance Law and Practice* (30), 2015, pp. 481 ss.
110. *Senator Mark Bishop (Chair), Senator David Bushby (Deputy Chair), Senator Sam Dastyari, Senator Louise Pratt, Senator John Williams, Senator Nick Xenophon, Senator David Fawcett & Senator Peter Whish-Wilson, "Performance of the Australian Securities and Investments Commission", series edited by Economics References Committee, Economics References Committee, Parliament of Australia, The Senate, June, 2014*.
111. Reportamo-nos aqui ao *Financial System Inquiry* desencadeado a 20 novembro de 2013, pelo responsável do Tesouro na Austrália (Joe Hockey), com base em "Terms of Reference for the Financial System Inquiry (the Inquiry)" para consulta alargada com stakeholders interessados, sendo os trabalhos conduzidos por um. Comité especializado de peritos composto por David Murray AO (Chair), Kevin Davis, Craig Dunn, Carolyn Hewson e Brian McNamee e envolvendo também um *International Advisory Panel*, composto por Sir Michael Hintze, David Morgan, Jennifer Nason e Andrew Sheng, que apresentou o seu Relatório Final em novembro de 2014.
112. *Financial System Inquiry, "Financial System Inquiry Final Report", series edited by The Treasury of the Australian Government, The Treasury, Commonwealth Government of Australia, November, 2014, Recommendation 27, 'Regulator accountability', in Chapter 5, 'Regulatory system', p. 239 ff.* Mais concretamente, o objeto desse *Financial Regulator Assessment Board* será o de "provide clearer guidance to regulators in Statements of Expectation and increase the use of performance indicators for regulator performance." Importa aqui referir, de passagem, que este modelo institucional de acompanhamento do desempenho de supervisores financeiros, sendo à partida uma ideia apelativa, pode trazer elementos incontornáveis de complexidade à arquitetura de supervisão do sistema financeiro, porquanto gera uma especial de controlos sucessivos, que é difícil assegurar de modo independente e num plano adequado de especialização técnica, e coloca questões inesgotáveis de apuramento do desempenho a vários níveis, uma vez que, em última análise, o desempenho de uma instância transversal deste tipo de acompanhamento da atuação dos supervisores financeiros pode ser também, a espaços, questionável e tal suscitaria assim uma cadeia controlável de controlo de qualidade e desempenho. Trata-se, afinal, da velha questão sintetizada no célebre brocardo latino de Juvenal, *Quis custodiet ipsos custodes?*
113. Em termos gerais sobre os contornos dessa reforma de 2002 do modelo de supervisão financeira na Holanda cfr. International Monetary Fund, "Kingdom of the Netherlands-Netherlands: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation – Technical Note on Financial Sector Supervision: The Twin Peaks Model", in *Financial Sector Assessment Program Update, IMF Country Report No. 11/208, Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund, July, 2011, Table 1, p. 6*.
114. De Nederlandsche Bank, "DNB Supervisory Strategy 2010 – 2014 and Themes 2010", *series edited by De Nederlandsche Bank, De Nederlandsche Bank, April, 2010, p. 5*. Como aí se refere de modo impressivo, "Both in the run-up to and during the credit crisis, supervisory instruments fell short in several areas. These deficiencies emerged in both the scope and the substance of supervision. The trend towards lighter supervision, reflecting developments within the financial sector as well as changed social attitudes, has gone too far." (ênfase acrescentada) Sobre as falhas e deficiências evidenciadas pelo quadro da crise financeira internacional cfr., ainda, Maarten Masselink & Paul van den Noord, "The Global Financial Crisis and its effects on the Netherlands, ECFIN (Economic analysis from the European Commission's Directorate-General for Economic and Financial Affairs) Country Focus", *Vol. 6, No. 10 (4 December, 2009), p. 3*.

115. Cfr. para essa justificação, com essa formulação, J. Kremers, D. Schoenmaker, P. Wierdsma, "Cross-Sector Supervision: Which Model?", *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 2003, cit., pp. 225 ss.
116. Sobre esse caso e as suas negativas implicações em termos de coordenação das atividades do DMB e da AFM cfr. Jeroen Kremers, Dirk Schoenmaker, "Twin Peaks: Experiences in the Netherlands", cit., p. 6.
117. Sobre os desenvolvimentos em França tendentes desde 2010 à adoção de uma determinada formulação do modelo *Twin Peaks*, cfr. Divya Padmanabhan, "Regulation of Financial Services in France" (October 21, 2013), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2352195> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2352195>
118. Cfr. "De Wit Commission" (2010), *Parlementair Onderzoek Financieel Stelsel*, Den Haag.
119. Sobre estes casos cfr. Martin Van Oyen, "Ringfencing Or Splitting Banks: A Case Study On The Netherlands", *The Columbia Journal of European Law Online*, Vol. 19, No. 1 (Summer 2012), p. 6.
120. Sobre este caso cfr. Thomas Escribano & Anthony Deutsch, "Netherlands nationalizes SNS Reaal at cost of \$5 billion", *Reuters, US ed.*, Friday, 1 February, 2013
121. Cfr. "Scheltema Commission" (2010), *Onderzoek DSB Bank*, Den Haag.
122. A propósito do reconhecimento desses aspetos problemáticos, cfr. "DNB Supervisory Strategy 2010-2014", p. 18
123. Sobre essa influência na reforma em curso na África do Sul da grande discussão pública verificada na Austrália, e com amplo eco internacional, em torno do Relatório FSI-2014 cfr., por todos, "The Financial Sector Regulation Bill in South Africa: Lessons from Australia", Andrew J. Godwin, Andrew D. Schmulow, *January 2015, CIFR – Centre for International Finance and Regulation, WORKING PAPER No. 052/2015 / PROJECT No. E018*.
124. Sobre este tipo de construção institucional como solução flexível (*institution within an institution*) para conjugar, no quadro do governo de bancos centrais, diversas funções de supervisão, afastando ou mitigando os conflitos de interesses potenciais entre diversas funções, trazendo precisamente à colação o caso francês, cfr. "Central Bank Governance and Financial Stability – A Report by a Study Group", *Chair: Stefan Ingves, Governor, Sveriges Riksbank, Bank for International Settlements, Basel, 2011*, pp. 63 ss. Como aí se refere, "Yet another example is provided by the Bank of France. The new supervisory agency, the Prudential Supervision Agency, **is housed within the legal structure of the Bank of France, but is run as a separate entity**. The Bank of Finland has a similar arrangement". (ênfase acrescentada)
125. Cfr. Sobre esses poderes vinculativos próprios do novo Conselho que, em geral, requerem, proposta do Governador do Banco de França, Artigo L-631-2 do "Code Monétaire et Financier" – "4° Il [HCSF] peut, sur proposition du gouverneur de la Banque de France, imposer aux personnes définies au 1° et au 2° du A du I de l'article L. 612-2 des obligations en matière de fonds propres plus contraignantes que les normes de gestion arrêtées par le ministre chargé de l'économie au titre du 6 de l'article L. 611-1, en vue d'éviter une croissance excessive du crédit ou de prévenir un risque aggravé de déstabilisation du système financier; 5° Il peut fixer, sur proposition du gouverneur de la Banque de France, des conditions d'octroi de crédit par les personnes soumises au contrôle de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, en vue de prévenir l'apparition de mouvements de hausses excessives sur le prix des actifs de toute nature ou d'un endettement excessif des agents économiques;"
126. Cfr. HCSF – "Haut Conseil de Stabilité Financière – Rapport Annuel", *juin 2015* (no qual, como primeiro relatório, o HCSF passa em revista as suas principais funções).
127. Cfr. Sophie Gauvent, "ACP-AMF: Des Différences Malgré la Coordination", *in Revue Banque*, 2012, No. 751
128. Cfr., a este propósito, "Report – 2033 – NBB – National Bank of Belgium – New European and Belgian supervision framework", esp. ponto 5.
129. Cfr. "General protocol on the cooperation between the National Bank of Belgium and the Financial Services and Markets Authority to ensure the coordination of the supervision of the institutions subject to their respective supervision" (texto integral disponível nos websites de cada uma das autoridades de supervisão).
130. Cfr., a esse propósito, s. 27(1). *Under s. 46 of the "FSR Bill"*, cit.
131. Cfr., por todos, sobre essa discussão Ellis Ferran, Kern Alexander, "Can Soft Law Bodies be Effective? Soft Systemic Risk Oversight Bodies and the Special Case of the European Systemic Risk Board", *June, 2011, Legal Studies Research Paper Series*, p. 6
132. Em geral, sobre o tipo variável de poderes que devam ser atribuídos a organismos de coordenação de reguladores e supervisores em ordem à eficácia dessa coordenação, cfr., Jody Freeman, Jim Rossi, "Agency Coordination in Shared Regulatory Space", *in Harvard Law Review*, 2012, 106, pp. 1131 ss.
133. Expondo essa posição, cfr., *inter alia*, A. J. Godwin, A. I Ramsay, "Twin Peaks – the Legal and Regulatory Anatomy of Australia's System of Financial Regulation", cit., p. 43.





### III

## Possibilidades de reforma gradual do modelo nacional de supervisão financeira através de uma evolução do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros

1. As limitações atuais inerentes ao funcionamento do CNSF
2. O racional para uma evolução do modelo nacional de supervisão financeira através de uma transformação do CNSF
3. Três linhas possíveis de alteração do CNSF



# 1. As limitações atuais inerentes ao funcionamento do CNSF

## 1.1. Perspetiva geral

### 1.1.1.

Uma vez realizado um percurso de análise crítica comparada de modelos institucionais de supervisão financeira, sobretudo cotejando o **modelo setorial tradicional** com os **modelos de supervisor único** e *Twin Peaks*, num quadro em que se enfatizou também o carácter cada vez mais híbrido e complexo das arquiteturas de supervisão, importa regressar ao modelo português de supervisão financeira e equacionar possibilidades de reforma do mesmo que tomem em consideração, quer a sua atual configuração, quer a evolução que a esta conduziu, ponderando, também, as tendências internacionais neste domínio e os condicionamentos europeus já identificados.

Essas tendências desenvolveram-se no sentido de fazer avultar cada vez mais a importância de uma **dimensão central de coordenação** das funções de supervisão em qualquer arquitetura de supervisão. Tal dimensão, com essa importância e acuidade acrescidas, tende mesmo a sobrepor-se, como fator crucial para o equilíbrio de qualquer sistema de supervisão, às matrizes institucionais de base de cada sistema, as quais, por seu turno, são cada vez menos passíveis de recondução a modelos teóricos puros (prevalecendo **estruturas compósitas de supervisão** para o que muito contribui, entre outros fatores que fomos comentando ao longo da Parte II deste Estudo, a incorporação nas arquiteturas de supervisão de uma **função transversal de supervisão macroprudencial** orientada para o setor financeiro como um todo, bem como a necessidade de encontrar as melhores fórmulas organizativas para articular as **funções de supervisão** stricto sensu com outras funções distintas, embora conexas (como as **funções de resolução bancária**).

Neste contexto, os novos condicionamentos europeus supervenientes – como tivemos ensejo

de comentar – quer à criação do CNSF em 2000, quer à Consulta Pública de 2009 sobre uma possível reforma de fundo da arquitetura de supervisão financeira em Portugal – não confirmaram a ótica prospetiva contemplada no Relatório Larosière no sentido do enquadramento de evoluções no aprofundamento de um sistema supranacional europeu através de modelos próximos da solução *Twin Peaks*, uma vez que o salto qualitativo dado nessa construção supranacional com a criação do MUS assenta na estrutura institucional previamente existente no sistema europeu de supervisão.

A todos estes fatores somam-se os elevadíssimos custos organizativos de transição (custos de transação e em termos de eficiência) inerentes a qualquer alteração mais estrutural do modelo nacional de supervisão.

Assim, a conjugação desses elementos de contexto e evolutivos parece militar claramente no sentido de se ponderarem reformas graduais, mais contidas e equilibradas, do modelo nacional de supervisão tomando como enfoque a dimensão crítica já identificada de **coordenação das várias funções de supervisão financeira**.

### 1.1.2.

Justifica-se, pois, como fomos antecipando nas partes precedentes deste Estudo ponderar as virtualidades e alcance de uma reforma da arquitetura de supervisão financeira nacional com esses contornos orientada para a acima referida dimensão de coordenação das funções de supervisão financeira, o que, à luz do modelo atualmente existente em Portugal que se apresenta já como um modelo híbrido (embora de base setorial), equivale largamente a **analisar criticamente possibilidades de reforma do papel do CNSF** (que fomos também já considerando a título exploratório e preliminar na Parte II deste Estudo, esp pontos 2.1., quando analisámos a criação do CNSF em 2000, com determinadas características aí



descritas, e ponto 2.4., quando analisámos a Consulta Pública de 2009 sobre a reforma do modelo de supervisão e o que então se contemplava quanto ao papel e evolução do CNSF).

Partir-se-á naturalmente da caracterização já feita das atribuições e poderes muito limitados do CNSF – para a qual se remete convocando os pontos acima referenciados da Parte II – impondo-se agora tratar *ex professo* e de forma sistematizada a matéria, o que se faz em três etapas analíticas nesta Parte III do Estudo:

- i) Em primeiro lugar, salientando as insuficiências da configuração orgânica e institucional originárias do CNSF, sem deixar de reconhecer em paralelo importantes desenvolvimentos informais entretanto verificados "de facto" no funcionamento desta entidade que, reflexamente, evidenciam também as suas virtualidades para criar uma maior dinâmica de interação institucional se algumas condições jurídicas de atuação do CNSF forem ajustadas no futuro próximo;
- ii) Em segundo lugar, identificando, a partir da análise comparada de outros modelos de supervisão e retirando de modo sucinto corolários da mesma, razões particulares (estruturais e conjunturais) associadas ao contexto específico do sistema financeiro português e seu modelo de supervisão para uma evolução deste modelo orientada no sentido do reforço do papel do CNSF em alternativa a outras reformas com maior latitude maiores custos;
- iii) Em terceiro lugar, equacionando criticamente e numa perspetiva *de iure condendo* as bases possíveis de uma tal reforma tendente ao reforço do papel e condições de funcionamento do CNSF, o que nos leva a considerar três tipos primaciais de alterações desta entidade.

## 1.2. Limitações inerentes ao funcionamento do CNSF

### 1.2.1.

Como já tivemos ensejo de expor da Parte II deste Estudo, a criação em 2000 do CNSF

originou no nosso ordenamento um **modelo tripartido *sui generis* ou parcialmente qualificado** de supervisão financeira, combinando, numa configuração híbrida, uma estrutura tradicional tripartida de autoridades sectoriais de supervisão financeira, com uma instância complementar que qualifica esse modelo de supervisão e visa assegurar a cooperação continuada e uma adequada articulação funcional entre as três autoridades sectoriais (sem prejuízo também de alguns elementos funcionais e não puramente setoriais que esse modelo híbrido já comporta). Em contrapartida, salientámos também que essa **dimensão híbrida ou compósita** da arquitetura institucional de supervisão assumiu uma formulação mitigada, porque a instância complementar criada como suporte de uma cooperação mais reforçada e institucionalizada correspondeu a uma entidade não institucionalizada (não correspondendo o CNSF a uma nova pessoa coletiva pública dotada de poderes próprios para a prática de atos juridicamente vinculativos) e não dotada de uma estrutura técnica permanente própria.

Deste modo, sem prejuízo de uma importante evolução qualitativa 'de facto' e informal no funcionamento do CNSF ao longo dos últimos quinze anos, que referiremos num dos pontos seguintes, importa, a partir da **caracterização já feita do enquadramento estatutário do CNSF** – para o qual aqui se remete, supra ponto 2.1. da Parte II – identificar e passar sumariamente em revista as principais limitações ao funcionamento desta entidade que decorrem desse seu estatuto originário e não corrigido no essencial até ao presente.

### 1.2.2.

Tendo presente o regime do CNSF (que será também referido doravante sob forma abreviada como 'Reg-Cnsf') com as alterações verificadas até ao presente – essencialmente as introduzidas em 2008 e 2013, uma vez que a terceira e última revisão feita a esse regime em 2015 teve claramente menor latitude –<sup>1</sup> um **primeiro tipo de limitações** a condicionar o alcance da atuação deste organismo reporta-se à **falta de base institucional do CNSF**.

Este não tem personalidade jurídica e corresponde, no essencial, em termos institucionais, a um fórum relativamente informal de coordenação das autoridades de supervisão prudencial, com a consequente falta de poderes públicos próprios (juridicamente vinculativos), seja poderes de regulamentação, seja poderes executivos de supervisão em sentido estrito (ou de inspeção), seja poderes sancionatórios. Como tivemos ensejo de observar, o CNSF apenas adota deliberações, pareceres ou recomendações. No primeiro caso, estas podem, no limite, ser tomadas como orientações ou diretrizes gerais em determinadas matérias, cuja concretização passará sempre pelo exercício de poderes próprios das três autoridades especializadas de supervisão congregadas no CNSF, não sendo estabelecidos mecanismos ou procedimentos jurídicos tendentes a assegurar a sua execução obrigatória (nem sendo disciplinados procedimentos decisórios internos para a respetiva adoção, o que facilita situações de impasse).

Ainda no quadro dessa **falta de base institucional do CNSF** como fórum essencialmente informal desprovido de personalidade jurídica, o Conselho encontra-se numa total dependência dos recursos técnicos e humanos que lhe sejam afetados por cada uma das autoridades setoriais de supervisão, que dispõem de recursos diferenciados e até de estatutos financeiros e níveis de autonomia cujas diferenças se acentuaram na sequência da já referida Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras – Lei n.º 67/2013 (à qual a ASF e a CMVM se encontram sujeitas, mas não o Banco de Portugal). Depende operacionalmente, nos termos legais, de um "secretariado" assegurado pelo Banco de Portugal e, para suportar análises tecnicamente complexas nos domínios da sua intervenção, depende dos quadros das três autoridades de supervisão representadas como membros permanentes do CNSF (ao nível das respetivas administrações, como melhor descrito em 2.1. da Parte II), os quais poderão intervir como observadores ou como membros de grupos de trabalho conjuntos criados a cada momento pelo

Conselho, por deliberação dos seus membros permanentes.<sup>2</sup>

Este fraco nível de institucionalização e elevado informalismo jurídico do CNSF, resultantes da sua matriz estatutária de origem nunca corrigida até ao presente, têm vindo a ser, até certo ponto, compensados por uma *praxis* jurídica e regras e procedimentos informais progressivamente desenvolvidos, sobretudo ao longo da última década, que permitem considerar um processo (em curso) de institucionalização "de facto" do CNSF. Esse processo é, contudo, intrinsecamente limitado e lacunar por força da moldura legal – jurídica e organizativa – do CNSF (o problema de raiz de falta de base institucional do CNSF que vimos comentando).

Reportamo-nos aqui a desenvolvimentos entretanto verificados no funcionamento do CNSF nos últimos anos, envolvendo, entre outros aspetos, a criação de um Comité de Coordenação do CNSF, como órgão informal (não previsto no enquadramento legal do CNSF), tendente a assegurar um **segundo nível orgânico** mais ou menos estável ou continuado de funcionamento do CNSF a par do **primeiro nível orgânico** (único com suporte legal) correspondente às sessões dos membros permanentes do CNSF com periodicidade mínima trimestral (sem prejuízo de reuniões extraordinárias), quer dos membros permanentes (em sentido próprio) com direito de voto, ao nível do topo das administrações das três autoridades de supervisão (Governador do Banco de Portugal, membro do conselho do Banco de Portugal com o pelouro da supervisão e os Presidentes da ASF e da CMVM), quer dos elementos permanentes com estatuto de observadores e sem direito de voto,<sup>3</sup> os quais, com assinalável falta de precisão e rigor jurídicos, são referidos no regime legal do CNSF com a mesma designação dada aos colaboradores dos membros permanentes que intervenham em sede de "apoio técnico" nos termos do artigo 9.º (elementos permanentes sem direito de voto cuja intervenção se verifica na nova esfera macroprudencial de atuação do CNSF emergente da alteração de 2013, já referida, do regime legal do CNSF, atribuindo-lhe funções consultivas nessa área de supervisão macroprudencial).<sup>4</sup>

### 1.2.3.

A acima referida criação de um Comité de Coordenação do CNSF, como órgão informal tendente a assegurar um **segundo nível orgânico** de funcionamento do CNSF assenta numa pura base de *soft law* correspondente a entendimentos (“regras e procedimentos operacionais”) entre as três autoridades de supervisão financeira congregadas no Conselho, desenvolvidos precisamente para suprir a ausência no Reg-Cnsf de regras e procedimentos sobre o seu funcionamento numa base permanente (e numa ótica de preparação técnica e operacional do conteúdo útil das sessões do Conselho, a nível de membros permanentes, no espaço temporal que medeia entre a realização de tais sessões, seja este correspondente ao período mínimo trimestral previsto na lei seja a outros períodos mais curtos associados a sessões extraordinárias que sejam convocadas).

De modo ainda mais impressionante, o Reg-Cnsf não só é inteiramente lacunar sobre tais regras ou procedimentos, para além das disposições muito genéricas sobre o secretariado do CNSF e o apoio técnico aos membros permanentes (artigos 8.º e 9.º), através de colaboradores desses membros e de “grupos de trabalho” para o “estudo de questões comuns às autoridades que integram o conselho”, como é inteiramente omissivo quanto a uma base jurídica explícita para a aprovação de normas internas sobre o funcionamento do Conselho que estabelecessem órgãos permanentes de apoio e outros parâmetros processuais de funcionamento.

Nessa conformidade, os entendimentos que vimos referindo tendentes a “regras e procedimentos operacionais” do CNSF são duplamente informais no sentido de não terem qualquer expressão ou afloramento nas regras legais do Reg-Cnsf e de este não estabelecer qualquer base ou procedimento jurídico específico para a sua adoção.

De acordo com tais entendimentos, o Comité de Coordenação do CNSF é integrado por um representante de cada uma das autoridades de supervisão e por um *alternate* ao nível da mesma instituição, com vista a garantir a continuidade dos trabalhos numa base técnica,

quer preparando as agendas das sessões do CNSF, quer procedendo a análises que suportem deliberações por procedimento escrito, quer procedendo a outros trabalhos técnicos de preparação de deliberações a adotar em sessões presenciais do Conselho.

Paralelamente, os mesmos entendimentos sob a forma de “regras e procedimentos operacionais” do CNSF prevêm a criação de grupos de trabalho ou comités para o estudo de certas questões no âmbito das atribuições do Conselho, cujos membros sejam indicados pelas autoridades de supervisão representadas no Conselho, revelando a prática do CNSF que a configuração desses grupos pode ser muito variável (podendo até apresentar uma incidência essencialmente bilateral caso certas matérias envolvam sobretudo dois supervisores em particular).

Ainda com base nos mesmos entendimentos informais, tem-se contemplado que o acima referido Comité de Coordenação do CNSF enquadre, numa base estável, o funcionamento desses grupos e que as três autoridades de supervisão em causa possam proceder a uma afetação significativa de quadros técnicos a tais grupos de trabalho. Estes têm coberto, ao longo dos últimos anos, matérias de indiscutível interesse e relevância transversais para a supervisão do setor financeiro, como, *v.g.*, para referir apenas alguns dos mais recentes, os riscos de conduta no setor financeiro,<sup>5</sup> a supervisão de auditores, o *shadow banking*, a avaliação e valorização de imóveis numa abordagem integrada para o setor financeiro, ou a preparação da transposição da Diretiva europeia relativa a normas processuais e critérios para avaliação prudencial de aquisições e aumentos de participações em entidades do setor financeiro,<sup>6</sup> originando alguns dos relatórios iniciais desses grupos de trabalho consultas públicas promovidas pelo CNSF.

De qualquer modo, uma parte apreciável das matérias cobertas por tais grupos de trabalho encontra-se ligada à transposição de diretivas europeias ou concretização de outros normativos europeus e não se encontra estatutariamente assegurada, como de seguida observaremos,

*infra* 1.2.4., uma cobertura permanente efetiva dos problemas essenciais numa perspetiva de coordenação da ação supervisora do sistema financeiro.

Assim, não obstante a inegável relevância desses desenvolvimentos informais (numa perspetiva de *soft law*), em última análise, não se encontra garantida a disponibilidade em permanência e com a intensidade necessária, quanto a cada matéria que se encontre em causa a cada momento, dos recursos técnicos qualificados necessários, uma vez que estes dependem de outras necessidades, variáveis, das três autoridades de supervisão que os disponibilizam (além disso, esses membros de grupos de trabalho *ad hoc* do CNSF reportam funcionalmente, no que respeita à sua atuação e com tudo o que isso implica, às autoridades de supervisão cujos quadros integram).

Ainda num plano de instrumentos de *soft law* que reforcem uma limitada institucionalização dos processos de coordenação das atuações dos supervisores financeiros, importa tomar em consideração a celebração de memorandos de entendimento (MoU) entre essas autoridades após a criação do CNSF (*maxime* memorandos concluídos entre 2006 e 2008<sup>7</sup>).

Trata-se de memorandos de entendimento que terão sido baseados em matrizes discutidas quanto a alguns pontos transversais no CNSF sem prejuízo de aspetos específicos das relações particulares entre certos supervisores. Estes memorandos encontram-se essencialmente orientados para a troca de informações relevantes, sem deixar de ressaltar limitações na transmissão de informações que possam por em causa as finalidades da supervisão cometida a cada autoridade. Contemplam-se ainda possíveis articulações de atos de supervisão que impliquem presença física nas instalações das entidades supervisionadas, bem como possíveis formas de cooperação em “situações de crise” (visando sobretudo, conquanto no quadro de meras obrigações genéricas de meios, formas de agilização de procedimentos no que respeita a comunicação de certas informações ou quanto a consulta para adoção de certas medidas

de intervenção, bem como no que respeita à manutenção formal de certos canais de contacto a utilizar em determinadas situações de emergência).

Em contrapartida, impõe-se assinalar que o teor dos compromissos em causa,

- i) quer em sede de partilha de informações,
- ii) quer em sede de coordenação de certas atuações,
- iii) quer muito particularmente no que respeita à gestão de situações de crise as quais tendem a exigir mecanismos muito específicos e materialmente bem definidos no sentido de afastar áreas de ambiguidade jurídica e funcional,

se reveste de um **grau muito elevado de generalidade e de formalismo**, que se encontra longe de assegurar, em termos materiais e efetivos, uma base permanente de cooperação técnica em matérias específicas, nucleares, de supervisão financeira, prevenindo quer sobreposições de atuação, quer, de modo ainda mais importante, lacunas na intervenção dos supervisores.

#### 1.2.4.

Em paralelo, um **segundo tipo de limitações** a condicionar o alcance da atuação do CNSF diz respeito à indefinição dos domínios necessários de coordenação entre supervisores e de níveis mínimos de partilha de informação, o que tende a tornar esses aspetos excessivamente dependentes de abordagens casuísticas a cada momento por parte de cada uma das autoridades de supervisão.

Na verdade, não existe qualquer **tipificação legal de matérias específicas** que, pela sua relevância transversal a todo o sistema financeiro, **exijam a intervenção do CNSF** num quadro que se assemelhasse ao que se verifica em termos de arquitetura europeia de supervisão financeira. Pensamos aqui, designadamente, na previsão de um **comité conjunto** de autoridades europeias de supervisão (*EBA*, *EIOPA* e *ESMA*) e na **tipificação material** nos Regulamentos referentes a cada uma dessas

autoridades de um conjunto mínimo de matérias em que essa instância assegura uma “cooperação regular e estreita” entre aquelas três autoridades europeias em ordem a “garantir a coerência intersectorial.”<sup>8</sup>

Ora, esta indefinição e o grau de extrema generalidade na formulação das atribuições e competências do CNSF, não passíveis de serem efetivamente compensados em sede de *soft law* e de procedimentos informais – muito orientados para uma articulação de atuações entre as três autoridades de supervisão congregadas no CNSF ditada de modo casuístico pela agenda legiferante da UE – não contribui para prevenir tensões ou potenciais situações de menor articulação de atuação desses supervisores. Em especial, tal lacuna quanto a previsão de matérias específicas em que se imponham intervenções permanentes conjuntas

ao nível do CNSF – num quadro de verdadeira institucionalização em sentido próprio desta entidade – mostra-se mais problemática a propósito da gestão de situações de crise ou tensão do setor financeiro.

Na realidade, a experiência recente de situações da recente crise financeira internacional, bem como de situações de tensão aguda no sistema financeiro Português, evidenciam a especial importância da existência de domínios especificados de coordenação de atuações dos supervisores e de correspondentes mecanismos precisos que possam, por antecipação, contrabalançar a natural tendência ou dinâmica institucional para o recrudescimento desse tipo de tensões em momentos de crise mais aguda do setor financeiro ou de instituições financeiras com apreciável peso em alguns dos sub-setores do sistema financeiro.<sup>9</sup>

## 2. O racional para uma evolução do modelo nacional de supervisão financeira através de uma transformação do CNSF

### 2.1. Razões estruturais

#### 2.1.1.

Tendo presentes os **dois tipos de limitações *supra*** considerados na atuação do CNSF, afetando negativamente o seu papel de efetiva coordenação de funções de supervisão do sistema financeiro em virtude do problema originário da sua **fraca institucionalização** – que só muito parcialmente é compensada por procedimentos informais e instrumentos de *soft law* (por meritório que tenha sido o seu desenvolvimento nos últimos anos) – poderia, em tese, colocar-se a hipótese de uma reforma do modelo nacional de supervisão financeira que retomasse ideias já discutidas no passado recente (2009-2010, nos moldes *supra* referenciados) de adoção de um modelo *Twin Peaks*.

Contudo, tivemos já ensejo de passar em revista criticamente diversos riscos importantes

inerentes a este modelo e que desmentem a ideia de que o mesmo permitiria concretizar as vantagens de um sistema de integração das funções de supervisão financeira sem os correspondentes problemas – também *supra* estudados – associados ao sistema de supervisor único (e evidenciados de modo paradigmático na falência do sistema do *FSA* no Reino Unido durante a última crise financeira internacional).

Sem retornar agora em pormenor à análise geral desses riscos associados ao modelo *Twin Peaks* – e remetendo a esse propósito para o ponto 3.3.3. da Parte II deste Estudo – importará atentar numa **particular projeção** que esses riscos tenderão a conhecer no **contexto concreto** da arquitetura nacional de supervisão e das evoluções recentes do sistema financeiro nacional, admitindo que esse **contexto** deverá sempre representar o ponto de partida decisivo para equacionar as melhores

opções *in concreto* no desenho das arquiteturas de supervisão (como se vem expondo desde a Introdução).

Essa projeção dos inegáveis riscos subjacentes ao modelo *Twin Peaks* no contexto concreto do sistema financeiro Português e da sua supervisão conduz à identificação, seja de **razões de índole predominantemente estrutural**, seja de **razões de índole predominantemente conjuntural**, que põem em causa reformas mais radicais da arquitetura nacional de supervisão (designadamente através da adoção do modelo *Twin Peaks*) e que militam a favor de uma evolução mais contida e gradual do modelo nacional de supervisão financeira através de uma transformação do CNSF que corrija as insuficiências associadas ao que temos vindo a designar como a sua **fraca institucionalização**.

### 2.1.2.

Note-se que esta reforma centrada na transformação do CNSF – a qual se reputa aqui essencial – pode coadunar-se com outros ajustamentos do modelo nacional de supervisão que aprofundem certas **componentes híbridas** ou **compósitas** que este modelo já veio incorporando ao longo dos últimos anos (e que tivemos ensejo de referir, *v.g.*, *supra*, 1.2.3. da Parte II).

Pensamos, por exemplo, num possível aprofundamento do movimento já iniciado de expansão ou reforço de competências de supervisão em ótica comportamental de produtos financeiros transacionados em mercados de valores, independentemente do tipo de instituição interveniente na sua comercialização.

Tratar-se-ia, assim, de reforçar a **dimensão híbrida** já existente no modelo nacional (setorial) de supervisão financeira com uma maior componente **funcional** de supervisão por tipo de atividade, neste caso atividade realizada em mercados de valores, ou podendo, mesmo, contemplar uma expansão da competência de supervisão comportamental de produtos financeiros diversos ainda que não transacionados em mercado de capitais, ao nível do vértice institucional do sistema de supervisão em que tal ótica de supervisão

comportamental já é dominante, sem pôr em causa a vertente predominantemente setorial que preside à organização tripartida desse modelo de supervisão.

Para além disso, reportamo-nos aqui a um quadro em que tal **reforço de funções de supervisão comportamental de múltiplos produtos financeiros** ao nível do supervisor à partida mais vocacionado para tal dimensão – a partir das suas funções originárias de proteção dos consumidores de serviços financeiros nos mercados de capitais – fosse **combinado**,

- i) por um lado, **com uma coordenação efetiva dessa vertente de escrutínio de produtos financeiros diversos ao nível do CNSF** como área de intervenção obrigatória deste organismo (como de seguida iremos sugerir, *infra* 3., no âmbito de propostas *de iure condendo* de transformação do CNSF),
- ii) e, por outro lado, **com um reflexo aprofundamento do escrutínio das consequências prudenciais da transação de tais produtos financeiros para as instituições envolvidas** (ao nível dos dois supervisores setoriais dessas instituições, sem prejuízo da sua participação, noutra plano, na coordenação mais efetiva da vertente de escrutínio comportamental de produtos financeiros diversos que passaria a existir como área obrigatória de atuação do CNSF).

Em qualquer caso, essa eventual variante paralela de ajustamento do modelo nacional de supervisão financeira, contemplando algum maior reforço ou concentração de elementos de supervisão comportamental num dos três pilares institucionais desse modelo, cuja matriz tripartida seria mantida, inserir-se-ia nas grandes tendências internacionais que pudemos identificar neste domínio. Reportamo-nos aqui concretamente à tendência essencial no sentido de um crescente desenvolvimento de modelos híbridos ou compósitos de supervisão financeira. Paralelamente, e correspondendo também às mesmas tendências internacionais de fundo, o eixo de uma tal reforma deverá sempre passar pelo reforço da vertente de coordenação das funções de supervisão no centro do sistema, o que, no caso Português,



passará pelo reforço institucional, a vários títulos, do CNSF.

### 2.1.3.

Como **razões essencialmente estruturais** militando a favor de uma evolução mais contida e gradual do modelo nacional de supervisão, justifica-se tomar em consideração os elevadíssimos **custos regulatórios e organizacionais** de grandes mudanças institucionais e de estruturas de supervisão financeira (na linha da contemplada na Consulta Pública de 2009 em Portugal em que se preconizava adoção de Modelo *Twin Peaks*). Tais **custos de transição** podendo redundar numa apreciável redução por períodos de tempo longos da capacidade de supervisão previamente existente são incisivamente destacados pelo próprio criador da fórmula concetual *Twin Peaks*, Michael Taylor. Este enfatiza, em termos lapidares, a necessidade de a ponderação da amplitude de qualquer reforma ser precedida de uma exaustiva e rigorosa avaliação de vantagens e desvantagens potenciais da aplicação de certos figurinos institucionais à realidade concreta de determinado sistema financeiro e do seu modelo de supervisão.<sup>10</sup>

Em contrapartida, será possível reduzir ou atenuar de modo muito significativo esses custos de transição mediante reformas gradualistas do modelo de supervisão que tomem como base as estruturas existentes, produto de uma evolução histórica no contexto nacional (na linha destacada por Charles Goodhart ou, uma vez mais, por Michael Taylor,<sup>11</sup> e que já tivemos ensejo de aflorar), conservando a necessária flexibilidade para eventuais adaptações futuras que acompanhem possíveis desenvolvimentos a médio prazo da arquitetura transnacional (europeia) de supervisão financeira (a qual conheceu um impulso para o aprofundamento das estruturas transnacionais, numa base setorial, com a criação do MUS em 2014 e não nas linhas prefiguradas no Relatório de Larosière e na Consulta Pública de 2009 realizada em Portugal e que trazia justamente esse Relatório à colação, como já se destacou *supra*, 2.4. da Parte II).

## 2.2. Razões conjunturais

### 2.2.1.

Tomando ainda como ponto de partida para a análise de possíveis ou desejáveis reformas do modelo nacional de supervisão financeira o contexto concretamente existente em Portugal, justifica-se ainda, numa outra perspectiva, considerar **razões predominantemente conjunturais** que militam a favor de reformas mais graduais e contidas desse modelo.

Essas razões relacionam-se com dificuldades e riscos desproporcionados inevitavelmente associados à ponderação de modelos de supervisão assentes numa especialização por objetivos (prudencial e comportamental) numa fase imediatamente subsequente a uma crise importante em instituições de importância sistémica.

**Na verdade, uma crise com esses contornos, que se seguiu a outras situações de tensão no sistema financeiro nacional, tende, por natureza, a exacerbar a tensão já normalmente existente entre a área de supervisão comportamental e a área de supervisão prudencial.** Reportamo-nos aqui, naturalmente, à recente crise BES / GES e a anteriores crises relativas à Sociedade Lusa de Negócios (BPN) e ao Grupo Rentipar / Banif levando a problemáticas intervenções públicas. A propósito destes casos que, com diferentes intensidades, colocaram sob tensão o sistema financeiro nacional justifica-se, de resto, assinalar que todos se relacionaram com conglomerados empresariais mistos em que a vertente financeira pode ser instrumentalizada a favor da vertente não financeira, podendo tal incluir problemas de comercialização de produtos financeiros dessa parte não financeira, erradamente percecionados num primeiro momento apenas como uma questão de supervisão comportamental.<sup>12</sup>

Ora, este contexto particular contribuiria, com elevado grau de probabilidade, na atual fase de evolução do sistema financeiro nacional e do seu sistema de supervisão, para agudizar de modo exponencial o tipo de tensões entre as vertentes de supervisão comportamental e de supervisão prudencial, que acima referimos, em caso de adoção próxima de um modelo *Twin Peaks*.



Na realidade, caracterizámos já um risco importante – muitas vezes sub-avaliado – de **externalização dos conflitos de interesses** no modelo *Twin Peaks*, com a transposição do conflito interno entre a ótica prudencial e comportamental num supervisor único para um conflito ou tensão entre os dois supervisores especializados nessas duas vertentes. Assim, nas condições conjunturais hoje prevaletentes no sistema financeiro nacional e no seu enquadramento de supervisão – das quais nunca se pode abstrair – existiriam condições especialmente favoráveis à materialização desse risco sob formas muito agudas.

### 2.2.2.

Em paralelo, os apreciáveis **custos de transição e de eficiência** necessariamente associados a reformas mais drásticas e alargadas dos modelos institucionais de supervisão financeira – *supra* aflorados – mostram-se também conjunturalmente mais problemáticos no rescaldo de situações de crise ou tensão no sistema financeiro (que aconselhariam a reduzir, tanto quanto possível, os factores de imprevisibilidade ou aleatórios e os problemas de descontinuidade que de modo quase inevitável decorrem da adaptação funcional e técnica a novas estruturas institucionais e orgânicas até uma efetiva estabilização do sistema financeiro).

Por outro lado, esse tipo de custos de transição tende igualmente a agravar-se quando reformas mais drásticas se apliquem a arquiteturas de supervisão cujos respetivos vértices institucionais se apresentam já mais consolidados (em resultado de evoluções anteriores).

Estas considerações podem, de resto, ser colocadas em perspetiva se atentarmos nas evoluções dos modelos de supervisão em Portugal e em Espanha, considerando v.g. recentes sugestões de reforma mais abrangente do modelo espanhol num sentido que se aproxime de um modelo de especialização dos supervisores por objetivos (com relativa aproximação ao modelo *Twin Peaks*, embora não numa forma pura do mesmo e sempre combinado com elementos híbridos de coordenação associados também à nova dimensão de supervisão macroprudencial).<sup>13</sup>

Assim, no caso espanhol o grau de consolidação e convergência de cada um dos três vértices institucionais do modelo setorial de supervisão pré-existente mostra-se menor do que em Portugal, desde logo, v.g., no que respeita ao pilar segurador. Este é ainda assegurado através de uma direção-geral integrada na orgânica governamental e não através de uma autoridade autónoma que se mostrasse já consolidada como um dos pólos setoriais autónomos e estatutariamente convergente com os outros dois pólos setoriais do sistema. Trata-se da *Dirección-General de Seguros e Fondos de Pensiones (DGS)*, a par do banco central para a supervisão bancária e da *Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)* para a supervisão dos mercados de capitais e da atividade das entidades intervenientes nos mesmos. Ora, uma tal situação, à partida, atenua os custos de transição inerentes a uma reforma mais alargada ou, pelo menos, torna-os não comparáveis com os que se verificariam no modelo português, no qual se parte de uma situação em que os três vértices institucionais do sistema se encontram mais consolidados.

## 3. Três linhas possíveis de alteração do CNSF

### 3.1. Perspetiva geral e razão de ordem

#### 3.1.1.

Tendo presentes os dois tipos de limitações essenciais que identificámos quanto à atuação do CNSF e o conjunto de razões, quer estruturais

quer conjunturais, que no caso português militam a favor de uma reforma mais contida e gradual do modelo nacional de supervisão, sope-sando nesse contexto concreto, com as suas particularidades, os riscos inerentes a transições mais drásticas para modelos de supervisor único ou *Twin Peaks*, importa equacionar

os **elementos essenciais** em que se pode basear uma tal reforma, centrada na **transformação do atual CNSF** (sem prejuízo de alguns reajustamentos relativos de poderes e esferas de intervenção de cada uma das três autoridades de supervisão que já aflorámos *supra*).

### 3.1.2.

Ora, à luz da análise precedente e dos aspetos identificados como centrais para uma coordenação equilibrada de diferentes funções de supervisão financeira bem como dos objetivos nucleares de supervisão que lhes estão subjacentes,<sup>14</sup> pensamos que essa **transformação do CNSF** deverá ser suportada em **três elementos essenciais**:

- Em primeiro lugar, a introdução de **alterações no estatuto institucional do CNSF** orientadas para a criação de uma **estrutura técnica permanente neste Conselho** com meios suficientes para centralizar, de modo estável, uma coordenação efetiva de funções de supervisão que permaneçam essencialmente sedeadas nas três autoridades de supervisão existentes;
- Em segundo lugar, no quadro de um tal ajustamento do estatuto institucional do CNSF, proceder a uma **tipificação legal de áreas de atuação necessária do CNSF**;
- Em terceiro lugar, igualmente no quadro desse ajustamento do estatuto institucional do CNSF proceder a uma **alteração da estrutura orgânica e dos mecanismos e processos decisórios internos do Conselho**, por forma a assegurar maior continuidade dos trabalhos do Conselho e maior equilíbrio entre as três autoridades de supervisão aí congregadas, bem como, reflexamente, uma sua maior co-responsabilização na coordenação de funções de supervisão e nas ações daí resultantes.

Importa notar que estes **três eixos** de uma **reforma** centrada na **transformação do CNSF** não se traduzem, de modo algum, na introdução de mais uma autoridade de supervisão na arquitetura nacional de supervisão financeira, com as conseqüentes conseqüências em termos de complexidade e dificuldades de

articulação ou até de responsabilização *lato sensu* dos atores dessa supervisão financeira. O que se encontra em causa numa reforma com esses contornos será reforçar uma estrutura de coordenação eficaz e permanente, que representará essencialmente uma **emanação das três autoridades existentes**.

Essa **estrutura intermédia** emanando das autoridades existentes deverá conhecer o **reforço de institucionalização necessário** para, sem ganhar uma existência *a se*, atuar como uma dimensão compósita no seio do modelo nacional de supervisão, assumindo aí um papel central de coordenação (dando corpo às mais recentes tendências observadas em sede de evoluções de arquiteturas de supervisão financeira nas várias jurisdições).

Tal **estrutura intermédia** permitirá,

- por um lado, conservar as sinergias, *know-how* e capacidades de supervisão acumuladas ao nível de cada uma dessas autoridades (com um percurso próprio de consolidação que tivemos ensejo de caracterizar), bem como as melhores sinergias com as correspondentes autoridades ao nível da arquitetura europeia de supervisão (estruturadas numa base setorial semelhante à das autoridades portuguesas, como já observámos);
- e, por outro lado, assegurar uma base permanente de coordenação eficaz das atuações de supervisão que não se mostre meramente tributária da disponibilização casuística e precária de quadros técnicos por parte das autoridades existentes nem de atuações conjuntas também absolutamente casuísticas, evitando, assim, quer áreas lacunares, quer áreas de indesejável sobreposição dessas autoridades;
- criando ainda, complementarmente, uma plataforma transversal adequada para uma mais eficaz coordenação da nova dimensão macroprudencial de supervisão e para a coordenação e acompanhamento geral de novas funções conexas com a supervisão *stricto sensu* mas que ganharam existência autónoma, como sucede com as funções de resolução (assim contribuindo, também, para uma reorganização dessas funções de resolução no quadro do sistema financeiro

português, bem como para alguns possíveis ajustamentos parcelares das funções de supervisão das três autoridades, sem afastar a matriz setorial do modelo de supervisão).

Paralelamente, tal **estrutura intermédia**, com os contornos que de seguida se configurarão em traços gerais numa **óptica de iure condendo**, não representará de todo um elemento de excessiva complexidade funcional no sistema de supervisão. Pelo contrário, em confronto com as estruturas nascentes e a arquitetura em rede de supervisão financeira supranacional em construção na UE, apresentará um grau de complexidade consideravelmente menor.

Importa, pois, equacionar autonomamente cada um dos três vetores de transformação do CNSF, o que se fará nas secções seguintes.

### 3.2. Criação de uma estrutura técnica permanente e possíveis alterações do estatuto institucional do CNSF

#### 3.2.1.

Considerando em simultâneo, quer uma das limitações intrínsecas do atual CNSF que acima tivemos ensejo de comentar (*supra*, pontos 1.2.2. e ss.), quer as virtualidades evidenciadas pelo processo informal de institucionalização gradual do CNSF (que designámos como institucionalização *fraca* em virtude da sua informalidade jurídica e da sua base exclusiva de *soft law*), um dos eixos essenciais do reforço do papel de coordenação de funções de supervisão financeira do CNSF implicará dotar este organismo de uma estrutura técnica permanente (deixando o Conselho de estar inteiramente dependente de grupos de trabalho avulsamente constituídos e de outros apoios técnicos avulsos, assegurados de forma casuística por parte das três autoridades de supervisão, e de um mero secretariado, essencialmente logístico, assegurado pelo Banco de Portugal).

Encontrar-se-ia aqui em causa uma estrutura técnica permanente estabelecida de modo muito seletivo por forma a apresentar um nível especialmente elevado de qualificação técnica, conquanto muito ligeira em termos quantitativos e flexível<sup>15</sup> (conferindo ao CNSF adequado

suporte para atuar como organismo reforçado de coordenação a par das três autoridades setoriais de supervisão financeira).

Embora mais do que um formato institucional possa, em tese, assegurar formalmente tal afeição de uma mínima estrutura técnica permanente ao CNSF, o modo mais consistente para o concretizar, e também para assegurar áreas permanentes obrigatórias de intervenção do Conselho nos moldes que iremos de seguida considerar, envolverá *de iure condendo* a **transformação do CNSF numa pessoa coletiva de direito público**, como entidade administrativa independente, com regime especial nos termos contemplados no artigo 48.º, n.º 1, al f) da Lei-Quadro dos Institutos Públicos (Lei 3/2004, 15 de janeiro, com as várias alterações entretanto introduzidas neste regime<sup>16</sup>) e não sujeita à Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras (em consonância com a não inclusão no perímetro dessa Lei Quadro do BP, como uma das autoridades de supervisão congregadas no CNSF e com um papel essencial para a salvaguarda do sistema financeiro).

Como iremos abordar numa das secções seguintes (*infra*, 3.4.), esse CNSF assim reestruturado como nova pessoa coletiva de direito público (entidade administrativa independente), na lógica normativa global da reforma que aqui se configura, deverá continuar a ter um primeiro nível orgânico que equivalha, no essencial, aos atuais membros permanentes do CNSF os quais, como já se observou, representam uma emanção das três autoridades de supervisão financeira. Não se trataria, pois, de criar através dessa nova entidade administrativa independente uma nova estrutura orgânica própria dissociada das autoridades de supervisão pré-existentes.

#### 3.2.2.

Em paralelo, essa maior institucionalização do CNSF deverá ser concebida como funcionalmente dirigida a suportar uma estrutura técnica permanente capaz de assegurar, em matérias específicas previamente delimitadas, o funcionamento continuado de comités executivos temáticos e grupos de trabalho. Estes deverão

ser parcialmente enquadrados por tal estrutura de um renovado CNSF, embora essencialmente integrados por membros das três autoridades setoriais de supervisão (atuando com um caráter de continuidade e eficiência organizativa difíceis de obter em estruturas meramente informais de coordenação exclusivamente integradas por elementos das três autoridades setoriais e cuja afetação, a cada momento, dependa de decisões casuísticas dessas autoridades).

Essa nova lógica de trabalho permanente ao nível do CNSF, no âmbito de estruturas técnicas também permanentes, conquanto largamente dirigidas à coordenação de tarefas ou programas de atuação a serem executados ou concretizados na esfera das autoridades de supervisão congregadas no Conselho, deverá ainda envolver uma alteração de periodicidade mínima de reuniões do órgão de topo de CNSF no qual estejam representados as três autoridades de supervisão financeira (designadamente contemplando reuniões quinzenais obrigatórias).

### 3.2.3.

No plano orçamental, esse CNSF reforçado mas continuando a representar largamente uma emanção institucional das três autoridades de supervisão financeira, deverá, numa **lógica financeira consistente** com essa ideia de uma **entidade administrativa subsidiária de tais autoridades de supervisão**, ter a sua atuação suportada em contribuições financeiras obrigatórias de cada uma dessas autoridades (sem dependência, enquanto tal, do Orçamento de Estado).

De algum modo, esse sistema de contribuições financeiras obrigatórias das autoridades de supervisão financeira para um CNSF transformado em nova entidade administrativa poderá substituir outras contribuições que estas autoridades presentemente suportam a favor de outros reguladores (no caso da ASF e da CMVM), porventura até com menores encargos financeiros para estas. Tal sucederia também no quadro de uma lógica financeira mais consistente, em que as taxas de supervisão que as

financiam sejam parcialmente canalizadas para uma entidade que tem por missão estatutária coordenar as diversas funções de supervisão financeira. No caso do BP o circuito financeiro em causa deverá ser algo diverso e não estará simplesmente em causa uma canalização parcial de taxas de supervisão bancária, porquanto estas, após a criação do MUS, e nos termos do Regulamento (UE) n.º 1163/2014 do Banco Central Europeu, de 22 de outubro de 2014,<sup>17</sup> são essencialmente cobradas numa base anual pelo BCE (não sendo, a esse título, justificável uma sua qualquer duplicação). Nada impede, de qualquer modo, *de iure condendo*, que seja estabelecida uma contribuição financeira anual do BP para o CNSF com origem noutros fundos diversos (e, logo, envolvendo um circuito financeiro diverso daquele que estaria em causa com a ASF e a CMVM).

## 3.3. Tipificação legal de áreas de atuação necessária do CNSF

### 3.3.1.

Um segundo eixo essencial do reforço do papel de coordenação de funções de supervisão financeira do CNSF implicará a previsão e especificação na lei de áreas de atuação necessária do CNSF, quer na vertente prudencial quer na vertente comportamental, indo além de funções muito genéricas de coordenação e troca de informações e pareceres deste Conselho na sua presente configuração e indo além, também, do grau e tipo de compromissos muito genéricos resultantes dos atuais protocolos bilaterais de cooperação entre as três autoridades setoriais de supervisão financeira (os quais envolvem, como já observámos, um grau muito limitado de vinculação das entidades intervenientes e compromissos também muito precários e pouco eficazes para a gestão de situações de crise).

Para uma análise crítica *de iure condendo* de uma possível tipificação dessas áreas de intervenção obrigatória do CNSF será interessante tomar aqui em consideração o tipo de matérias em que intervém o **comité conjunto das autoridades europeias de supervisão financeira**,

nos moldes especificados no artigo 54.º, n.º 2 do Regulamento *EBA*, cit., e noutras disposições correspondentes nos Regulamentos *EIOPA* e *ESMA*.

Paralelamente, essa tipificação de áreas de intervenção obrigatória do CNSF deverá ser associada a uma coordenação executiva das mesmas por parte de cada uma das autoridades de supervisão congregadas no Conselho, envolvendo em algumas matérias a atribuição numa base fixa dessa coordenação e, quanto a outras matérias, a atribuição de tal coordenação numa base rotativa entre essas autoridades de supervisão (sem prejuízo do apoio assegurado pela estrutura técnica permanente do próprio CNSF, a criar nos termos do modelo que aqui delineamos).

Tal deverá resultar da criação de um segundo nível de estrutura orgânica no CNSF, essencialmente executivo, que se analisará no ponto seguinte, 3.4., relacionando, então, estes aspetos relativos a definição de matérias obrigatoriamente cobertas pela atuação do CNSF com o nível e enquadramento orgânico de acompanhamento dessas matérias no seio do CNSF.

### 3.3.2.

Noutro plano, este processo de reforço de institucionalização do CNSF – com especificação de áreas obrigatórias de intervenção desta entidade – deverá, aprofundando em novos moldes a dualidade de intervenções do Conselho resultante da reforma de 2013, contemplar a par de um **domínio de supervisão microprudencial e comportamental** um **segundo domínio essencial** correspondente à **supervisão macro-prudencial e estabilidade financeira**.

Este segundo domínio de intervenção do CNSF deverá resultar de um reforço de funções e do grau de intervenção do CNSF no plano da supervisão macroprudencial e, também, num plano mais lato de garantia de estabilidade financeira, incluindo áreas que extravasam já a supervisão financeira mas se apresentam conexas ou relevantes para a mesma (em especial aspetos da **resolução bancária**).

Tal evolução deverá ser associada a um quadro de possível reajustamento de domínios de

intervenção das três autoridades setoriais em áreas não estritamente de supervisão e passíveis de autonomização, com destaque para uma **reorganização institucional e orgânica de função de resolução bancária** (a que aludiremos adiante, *infra*, 3.3.3. – 9.º §).

No que respeita especificamente à supervisão macroprudencial, o reforço do papel do CNSF *supra* considerado deveria implicar que este Conselho deixasse de ser uma entidade meramente consultiva (como previsto na reforma de 2013 do CNSF), passando a poder aprovar orientações neste domínio a serem desenvolvidas pela autoridade nacional de supervisão macroprudencial que continuaria a ser o BP (conquanto neste enquadramento novo de coordenação de tal função macroprudencial ao nível do CNSF).

Tendo presente esta perspetiva sistemática, importa nos pontos seguintes – e sempre numa ótica *de iure condendo*, que informa toda esta visão de conjunto traçada para uma reforma desejável do CNSF – enunciar, sucessivamente, a propósito do i) domínio de supervisão microprudencial e comportamental e do ii) domínio relativo à supervisão macroprudencial e estabilidade financeira, um **conjunto de matérias** a serem **legalmente tipificadas como áreas obrigatórias de intervenção do CNSF** (sem prejuízo de outras áreas de intervenção a título permanente deste Conselho que fossem estabelecidas pelo órgão superior de decisão a criar nesse Conselho reestruturado).

### 3.3.3.

#### 1.º § – Conglomerados financeiros

Uma primeira área obrigatória de intervenção do CNSF reestruturado deverá corresponder ao acompanhamento em geral da supervisão de conglomerados financeiros e de grupos empresariais presentes em mais do que um subsector financeiro, mesmo que não estritamente subsumíveis na categoria emergente do direito da UE de “conglomerado” e independentemente, nessa conformidade, de exigências específicas de supervisão complementar através de um supervisor “coordenador”<sup>18</sup> (de

acordo com critérios específicos a definir para esse efeito, em sede de intervenção do CNSF<sup>19</sup>).

Trata-se, de resto, também de matéria especificada entre as áreas de intervenção do Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão (nos termos do n.º 2, primeiro travessão, do artigo 54.º do Regulamento *EBA* cit. e das disposições correspondentes do Regulamento *EIOPA* e do Regulamento *ESMA*), embora nesse quadro dirigida essencialmente a entidades formalmente subsumíveis na categoria de conglomerado prevista na Diretiva 2002/87/CE.

Já no quadro do sistema financeiro português e da corresponde jurisdição, as evoluções mais recentes foram no sentido de a generalidade dos grupos mais importantes sediados em Portugal deixarem de justificar a qualificação formal *stricto sensu* como conglomerados,<sup>20</sup> embora esse movimento tendente à verificação, pelo menos aparente, de menores índices de integração sectorial, num sistema financeiro nacional mais ‘bancarizado’, não signifique falta de relevância das questões associadas à presença de grupos empresariais em mais do que um sub-setor do sistema financeiro (para mais num contexto de crescente fluidez das fronteiras entre esses sub-setores).

## 2.º § – Produtos financeiros complexos e produtos de investimento de retalho

Uma segunda área obrigatória de intervenção do CNSF deverá compreender o acompanhamento numa ótica comportamental de produtos financeiros complexos (no sentido previsto no Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de novembro, através do qual, de resto, se procurou reforçar a intervenção coordenadora nesse plano do CNSF, conquanto em moldes que se terão revelado ainda muito insuficientes ou lacunares) e, mais latamente, de produtos de investimento de retalho (no sentido em que os mesmos são previstos, também, como matéria específica de intervenção do Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão de acordo com o n.º 2, quarto travessão, do artigo 54.º do Regulamento *EBA* cit. e das disposições correspondentes do Regulamento *EIOPA* e do Regulamento *ESMA*).

Tratar-se-á de assegurar uma **visão integrada ou transversal sobre o escrutínio comportamental de produtos financeiros**,

- sejam estes caracterizáveis como depósitos (em que o capital é garantido pelo balanço da instituição de crédito);
- sejam caracterizáveis como aplicações em instrumentos financeiros na aceção da Diretiva dos Mercados de Instrumentos financeiros – DIMIF (Diretiva 2014/65/UE<sup>21</sup>);
- sejam, mais latamente, os denominados “pacotes de produtos de investimento de retalho” [*“packaged retail investment products”*, cobertos v.g. em Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu e ao Conselho, de 30 de abril de 2009<sup>22</sup> e enquadrados mais recentemente na categoria denominada de “pacotes de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros” / *“packaged retail investment and insurance products”* (PRIIPs) prevista, v.g., no Regulamento UE n.º 1286/2014, de 26 de novembro, que estabelece requisitos de informação fundamental a prestar sobre os mesmos<sup>23</sup>],

**independentemente do tipo de instituições financeiras que intervenham na sua transação.**

Essa perspetiva de conjunto deverá ser coordenada efetivamente ao nível do CNSF na mesma linha em que o Comité Conjunto de Autoridades Europeias de Supervisão estabeleceu em 2013 a sua Posição Conjunta e Orientações em matéria de *“manufacturers’ product oversight and governance processes”*, contendo princípios essenciais de natureza transversal para o controlo de produtos financeiros diversos, designadamente exigindo às instituições que os concebam e transacionem mecanismos específicos de escrutínio dos diversos tipos de produtos a lançar, bem como de governo dos processos de decisão relativos aos mesmos, pelos quais a alta gestão das instituições financeiras deverá ficar responsável.

No essencial, importará através desta área típica de intervenção do CNSF<sup>24</sup> criar condições operacionais para um acompanhamento transversal permanente, dirigido a cada grupo



financeiro, de produtos de investimento lançados e transacionados por tais grupos, no quadro do CNSF, sem que se verifiquem segmentações e potenciais descontinuidades ou lacunas resultantes das mesmas, em virtude de acompanhamento de tipos distintos de produtos por diferentes autoridades (mostrando-se, a esse título, também menos desejáveis e encerrando riscos de falhas de supervisão, entendimentos entre supervisores que assentem em segmentações das suas intervenções por tipos de produtos, conduzindo à falta de uma perspetiva de conjunto).

Esse acompanhamento transversal deverá permitir um controlo adequado dos principais riscos de conduta associados a tais produtos, *maxime* envolvendo práticas de *mis-selling* ou de *self-placement*<sup>25</sup> estabelecendo e desenvolvendo, em moldes coordenados, metodologias de supervisão comportamental mais interventiva neste domínio, designadamente, e à luz das melhores práticas internacionais que se vem desenvolvendo neste âmbito, através de:

- i) reforço de processos relativamente padronizados de fiscalização prévia de informação pré-contratual combinada com certos tipos específicos de ações de supervisão como, *v.g.*, a utilização do denominado cliente-mistério, na linha da investigação piloto envolvendo *mystery shopping* levada a cabo pela autoridade de supervisão comportamental holandesa (AFM) no final de 2010;
- ii) diversificação de modalidades de ações de inspeção em registo mais intrusivo e frequente, conquanto baseado em factores de amostragem previamente delimitados pelos supervisores, em especial com enfoque em certos elementos das estratégias de distribuição dos produtos;
- iii) reforço de ações de supervisão dirigidas à verificação de meios eficazes de controlo interno e de governo do processo decisório referente à conceção de produtos de investimento e sua colocação no mercado, em ordem a detetar tempestivamente riscos importantes de *mis-selling*, na linha dos princípios delineados na Posição Conjunta e Orientações em matéria de “*manufacturers’*

*product oversight and governance processes*” do Comité Conjunto de Autoridades Europeias de Supervisão Financeira, já cit.<sup>26</sup>

Sem prejuízo de, em relação a esta nova área de intervenção obrigatória do CNSF se contemplar o respetivo acompanhamento em ótica predominantemente comportamental por um subcomité executivo nesse CNSF reestruturado, a ser coordenado por uma das autoridades congregadas no Conselho, de acordo com a nova estrutura orgânica que equacionaremos já de seguida, *infra*, 3.4., esse tipo de acompanhamento reforçado e transversal de produtos de investimento deverá, também, permitir maiores sinergias e interação entre tal perspetiva comportamental e as potenciais consequências prudenciais da verificação de certos riscos de conduto quanto a determinados produtos.

Tratar-se-á, assim, de criar um quadro de sinergias e de interação – sem lacunas ou descontinuidades de acompanhamento em função dos tipos de diversos de produtos – gerando elementos que permitam transitar de uma perspetiva de proteção do consumidor face ao produto para a tutela da confiança do público na instituição financeira envolvida na respetiva transação, em ordem a prevenir e controlar – num plano eminentemente prudencial – apreciáveis riscos reputacionais que possam ser gerados para essa instituição (prevenção e controlo que deverá ser continuamente assegurada pelo supervisor que exercer as principais responsabilidades de supervisão prudencial da instituição em causa, conquanto beneficiando da interligação ao nível do CNSF com o acompanhamento transversal comportamental de produtos de investimento que aqui deixamos sinteticamente delineado).

### 3.º § – Requisitos comuns exigíveis a alta gestão de instituições financeiras

Uma terceira área obrigatória de intervenção do CNSF deverá incluir o estabelecimento e revisão periódica de requisitos de “*senior management regime – accountability*” – requisitos comuns à alta gestão de instituições financeiras nos vários sub-setores do sistema financeiro (em moldes

a tipificar), na linha dos *Supervisory statements da PRA* (Bank of England) sobre *senior management functions* (executivos e não executivos) e sua *accountability* (v.g., *Supervisory Statement – SS28/15*, de julho de 2015, “*Strengthening Individual Accountability in Banking*”).

O propósito será, tanto quanto possível, independentemente de certas particularidades setoriais (ao nível dos sub-setores do sistema financeiro), construir um quadro transversal de *fit and proper*, de regras específicas de conduta e de responsabilidades de administradores e alta direção de instituições financeiras em determinadas matérias padronizadas, como, v.g., responsabilidades específicas dos administradores (e seu escrutínio pelos supervisores) para assegurar uma organização de negócio adequada ao melhor enquadramento e prevenção eficaz vários tipos de conflitos de interesses (*maxime* em conglomerados mistos, mas não só), ou para assegurar certos processos de gestão de riscos em ordem a preservar a preservação do capital, do *funding* e liquidez das instituições, bem como de ações de *stress-test* ou até responsabilidades específicas ao nível de obrigações institucionais de manutenção de planos de resolução.

#### **4.º § – supervisão de entidades externas de fiscalização de instituições financeiras**

Uma quarta área obrigatória de intervenção do CNSF deverá incluir a supervisão de entidades externas de fiscalização de instituições financeiras, em especial auditores, mas compreendendo também, v.g., atuários (no domínio segurador).

Considerando que a experiência de supervisão e o quadro normativo europeu – *maxime* os resultantes da recente Diretiva 2014/56/UE e Regulamento n.º 537/2014, de 16 de abril de 2014<sup>27</sup> – evidenciam a especial importância do controlo assegurado por auditores externos de grupos financeiros e a correlativa importância de assegurar às autoridades de supervisão financeira um acompanhamento e escrutínio seletivos da qualidade e eficácia desse controlo externo em instituições financeiras, por forma a prevenir consequências negativas, tantas vezes drásticas, de falhas nesse controlo

externo, será fundamental assegurar também em moldes transversais – e numa perspetiva integrada para a totalidade do sistema financeiro – tal acompanhamento do referido controlo externo dos grupos financeiros.

A falta de uma intervenção supervisora coordenada quanto à qualidade e aos padrões da auditoria externa de grupos financeiros e um acompanhamento menos partilhado do controlo desses padrões pelo conjunto dos supervisores pode, na verdade, gerar incentivos incorretos em termos do interface operacional entre esses auditores externos e os supervisores financeiros.

Acresce que mostrando-se importante – face a algumas falhas recentes extremamente negativas do controlo de grupos financeiros por parte de auditores externos – uma metodologia mais interventiva de relacionamento dos supervisores financeiros com estes auditores, a eficácia da mesma dependerá, em larga medida, da capacidade para desenvolver numa base transversal a todo o setor financeiro uma tal metodologia (o que justifica claramente que esta constitua uma área comum obrigatória de intervenção do CNSF, assegurando um interface tanto quanto possível coordenado do conjunto dos supervisores financeiros com os auditores externos ou outras entidades de controlo externo de instituições financeiras).

Tal permitirá, designadamente, desenvolver em comum desejáveis Orientações (v.g., sob a forma de *supervisory statements*) que estabeleçam um quadro clarificador e, de algum modo, padronizador das exigências e expectativas dos supervisores quanto à intervenção e desempenho dos auditores externos, permitindo ao mesmo tempo intensificar para um novo patamar qualitativo as exigências sobre esse desempenho.

#### **5.º § – Programação de ações de supervisão presencial**

Uma quinta área obrigatória de intervenção do CNSF, a assegurar também através de um subcomité executivo próprio neste Conselho (no quadro de uma nova **estrutura orgânica** a equacionar de seguida, *infra*, 3.4.), deverá

compreender a programação e articulação conjunta de ações de supervisão presencial junto de instituições financeiras supervisionadas, e de planos de atuação nesse domínio.

Tal poderá envolver, seja ações conjuntas estabelecidas e concretizadas por intermédio desta área de intervenção do CNSF, seja, sobretudo, ações de supervisão presencial de cada autoridade congregada no Conselho articuladas entre si para prevenir sobreposições ou outras disfunções.

Importará, de qualquer modo, estabelecer e operacionalizar devidamente neste plano uma ressalva clara dos limites que para tal procedimento nacional de articulação de ações de inspeção ou supervisão decorrem dos (novos) poderes próprios de atuação neste domínio, num plano supranacional, por parte do Mecanismo Único de Supervisão Bancária no quadro do Banco Central Europeu em sede de supervisão bancária [quanto a instituições de crédito significativas sujeitas a sua supervisão direta e em relação às quais o supervisor bancário nacional atua no presente através de equipas conjuntas de supervisão (as denominadas *Joint Supervisory Teams – JST*) integradas por quadros técnicos do BCE e das Autoridade Nacionais Competentes (ANC) dos Estados-Membros onde se situa a atividade dos grupos em causa, sendo a coordenação dessas equipas assegurada por um elemento do BCE coadjuvado por sub-coordenadores das ANC participantes].

#### **6.º § – Branqueamento de capitais**

Uma sexta área obrigatória de intervenção do CNSF deverá incluir, envolvendo aqui uma vez mais um paralelo com as matérias especificadas entre as áreas de intervenção do Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão – nos termos do n.º 2, quinto travessão, do artigo 54.º do Regulamento *EBA* cit. e das disposições correspondentes do Regulamento *EIOPA* e do Regulamento *ESMA* -, as medidas de combate ao branqueamento de capitais.

Trata-se de construir uma abordagem e metodologia de intervenção integradas com vista ao controlo de branqueamento de capitais

e de potenciais canais de financiamento ao terrorismo. Tal abordagem integrada deverá envolver o desenvolvimento de metodologias baseadas no risco de contenção desses fenómenos, sopesando os riscos particulares que se podem fazer sentir nos vários sub-setores do sistema financeiro, bem como estabelecendo, tanto quanto possível e independentemente dessas particularidades, mecanismos padronizados de certos controlos de risco de clientes de serviços financeiros, delimitados em função de determinados índices.

Em sùmula, estará em causa uma metodologia de atuação devidamente integrada e coordenada neste domínio, na linha do que é configurado nos projetos de Orientações colocados em consulta pública entre outubro de 2015 e janeiro de 2016 por parte do Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão com vista ao estabelecimento de futuras "*Guidelines on risk based supervision*" e "*Guidelines on risk factors and simplified and enhanced customer due diligence*".<sup>28</sup>

#### **7.º § – Sistema integrado de informação regulatória e de supervisão**

Uma sétima área obrigatória de intervenção do CNSF poderá compreender o desenvolvimento e enquadramento de um sistema integrado de informação regulatória e de supervisão (conquanto tratando-se de matéria que exigirá ainda passos consideráveis para um verdadeira abordagem integrada).

Aqui se tenderão a incluir, designadamente, procedimentos visando a definição de obrigações mínimas de troca de informação ao nível do CNSF por parte das três autoridades setoriais aí representadas, com previsão de revisão periódica desses tipos de obrigações mínimas de partilha de informação (por forma a acompanhar a evolução do mercado) e previsão específica de obrigações particulares de troca de informação em caso de crise ou problemas de certas instituições financeiras, delimitados mediante a verificação de certos indicadores de alerta nesse sentido, a definir para o efeito.

Em contrapartida, no quadro desta área de intervenção ou coordenação conjunta de

procedimentos ao nível do CNSF, deverão ressaltar-se adequadamente áreas de exceção correspondentes a certos tipos de informação de natureza prudencial que, pela sua natureza intrínseca, não devam ser objeto de circulação. Tal poderá, v.g., envolver matérias em que injunções ou outras medidas determinadas pelo supervisor prudencial a instituição financeira que seja sociedade aberta / emitente impliquem, por seu turno, obrigação de informação desse emitente a outra autoridade de supervisão em sede de fiscalização de comportamentos nos mercados de capitais (o que poderá convocar em certas situações, sendo caso disso, uma relação tripartida entre determinada autoridade de supervisão prudencial cuja intervenção possa estar em causa, determinada instituição supervisionada / emitente e determinada autoridade de supervisão de comportamentos nos mercados de capitais, por esta ordem e envolvendo nexos limitados, passo a passo, entre cada dois intervenientes sucessivos nessa cadeia).<sup>29</sup>

#### **8.º § – Segundo pilar de atuação do CNSF no domínio da supervisão macroprudencial e estabilidade financeira**

De acordo com a abordagem sistemática *supra* delineada, justifica-se contemplar, aprofundando uma dicotomia já existente ao nível do atual CNSF, a par de um domínio de supervisão microprudencial e comportamental, um domínio de supervisão macroprudencial e relativo em geral à estabilidade financeira, como um verdadeiro segundo pilar de um CNSF reestruturado.

Na realidade, e como já observámos, a introdução de uma vertente macroprudencial no sistema nacional de supervisão, por imposição da UE, determinara já especificamente uma alteração no regime do CNSF, introduzida *ex vi* do Decreto-Lei n.º 143/2013, já cit., e dirigida ao reforço da coordenação das três autoridades sectoriais de supervisão financeira, contemplando nesse processo uma ampliação das funções do CNSF, *maxime* em sede de **funções consultivas** para com o Banco de Portugal, reconhecido como “autoridade macroprudencial nacional, no contexto da definição e execução da política macroprudencial

para o sistema financeira nacional” (cfr. n.º 1 do artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 228/2000, cit., tal como alterado pelo Decreto-Lei n.º 143/2013).

Deste modo, em rigor, a criação de competências de supervisão macroprudencial no plano nacional – imposta pelos novos normativos da UE – envolveu, no que ao CNSF respeita, quer i) uma **nova função consultiva** a ser exercida em relação à sede institucional de referência de tal supervisão, baseada no Banco de Portugal, mas não se esgotando materialmente aí, quer ii) **funções reforçadas de coordenação** dos supervisores financeiros nacionais. Estas envolveram o reforço de mecanismos de “troca de informação entre as autoridades de supervisão” e de outras articulações funcionais dirigidas a uma “análise e avaliação adequadas e atempadas dos **riscos e das interdependências do sistema financeiro**” (ênfase acrescentada) (cfr. n.º 4 do artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 228/2000, cit., tal como alterado pelo Decreto-Lei n.º 143/2013, envolvendo até certo ponto matérias autonomizadas nessa disposição e distintas das meras “funções consultivas para com a autoridade macroprudencial nacional” atribuídas ao CNSF e especificamente previstas no n.º 3 desse artigo 2.º).

Contudo, essa reforma de 2013 do regime do CNSF poderá ter representado uma oportunidade perdida para assegurar em moldes mais consistentes bases eficazes de exercício da supervisão macroprudencial as quais, como temos observado noutras jurisdições (v.g. a Alemã e a Francesa, já afloradas *supra*, para considerar apenas casos de referência na UE), têm sido largamente associadas à intervenção de instâncias de coordenação de diferentes autoridades de supervisão num quadro de reforço dos poderes de intervenção de tais instâncias de coordenação (no quadro de uma tendência global, que identificámos, no sentido de a introdução da nova vertente de supervisão macroprudencial nas arquiteturas de supervisão contribuir para o desenvolvimento de novas componentes híbridas nos modelos de supervisão, traduzidas na criação ou reforço, conforme os casos, de entidades de coordenação, congregando autoridades de supervisão mas também representantes dos Tesouros nacionais).

Ora, a reforma de 2013 do regime do CNSF não refletiu ainda adequadamente essa **tendência internacional** e, a essa luz, justifica-se que um processo de institucionalização do CNSF e reforço do seu papel central de coordenação de funções de supervisão no seio do sistema nacional de supervisão – como o que aqui se preconiza – implique também um apreciável reforço de um segundo pilar, macroprudencial, de atuação deste Conselho. Tal poderá envolver a adoção, neste plano, de um figurino de atuação comparável ao francês onde a reforma de 2013 (já analisada *supra*, 3.3.6. b), da Parte II e para a qual aqui remetemos) determinou um papel primordial do *Haut Conseil de Stabilité Financière (HCSF)* nos domínios ligados à estabilidade do sistema financeiro, justificando, de resto, a atribuição a este Conselho de poderes jurídicos vinculativos próprios e não relativos a meras recomendações ou orientações (o que envolve indiscutivelmente um novo patamar qualitativo institucional de atuação do mesmo Conselho como organismo intermédio e de coordenação, sem representar já exclusivamente uma pura "emanação" das atuações das autoridades no mesmo representadas).

No caso da reforma que aqui se contempla do CNSF poderá adotar-se efetivamente uma solução comparável, mediante a qual se reforce consideravelmente o papel do CNSF no domínio macroprudencial (como organismo melhor apetrechado para esse efeito do que o CNEF), deixando este Conselho de ser um organismo mera ou essencialmente consultivo (diversamente do que foi consagrado na reforma de 2013) e passando a poder aprovar – com intervenção mais ativa dos outros supervisores (e de outras entidades, nos moldes que referiremos *infra*, 3.4. quanto a aspetos orgânicos da reforma do CNSF) orientações neste domínio, a serem desenvolvidas e concretizadas pela autoridade nacional de supervisão macroprudencial que continuaria a ser o BP.

### **9.º § – Segundo pilar de atuação do CNSF e o domínio da resolução**

Neste quadro do que vimos configurando como um segundo pilar de um CNSF reestruturado, envolvendo uma maior institucionalização de

uma grande sub-área de estabilidade em geral do sistema financeiro, justifica-se equacionar, para além de um reforço de funções e grau de intervenção do CNSF em sede de supervisão macroprudencial, uma maior intervenção deste Conselho na prossecução de objetivos mais latos de estabilidade financeira, por forma a compreender também áreas que extravasam já a supervisão financeira mas se apresentam conexas ou relevantes para a mesma, incluindo em especial aspetos da resolução bancária.<sup>30</sup>

Tal envolve um reposicionamento do CNSF reestruturado no centro do sistema nacional de supervisão, no quadro mais vasto de um possível reajustamento de domínios de intervenção das três autoridades nacionais que compõem esse sistema em áreas não estritamente de supervisão e passíveis de autonomização, particularmente no que respeita ao reajustamento da intervenção do Banco de Portugal nas matérias de resolução.

Paralelamente, essa evolução implicaria no âmbito de uma maior institucionalização de subárea autónoma de atuação do CNSF referente à estabilidade em geral do sistema financeiro entrando também na área da Resolução Bancária, uma composição orgânica específica do CNSF para enquadrar esse domínio. Esta poderia traduzir-se, designadamente, numa intervenção mais significativa do Governo, através do Ministério das Finanças, e de outras entidades com funções de acompanhamento ou de intervenção no setor financeiro que não se reconduzam à supervisão em sentido estrito. Pensamos aqui, designadamente, em representantes da autoridade nacional de resolução num contexto normativo em que se contemplassem **várias modalidades possíveis de ajustamento, num maior ou menor grau, dessa autoridade de resolução face ao seu atual enquadramento.**

Justifica-se, pois, no quadro deste cruzamento entre o reposicionamento do CNSF em matéria de estabilidade financeira (*lato sensu*) e possíveis reorganizações de funções distintas da supervisão que contribuem para essa estabilidade financeira, com destaque para a função de resolução, equacionar criticamente



*de iure condendo* – num curto parênteses – possíveis **soluções alternativas consentidas aos Estados-Membros da UE no domínio da estruturação dessas funções de resolução.**

Para tanto, impõe-se ponderar as possíveis opções neste domínio que se mostrem compatíveis com o quadro geral de requisitos estabelecidos na legislação europeia, corporizando uma **dupla exigência**, i) por um lado de **estreita articulação e interação funcional entre autoridades de supervisão e de resolução** e, ii) por outro lado, em contrapartida, de **independência operacional e prevenção de conflitos de interesses**, a assegurar através de “medidas estruturais adequadas” nos termos do artigo 3.º, n.º 3 da Diretiva 2014/59/UE (estabelecendo um enquadramento para a recuperação e resolução de instituições de crédito e empresas de investimento).<sup>31</sup>

Em termos extremamente sintéticos, face a esta dupla exigência dos normativos da UE têm prevalecido na *praxis* dos vários Estados-Membros neste domínio **três opções essenciais:**

- Uma primeira opção a) corresponde à solução adotada em Espanha, de criação de uma autoridade nacional de resolução distinta da autoridade de supervisão prudencial bancária, esteja esta situada ou não no banco central.<sup>32</sup> Assim, neste Estado foi constituída uma nova entidade, *Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB)*, como autoridade nacional de resolução, o que determinou institucionalmente uma separação entre **funções de resolução preventivas** a cargo do Banco de Espanha como supervisor bancário, incluindo o planeamento da resolução e a determinação de que uma dada instituição “está em situação ou em risco de insolvência”, (como condição básica para desencadear a resolução, que deve ser controlada pela autoridade de supervisão nos termos da al. a) do n.º 1 do artigo 32.º da Diretiva 2014/59/UE) e **poderes de resolução executivos**, relativos à aplicação de medidas e instrumentos de resolução – como são designados no Parecer do BCE, de 10 de junho de 2015 sobre o projeto de legislação espanhola neste domínio – cometidos ao *FROB*.<sup>33</sup> O mesmo Parecer

do BCE, que se pronunciou favoravelmente sobre essa solução, destacou, em contrapartida, a necessidade de essa separação de poderes e de esferas de intervenção não pôr em causa a efetividade das ações de resolução (o que, por seu turno, exige uma cooperação muito estreita e uma adequada partilha de informação entre o *FROB* e o Banco de Espanha, assegurado também entendimentos comuns sobre os planos de resolução, pois existem riscos importantes inerentes a quaisquer falhas ou limitações nessa articulação entre as duas entidades).

- Uma segunda opção paradigmática b) corresponde à solução adotada em França, de criação de uma autoridade nacional de resolução sediada no banco central (que atua também como supervisor bancário prudencial), mas como verdadeiro ente subsidiário e com nível muito reforçado de autonomia, que se consubstancia, designadamente, num conselho próprio no quadro do Banco de França – *Collège de résolution* face a um distinto *Collège de supervision*. Trata-se de um modelo algo *sui generis* de estabelecimento de uma instituição no seio de outra instituição, mas que envolve inegavelmente um grau muito superior de autonomia por comparação, *v.g.*, com o modelo adotado no ordenamento português em que a autoridade de resolução nacional está também integrada no seio do banco central e supervisor bancário. Esse grau muito superior de autonomia resulta desde logo da composição do *Collège de résolution* face ao diverso *Collège de supervision* no quadro do Banco de França, integrado por mais membros externos a este banco central. Na realidade, apesar de o Fundo de Resolução em Portugal ser nominalmente uma pessoa coletiva de direito público, com comissão diretiva própria composta por três membros (*ex vi* dos artigos 153.º-B e ss. do RGICSF, alterado pela Lei n.º 23-A/2015, de 26 de março), estes compreendem um membro do conselho de administração do BP, que preside, um membro designado pelo Ministério das Finanças e um terceiro por acordo entre o BP e o Ministério das Finanças. Nessa medida, a comissão diretiva e o fundo em



causa correspondem, em larga medida, materialmente, a uma emanção do BP, não obstante nominalmente se estabelecer o exercício das suas funções “de forma operacionalmente independente das funções de supervisão” (nos termos do artigo 17.º-A, já cit., da Lei Orgânica do BP). Diversamente, no modelo delineado em França o *Collège de résolution* atuando no quadro do Banco de França é integrado, para além do Governador do Banco ou seu representante (que preside), pelo Diretor-Geral do Tesouro ou seu representante, pelo presidente da *Autorité des Marchés Financiers* ou seu representante (o que assegura um essencial envolvimento e co-responsabilização da outra autoridade de supervisão financeira, com competências no domínio comportamental) e, entre outros, pelo presidente da câmara comercial, financeira e económica da *Cour de Cassation*. Para além disso, este *Collège de résolution* é suportado numa Direção própria, autónoma, cujo diretor é nomeado pelo Ministro da Economia e Finanças, sendo as condições de organização e funcionamento dos serviços dessa Direção, com funções de preparação técnica dos trabalhos do *Collège de résolution*, fixadas por Decreto do Conselho de Estado. Em termos globais, resulta destes vários elementos, e num sentido que é também claramente afirmado pela primeira Comunicação sobre estratégia de resolução (de 2014) desse *Collège de résolution* no seio da *Autorité de Contrôle Prudenciel et de Résolution / ACPR* (por seu turno integrada no Banco de França), um **superior nível qualitativo de separação estrutural e funcional** entre as funções de supervisão prudencial e de resolução, **prevenindo em moldes mais eficazes conflitos de interesse nesse domínio que podem afetar consideravelmente o supervisor bancário**, sem prejuízo, em contrapartida, de importantes “sinergias entre resolução e supervisão” resultantes do acesso por parte dos membros do *Collège de résolution* e da Direção que a suporta à informação e trabalhos da *ACPR* no plano das suas responsabilidades de supervisão prudencial.<sup>34</sup>

- Uma terceira opção paradigmática b) corresponde à solução presentemente consagrada no ordenamento português, nos termos da qual, como já se observou *supra*, neste ponto, e em 1.2.1. de Parte II, as funções de autoridade de resolução nacional foram integralmente atribuídas ao BP, compreendendo, para utilizar a terminologia do BCE no seu parecer *supra* cit. sobre o projeto de legislação espanhola neste domínio, um complexo aglutinado de **poderes de resolução preventivos e poderes de resolução executivos**, incluindo-se nestes últimos os poderes “de aplicar medidas de resolução e determinar a eliminação de potenciais obstáculos à aplicação de tais medidas” (nos termos do n.º 1 do artigo 17.º-A da Lei Orgânica do BP, aditado na reforma feita *ex vi* do Decreto-Lei n.º 142/2013, de 18 de outubro). É certo que a revisão ulterior da Lei Orgânica do BP (através do Decreto-Lei n.º 23-A/2015, de 26 de março), dando concretização aos imperativos decorrentes das normas da UE adotadas em 2014 na matéria da resolução (já *supra* referenciadas), estabeleceu um princípio de **independência operacional** no exercício de tais funções de resolução face às funções de supervisão e outras funções exercidas pelo BP. Contudo, esse princípio, assim nominalmente consagrado, não é concretizado com a mesma intensidade que podemos observar no sistema francês, de acordo com a comparação que já estabelecemos *supra*. Este modelo seguido em Portugal configura, pois, uma **terceira opção paradigmática** de organização institucional das funções de resolução, inserindo-as na autoridade de supervisão bancária (e também banco central) no quadro de uma pessoa coletiva de direito público (Fundo de Resolução) sediado no BP com **garantias de independência operacional**, mas com **menos elementos materiais que lhe dêem corpo e aprofundem ou densifiquem esse princípio de existência de uma entidade autónoma dentro de outra entidade** (*maxime* através de um órgão decisório específico com maior participação de entidades externas à autoridade de supervisão e suportado

também numa direção técnica autónoma, cuja designação observa também um procedimento específico vincando a sua separação da restante estrutura técnica e operacional do supervisor e banco central). Em síntese, trata-se de uma **terceira opção** paradigmática de **concentração institucional de funções de supervisão e de resolução** permitida pela legislação europeia<sup>35</sup> no quadro de soluções compromissórias de existência de “medidas estruturais” enquadrando os dois tipos de funções e separando-as, até certo ponto, para evitar conflitos de interesses, mas em que essas medidas de separação se revestem do **nível de intensidade mínimo** para assegurar a observância do princípio de independência operacional da área da resolução (dentro da margem limitada de opção que ainda foi conferida aos Estados para graduar os requisitos ou condições materiais dessa independência da função de resolução). Referimo-nos a um nível de intensidade mínimo à luz dos aspetos já referenciados *supra*, que tornam o fundo de resolução largamente uma emanção do BP sem efetivos elementos técnicos e materiais mais significativos que sustentem num patamar operacional mais elevado a efetiva prossecução autónoma das funções de resolução, designadamente na parte executiva que estas comportam (e que envolve maiores riscos de conflitos de interesses com o núcleo das funções de supervisão prudencial).

Neste contexto, e cotejando as opções alternativas de referência que vêm sendo utilizadas neste domínio pelos Estados-Membros da UE, dentro da margem de escolha que lhes é consentida pela legislação europeia, consideramos que existem vantagens importantes em opções como as utilizadas no caso espanhol e no caso francês.

Na verdade, face aos riscos muito significativos associados a um **conflito de interesses tendencial** – normativamente relevado ou assumido na legislação europeia em vigor – entre **funções de resolução na sua componente executiva** (uma vez desencadeado o procedimento de resolução na base de condições que são essencialmente despoletadas pelo supervisor bancário)

e o **núcleo das funções de supervisão prudencial**,<sup>36</sup> justifica-se conferir uma **apreciável intensidade à separação entre as esferas de intervenção de resolução (*maxime* nessa sua parte executiva) e de intervenção de supervisão**.

Esse grau de intensidade na garantia de tal separação é obtido de forma mais radical na solução Espanhola de mais completa separação institucional, mas é também concretizado, em moldes menos extremos na solução francesa, afigurando-se, pois, que ambas se mostram preferíveis ao modelo atualmente consagrado em Portugal (nos termos *supra* descritos).

Poder-se-á, mesmo considerar, ponderando em abstrato as vantagens e riscos inerentes a cada solução, que a opção acolhida em França representará porventura o melhor equilíbrio neste domínio.

Na verdade, essa opção **compatibiliza “sinergias”** justamente identificadas na primeira *Comunicação sobre estratégia de resolução* (de 2014) do *Collège de résolution* da ACPR francesa (já cit.) **entre o exercício das funções de resolução e de supervisão**, mediante um canal privilegiado de fluxos de informação e de avaliações de aspetos cuja ponderação está insita na interação necessariamente muito intensa entre aquelas funções – **com uma efetiva separação e ausência de confusão de planos orientada para prevenir conflitos de interesses**. Daí resulta, também, a vantagem complementar de não acrescentar complexidade institucional ao sistema com a criação de mais uma entidade completamente distinta, embora a criação de uma entidade distinta replique a estrutura criada no quadro da arquitetura institucional europeia, com a separação entre o MUS e o Conselho Único de Resolução (CUR, porventura mais correntemente referenciado como *Single Resolution Board* ou *SRB*<sup>37</sup>), adotando-se aí mecanismos *ad hoc* para garantir uma necessária interação e cooperação estreitas entre essas entidades (designadamente, através do memorando de entendimento entre o BCE e o CUR / *SRB*, de 22 de dezembro de 2015<sup>38</sup>).

Em contrapartida, podem opor-se a essas vantagens teóricas de um maior equilíbrio associado à solução francesa eventuais elementos de

contexto ou dinâmicas institucionais em cada jurisdição que introduzam dificuldades em operacionalizar com a maior eficácia um modelo de funcionamento de uma instituição autónoma dentro de outra instituição. Essas dificuldades tendem a avolumar-se caso este tipo de figurino institucional, com os delicados equilíbrios que comporta, não esteja previamente testado na *praxis* institucional de determinada jurisdição (aumentando então os riscos para gerar uma prática institucional satisfatória nesse domínio e avultando pelo contrário as vantagens da maior clarificação institucional dirigida à prevenção de conflitos de interesses que caracteriza a solução adotada em Espanha).

Já em sentido diverso, a solução presentemente acolhida em Portugal parece menos adequada para encontrar o necessário equilíbrio entre, por um lado, a **profunda interação operacional** ligando as **funções de resolução** e de **supervisão** e, por outro lado, a **prevenção de conflitos de interesses** entre as mesmas, que tendem a afetar negativamente a supervisão, justificando-se *de iure condendo* uma transição ou para a solução utilizada em França ou para a solução utilizada em Espanha (sopesando no contexto concreto nacional o tipo de vantagens e riscos diferenciados dessas opções que acima explanámos).

Em qualquer caso, uma **reorganização ou recomposição institucional ou orgânica das funções de resolução** como a que aqui se preconiza deverá ter repercussões em termos de representação (*lato sensu*) da função de resolução no pilar do CNSF correspondente à estabilidade financeira.

Assim, face a uma reorganização desse tipo, que temos como desejável, *de iure condendo*, sob a forma de uma das duas opções alternativas que acima se expuseram, duas soluções tenderão a configurar-se para tal representação da função de resolução nesse pilar do CNSF:

i) ou o presidente de uma futura autoridade nacional distinta de resolução (ou de futura entidade que congregue o essencial das funções executivas de resolução), em caso de adoção de uma solução próxima da consagrada em Espanha,

ii) ou um representante de um novo conselho específico de resolução no BP, com maior autonomia e diferenciação institucional em relação ao Banco – concretamente, um membro externo ao BP nesse conselho – em caso de adoção de uma solução próxima da consagrada em França,

deverá integrar o órgão de topo de um CNSF reestruturado, quando este funcionar na sua composição respeitante ao pilar da estabilidade financeira e supervisão macroprudencial.

### 3.4. Alteração da estrutura orgânica e dos mecanismos e processos decisórios internos do CNSF

#### 3.4.1.

Como acima expusemos, o terceiro eixo da reforma aqui preconizada para o CNSF envolve uma **alteração da estrutura orgânica e dos mecanismos e processos decisórios internos do Conselho**, por forma a assegurar maior continuidade dos trabalhos do Conselho e maior equilíbrio entre as três autoridades de supervisão aí congregadas, bem como, reflexamente, uma sua maior co-responsabilização na coordenação de funções de supervisão e nas acções daí resultantes.

Nesse quadro, considerando por um lado as experiências comparadas com organismos que apresentam paralelismos de algum tipo com o CNSF a nível supranacional e a nível de outros Estados-Membros da UE<sup>39</sup> – *maxime* um CNSF reforçado como o que ora contempla numa perspectiva de *iure condendo* – quer as necessidades de coordenação experimentadas *in concreto* no nosso sistema por força da salvaguarda da estabilidade do sistema financeiro, admitimos que se justificará uma **solução mista** para a **estrutura orgânica e a correspondente coordenação do CNSF e das suas áreas de atividade**. Tratar-se-á de uma solução mista em que o Banco de Portugal deixe de assumir exclusivamente a liderança ou coordenação do CNSF (como se verifica no atual figurino), sem prejuízo de o Governador do Banco de Portugal coordenar o órgão cimeiro de um CNSF reformado como nova pessoa coletiva pública nova

(nos moldes preconizados *supra*, 3.2.). Assim, o processo de institucionalização do CNSF que se propõe deverá implicar a existência de **dois níveis orgânicos** de funcionamento deste Conselho, como decorrência natural (orgânica) dessa nova realidade institucional.

Pensamos num primeiro nível orgânico correspondente a um **Conselho Geral** do novo CNSF, equivalendo, de algum modo, ao nível atual dos membros permanentes do Conselho (na configuração do regime presentemente em vigor), cuja presidência seria assegurada pelo Governador do Banco de Portugal. Complementarmente, a maior estruturação institucional do CNSF reformado justificará um segundo nível orgânico, correspondente a um **Comité Executivo** cuja coordenação seja rotativamente assumida pelos presidentes das três autoridades nacionais de supervisão financeira (os quais podem ter um *alternate* para se fazer substituir nessas funções). Consideraríamos aqui um princípio de rotação semestral nessa coordenação do Comité Executivo, traduzindo uma solução com algum paralelismo com o regime consagrado em relação ao Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão Financeira (já várias vezes referido), o qual determina nos termos do n.º 3 do artigo 55.º do Regulamento *EBA* (e das disposições correspondentes dos Regulamentos *EIOPA* e *ESMA*) que o presidente desse Comité Conjunto nomeado rotativamente numa base anual (considerando-se aqui que a rotação numa base semestral se mostraria mais equilibrada ao nível do CNSF reestruturado).

### 3.4.2.

Este segundo nível orgânico, relativo ao novo Comité Executivo, deverá constituir o verdadeiro centro operacional de funcionamento de um CNSF reestruturado, cabendo ao Conselho Geral o estabelecimento de grandes linhas e prioridades de atuação do CNSF, bem como a confirmação de certas deliberações com maior peso institucional, sob proposta inicial do Comité Executivo (v.g. a apresentação de propostas legislativas conjuntas, a criação de novas áreas temáticas de intervenção do CNSF para além daquelas que se encontrem

tipificadas na lei a cada momento, ou o exercício formal de alguns poderes jurídicos vinculativos, afetando terceiros, que sejam, de modo muito limitado atribuídos ao novo CNSF, nos moldes contemplados *infra*, 3.4.4.).

Paralelamente, neste segundo nível orgânico do Comité Executivo justificar-se-á prever a existência de subcomités (equivalendo a sub-estruturas orgânicas), coordenados em geral por aquele Comité. A função essencial desses subcomités executivos será a de enquadrar funcionalmente as diversas áreas obrigatórias de intervenção do CNSF a serem tipificadas na Lei, como preconizado *supra*, 3.3. (além de outras áreas de trabalho que o Conselho Geral decida criar a título permanente ou com duração limitada podendo originar também sub-comités próprios de acompanhamento).

Também a este nível de estruturação orgânica se admite ser vantajoso contemplar uma solução mista favorecendo o **equilíbrio institucional** que se toma como um elemento decisivo para um efetivo comprometimento funcional das autoridades de supervisão financeira no CNSF (corrigindo alguns desequilíbrios institucionais originários que, de algum modo, não favoreceram um maior envolvimento dessas autoridades no CNSF).

No quadro dessa solução mista, alguns subcomités – em determinadas matérias – teriam um coordenador fixo designado por uma das três autoridades de supervisão (ou, noutra formulação, o novo regime legal do CNSF especificaria determinadas áreas de intervenção obrigatória do Conselho em que caberia de modo fixo a certa autoridade indicar um seu representante para coordenar o respetivo subcomité executivo).

Em contrapartida, noutras áreas de intervenção obrigatória do CNSF a respetiva coordenação ao nível dos subcomités executivos correspondentes não seria atribuída em termos fixos *ope legis* a cada autoridade, mas seria assegurada numa base rotativa por representantes de cada uma das autoridades de supervisão a indicar pelas mesmas para os vários períodos em causa.

Neste contexto, e sempre numa ótica *de iure condendo*, admite-se que quanto às áreas a

serem tipificadas legalmente como de intervenção obrigatória do CNSF propostas *supra*, 3.3., se justifique atribuir ao Banco de Portugal, numa base fixa, a coordenação da área relativa a conglomerados financeiros (e do respetivo subcomité executivo), à ASF, também numa base fixa e nos mesmos moldes, a coordenação da área relativa a requisitos comuns exigíveis a alta gestão de instituições financeiras, e à CMVM, na mesma base fixa e em idênticos moldes a coordenação da área relativa a produtos financeiros complexos e produtos de investimento de retalho.

Já as restantes áreas *supra* contempladas, relativas a supervisão de entidades externas de fiscalização de instituições financeiras, a programação de ações de supervisão presencial, a branqueamento de capitais e a um sistema integrado de informação regulatória e de supervisão, deveriam ter a sua coordenação assegurada, através dos respetivos subcomités executivos, numa base rotativa pelas três autoridades de supervisão.

Noutro plano, esta estrutura orgânica deverá também integrar um Secretário-Geral permanente do CNSF nomeado pelo Governo (através de Resolução do Conselho de Ministros) e obrigando a sua audição pela Assembleia da República. A esse Secretário-Geral, respondendo perante o Conselho Geral e a Comissão Executiva justifica-se atribuir funções gerais de coordenação dos quadros técnicos próprios (permanentes) do CNSF que deverão apoiar de modo continuado os trabalhos dos vários subcomités executivos (de acordo com programações periodicamente estabelecidas para o efeito).

### 3.4.3.

Noutra perspetiva, considerando que o CNSF reformado integraria um segundo **pilar essencial** correspondente a uma área de garantia de estabilidade financeira e supervisão macroprudencial – como evolução acima preconizada para a configuração particular já presente estabelecida para o CNSF na vertente macroprudencial, apesar de esta se limitar por ora a uma intervenção consultiva – o Conselho

Geral deste novo CNSF deverá apresentar uma composição especial para essa área de estabilidade financeira.

Essa composição especial deverá envolver, além do Governador do Banco de Portugal e dos Presidentes das outras duas autoridades de supervisão, um representante do Ministério das Finanças, de autoridade de resolução (na nova configuração orgânica que esta possa vir a apresentar, como se preconiza *supra*, 3.3.3. – 9.º §) e um determinado número de membros externos a serem designados, entre personalidades de reconhecida competência e especialização na matéria, pelo Governo através de Resolução do Conselho de Ministros, com audição prévia da Assembleia da República e das três autoridades de supervisão financeira (na linha da introdução em instâncias com funções em matéria de supervisão macroprudencial de uma sensibilidade própria de especialistas externos não comprometidos em funções governamentais ou nas autoridades de supervisão, que é contemplada, embora com contornos formais distintos, quer no *Financial Policy Committee* criado em 2013 no seio do Banco de Inglaterra no Reino Unido (referido *supra*, 3.2.3. d), Parte II), quer no *Haut Conseil de Stabilité Financière* criado também em 2013, em França, por transformação do anterior *Conseil de Régulation Financière et du Risque Systémique* (como referido *supra*, 3.3.6. b), Parte II), através das aí chamadas *personnalités qualifiées*).<sup>40</sup>

### 3.4.4.

A institucionalização ora proposta para o CNSF e o seu correspondente reflexo na estrutura orgânica preconizada nos pontos precedentes obriga também a equacionar a questão do tipo e extensão de **poderes públicos** que possam ser atribuídos ao novo Conselho, como nova entidade administrativa independente, embora representando essencialmente uma emanção das três autoridades de supervisão (uma vez que o seu Conselho Geral reproduz as lideranças desses três supervisores).

Considerando que um novo CNSF, nos moldes aqui preconizados, seria, apesar do reforço institucional em causa, uma entidade subsidiária

das três autoridades de supervisão, afigura-se adequado que os poderes juridicamente vinculativos que lhe sejam atribuídos se mostrem limitados. Nesse quadro, as iniciativas estabelecidas por força da intervenção do CNSF seriam preferencialmente materializadas através do exercício dos poderes próprios das três autoridades congregadas no Conselho.

De qualquer modo, admite-se que a título excepcional, se tal se mostrar necessário em certo tipo de intervenções no setor financeiro (*maxime*, à luz de princípios de necessidade e proporcionalidade) o CNSF possa dispor dos seguintes tipos de poderes:

- a) poder de emitir normas regulamentares próprias, ressalvando sempre na área bancária sua limitação a instituições ainda sujeitas a supervisão direta do BP e não interferindo na área própria de intervenção do MUS (BCE) quanto a instituições de crédito significativas (sujeitas a supervisão direta do MUS) e importando também ressalvar, para evitar sobreposições, que, mesmo nas instituições de crédito não significativas existe alguma possibilidade de intervenção do MUS, por força do artigo 6.º, n.º 5, b) do Regulamento (UE) n.º 1024/2013 (Regulamento relativo ao MUS);
- b) Poder de emitir certas injunções a instituições financeiras – envolvendo reflexamente a obrigatoriedade para estas de adotar certas medidas – como sucede com o *Haut Conseil de Stabilité Financière (HCSF)* (em França desde 2013), que detém em domínios ligados à estabilidade do sistema financeiro poderes jurídicos vinculativos próprios e não relativos a meras recomendações ou orientações (o que envolve indiscutivelmente um novo patamar qualitativo institucional de atuação deste Conselho como organismo intermédio e de coordenação, sem representar nesse ponto apenas uma ‘emanação’ das atuações das autoridades no mesmo representadas);
- c) poderes diretos de solicitação de informações a certas entidades, embora em regra esse poder deva ou possa ser exercido satisfatoriamente através das três autoridades de supervisão congregadas no CNSF.

De qualquer modo, como acima observámos, a solução regra deverá corresponder à aprovação por parte do CNSF de diretrizes com vista a propor adoção de normas regulamentares, de injunções ou outras atuações por parte dos três supervisores congregados no CNSF, ao abrigo dos seus poderes próprios.

Paralelamente, já observámos também *supra*, a propósito da tipificação de áreas obrigatórias de intervenção do CNSF, que nos poderes deste Conselho reestruturado pode integrar-se a realização de ações próprias de inspeção. Referimos então uma dicotomia compreendendo:

- a) a possível realização de inspeções conjuntas (mediante equipas mistas dos três supervisores), mas nesses casos sempre ressalvando instituições bancárias sujeitas a supervisão direta do MUS / BCE, em que essas ações conjuntas não são admissíveis pois não se podem sobrepor a ações de inspeção do MUS, no quadro de equipas mistas com o supervisor bancário nacional;
- b) e a possibilidade de programação coordenada pelo CNSF de ações de inspeção, mas conduzidas seguidamente por cada autoridade de supervisão.



## Notas

1. Temos aqui presente, como já referido *supra* em 2.1.2. da Parte II a criação do CNSF com base no Decreto-Lei n.º 228/2000, de 23 de setembro, e as **três alterações** desde então introduzidas nesse regime sucessivamente pelo Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de novembro, pelo Decreto-Lei n.º 143/2013, de 18 de outubro e pela Lei n.º 118/2015, de 31 de agosto. A **primeira alteração** (2008), inserida em diploma legal que visou então o reforço dos deveres de informação e de transparência no setor financeiro e em especial ao nível dos produtos financeiros complexos, alterou de modo significativo o conjunto de "competências do CNSF" (artigo 2.º do Reg-Cnsf), reforçando de algum modo essas competências em ordem a maior coordenação dos supervisores que o integram em domínios de relevância transversal, mas "sem ir ao ponto de tipificar áreas e matérias de intervenção obrigatória do CNSF (sendo as matérias e aspetos em causa recortados com grande generalidade e deixando consequentemente grande latitude de atuação às autoridades congregadas neste Conselho", sem prejuízo da importância da previsão respeitante à suscetibilidade de realização conjunta de ações de supervisão presencial). A **segunda alteração** (2013) veio, na sequência das opções assumidas no ordenamento português no sentido de designar o Banco de Portugal como "autoridade nacional responsável pela política macroprudencial" (no quadro da execução de Recomendação de 22 de dezembro de 2011 do Comité Europeu do Risco Sistémico sobre o mandato macroprudencial das autoridades nacionais dos Estados-Membros da UE), conferir ao CNSF funções consultivas para com o Banco de Portugal no domínio da definição e execução da política macroprudencial para o sistema financeiro nacional. Daí resultou ainda o "único desenvolvimento até ao presente registado no sentido de uma maior densificação da estrutura orgânica do CNSF, largamente insuficiente como já de seguida analisaremos", passando esta entidade a reunir com "composição diferenciada" para as sessões micro e macro-prudenciais (com a particularidade de, nestas últimas sessões, participarem como observadores sem direito de voto um representante do membro do governo responsável pelas Finanças e o membro do conselho de administração do Banco de Portugal com o pelouro macroprudencial). No essencial, as trocas de informações e análises desenvolvidas pelo CNSF neste plano macroprudencial materializam-se em "pareceres não vinculativos dirigidos ao Banco de Portugal, enquanto autoridade macroprudencial nacional" (n.º 3 do artigo 7.º com a redação introduzida nesta alteração de 2013), o que corresponde a uma intervenção muito limitada e a uma oportunidade perdida nesta reforma de 2013 para um necessário reforço do papel do CNSF neste plano essencial da estabilidade financeira (em termos formais esta reforma de 2013 previu também a introdução da figura de "súmulas" das deliberações do CNSF a apresentar "para informação" aos órgãos de administração de cada uma das autoridades congregadas no Conselho, com a particularidade de as "súmulas" relativas às sessões macro-prudenciais serem também enviadas ao Ministro responsável pela área das Finanças). A **terceira alteração** (2015), para além de aspetos essencialmente formais, introduziu dois ajustamentos no Reg-Cnsf, em matéria de competências do CNSF, reforçando a sua intervenção em sede de pronúncia sobre a produção legiferante no domínio da regulação financeira e da coordenação de supervisores financeiros (consagrando formalmente o que era já uma *praxis* de atuação do Conselho nos últimos anos, mas sem dar ainda os passos necessários no sentido de uma maior tipificação de áreas obrigatórias de atuação ou intervenção do Conselho), e previu que a figura do relatório anual de atividades do CNSF, introduzida em 2008 e então determinando apenas o seu envio ao membro do governo responsável pelas Finanças, passasse a ser de envio obrigatório também à Assembleia da República).

2. Cfr., a esse propósito, artigo 9.º ("apoio técnico") do Reg-Cnsf, já referenciado em 2.1. da Parte II deste Estudo.

3. "Elementos permanentes com estatuto de observadores" e sem direito de voto do CNSF previstos no n.º 2 do artigo 4.º do Reg-Cnsf, e compreendendo, como já referido, um representante do membro do governo responsável pelas Finanças e o membro da administração do Banco de Portugal com o pelouro da supervisão macroprudencial, tendo intervenção restrita às matérias do n.º 3 do artigo 2.º referentes a funções consultivas do CNSF para com a autoridade macroprudencial nacional (Banco de Portugal).

4. Cfr., sobre esses aspetos, artigo 4.º ("composição") e artigo 8.º ("sessões") do Reg-Cnsf, já referenciado em 2.1. da Parte II deste Estudo.

5. Encontram-se em causa "riscos de conduta" como, v.g., de *mis-selling* ou *self-placement*, estando aparentemente em fase de conclusão um relatório do grupo de trabalho que foi constituído no âmbito do CNSF sobre esta matéria em finais de 2014 (de acordo com os relatórios anuais de atividade divulgados publicamente e com os comunicados também publicamente divulgados sobre as súmulas de deliberações do CNSF).

6. Reportamo-nos aqui, exclusivamente, a elementos constantes de relatórios anuais de atividade do CNSF divulgados publicamente e de comunicados também objeto de divulgação pública extraídos de súmulas de deliberações do CNSF. Os acima referidos "regras e procedimentos operacionais" cometem ao também já referido Comité de Coordenação a preparação de súmulas de deliberações e de comunicados públicos a extrair das mesmas, prevendo a realização de consultas públicas e a publicação dos resultados de tais consultas (salvaguardando-se naturalmente os aspetos de sigilo de supervisão a proteger nos termos do n.º 3 do artigo 6.º do Reg-Cnsf).

7. Reportamo-nos, designadamente, a memorando de acordo relativo a cooperação entre o BP e o ISP (atual ASF), de 27 de dezembro de 2006, a protocolo de cooperação entre o BP e a CMVM, de 30 de janeiro de 2008, e a memorando de acordo entre o ISP (atual ASF) e a CMVM, de 28 de abril de 2008 (disponibilizados nos Sítios na Internet de vários dos supervisores envolvidos).

8. Tenha-se presente, designadamente, sobre esse **comité conjunto** de autoridades europeias de supervisão financeira (*EBA*, *ESMA* e *EIOPA*), ao qual retornaremos, e sobre as "matérias tipificadas como áreas específicas de coordenação" estabelecida por intermédio desse **comité conjunto**, o artigo 54.º do Regulamento relativo à criação da *EBA* [Regulamento (EU) n.º 1093/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010, JOCE n.º L 331/12, de 15.12.2010], em especial o seu n.º 2 com a tipificação de matérias em causa.

9. Sobre esse tipo de mecanismos que possam, por antecipação, contrabalançar a natural dinâmica institucional (negativa) para o recrudescimento de tensões entre supervisores em momentos de crise mais aguda do setor financeiro, cfr., *inter alia*, Dalvinder Singh, John Raymond Labrosse, "Developing a Framework for Effective Financial Crisis Management", in *OECD JOURNAL: FINANCIAL MARKET TRENDS – VOLUME 2011 ISSUE2* © OECD 2011; Mayes, D. G. Mayes, "Banking Crisis Resolution Policy – Lessons from Recent Experience – Which Elements are Needed for Robust and Efficient Crisis Resolution?" *CEsifo Working Paper Series No. 2823, October 2009*. Cfr., também, aspetos já destacados nesse sentido no Relatório da Câmara dos Lordes do Reino Unido, "Banking Supervision and Regulation" – *HOUSE OF LORDS – Select Committee on Economic Affairs – 2nd Report of Session 2008-09* – "Banking Supervision and Regulation", Vol. I, cit.; Cfr., também, do mesmo Relatório, Vol. II (*Evidence*), com vários depoimentos a enfatizar a decisiva importância de mecanismos específicos e eficazes especialmente concebidos para permitir a gestão de situações de crise os quais em muito deverão extravar os processos muito formais e genéricos de cooperação que tendem a não funcionar precisamente nesses condicionalismos de crise. Cfr. A esse propósito, em esp. o depoimento de Mervyn King, pp. 168 ss: "We all engaged in **crisis management exercises**, war games if you like, where we tried to simulate the effect of various serious problems in the financial sector (...) All I would say is that the one thing we are not short of is process. We are **short on policy instruments** but not the number of meetings. We will communicate and it is right that the views of the Treasury and the Bank and the FSA when they are talking to each other should be in private. If we are to express an honest view and opinion, then we must be able to do that in private". (ênfase acrescentada)

10. A propósito dessas considerações lapidares, cfr. R Abrams, M. Taylor, "Issues in the Unification of Financial Sector Supervision", cit., esp. p. 27. Como aí se refere, *"the main conclusion of this review of the issues raised by the unification of financial sector supervision is that no one model of regulatory structure will be appropriate for all countries (...). The advantages appear to vary sharply between countries. Moreover, they must also be weighed against the disadvantages, the strength of which will vary considerably from case to case (...). Hence, in each case, it is essential to first perform a full assessment of the advantages and disadvantages of applying a particular model developed in one (...) country to the conditions of another. The assessment of advantages and disadvantages should take into account two overarching factors. The first is that any change process involves risks. (...) but perhaps the most important single factor is that the change process may result in a serious reduction in existing regulatory capacity unless it is well-managed"*. (ênfase acrescentada)

11. Tenha-se presente, v.g., as ressalvas de Charles Goodhart sobre as "necessidades específicas – diferenciadas – de reforma" a ponderar no contexto de cada sistema financeiro nacional e do seu modelo de supervisão, como "ponto de chegada de longas e complexas evoluções" particulares verificadas em cada jurisdição, A. cit., "The Macro-Prudential Authority, Powers, Scope and Accountability", cit. No mesmo sentido, cfr. R. Abrams, M. Taylor, "Issues in the Unification of Financial Sector Supervision", cit.

12. Reportamo-nos aqui a "conglomerados mistos" originando problemas de supervisão qualitativamente distintos dos associados a conglomerados financeiros cobertos pela "Diretiva Europeia referente à supervisão complementar de instituições de crédito, empresas de seguros e empresas de investimento de um conglomerado financeiro" – Diretiva 2002/87/EC do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de dezembro de 2002, alterada pelas Diretivas 2005/1/EC, 2008/25/EC e 2010/78/EU, respetivamente de 9 de março de 2005, 11 de março de 2008 e 24 de novembro de 2010). Este tipo de conglomerados mistos no centro das recentes crises financeiras em Portugal, para além de justificarem preocupações no sentido de desejáveis reduções dos limites de grandes riscos a "partes relacionadas" (enquadrados por normativos da UE), dão azo também a preocupações com a comercialização por parte de instituições de crédito de produtos financeiros diversos das empresas não financeiras do grupo a que pertencem, gerando potenciais riscos reputacionais no caso de dificuldades financeiras nestas últimas empresas. Ora, essas questões inerentes a tal comercialização de produtos financeiros podem com frequência ser por demasiado tempo apreendidas como um "problema de supervisão comportamental" com riscos de "subalternatização da vertente interligada de supervisão prudencial" atendendo aos problemas reputacionais acima referidos e a problemas conexos aos mesmos.

13. Para este cotejo e paralelo tomamos aqui em consideração recentes sugestões formuladas pelo Vice-Governador do Banco de Espanha, Fernando Restoy, de 18 de janeiro de 2016, no sentido de uma reforma que tomasse como referência o modelo *Twin Peaks* ainda que não sob uma forma pura do mesmo (cfr. *La organización de la supervisión financiera Participación en el acto de presentación de la "Guía del Sistema Financiero Español"* / *Analistas Financieros Internacionales (AFI) – Funcas* – disponível em <http://www.bde.es/fi/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Subgobernador/Arc/Fic/restoy180116.pdf>).

Assim, segundo o Vice-Governador Fernando Restoy, *"De este modo, creo que tendría sentido volver a considerar un proyecto de reforma del esquema supervisor que tome como referencia, como estaba previsto en 2008, el modelo Twin Peaks (...). En todo caso, el nuevo modelo supervisor debería ajustarse para acomodar, como se ha hecho en otros países, el establecimiento de un comité macropudencial – con participación de autoridades gubernamentales y de los supervisores – coordinado desde el Banco de España. Asimismo, con objeto de fortalecer la función de protección del inversor, debería también explorarse la posibilidad de integrar en el nuevo esquema un sistema reforzado de resolución de conflictos entre las distintas instituciones financieras y sus clientes – los actuales sistemas de reclamaciones- que previera la emisión de dictámenes vinculantes para las entidades afectadas"*. (ênfase acrescentada)

14. Objetivos nucleares de supervisão que tivemos ensejo de passar criticamente em revista desde logo na Introdução (Parte I), ponto 1.5., para o qual se remete.

15. Estaria em causa uma **estrutura ligeira** que não deveria ultrapassar **duas a três dezenas de quadros técnicos** altamente qualificados, seleccionados em função dos seus conhecimentos e *expertise* transversal sobre o setor financeiro, compreendendo os seus três principais sub-setores, devendo contemplar-se **mecanismos institucionais ad hoc** para assegurar esse "objetivo estratégico de contenção do quadro de pessoal próprio" (o que poderia passar por justificações específicas para dotações orçamentais com vista a novas contratações para além de certos limiares quantitativas, a serem apresentadas às três autoridades de supervisão congregadas no CNSF e que assegurariam tais dotações orçamentais nos termos que se sugerem de seguida).

16. Lei 3/2004, 15 de janeiro, considerada aqui naturalmente na sua versão mais recente (décima quinta versão), resultante das últimas alterações introduzidas através do Decreto-Lei n.º 96/2015, de 29 de maio.

17. Regulamento (UE) n.º 1163/2014 do Banco Central Europeu, de 22 de outubro de 2014, JOCE n.º L 311/23, de 31.10.2014, relativo a taxas de supervisão a cobrar a instituições de crédito.

18. Reportando-nos aqui à categoria formal de "conglomerado financeiro" resultante no direito da UE da Diretiva 2002/87/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de dezembro de 2002 (JOCE n.º L 35/1, 11.2.2003), relativa à supervisão complementar de instituições de crédito, empresas de seguros e empresas de investimento de um conglomerado financeiro, *maxime* do artigo 3.º desta Diretiva. Sobre a matéria no quadro do ordenamento da UE, cfr. ainda as Orientações Comuns do Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão, de 22 de dezembro de 2014 – "Orientações destinadas a assegurar a convergência das práticas de supervisão relativamente à coerência dos acordos de coordenação para os conglomerados financeiros" (JC/GL/2014/01).

19. Logo reportamo-nos aqui a critérios diversos dos contemplados para a qualificação formal *stricto sensu* como conglomerado, nos termos e para efeitos da Diretiva 2002/87/CE, a qual implica a verificação de determinados limiares, designadamente quanto à representatividade das actividades conduzidas pelo grupo nos diferentes sectores financeiros, especificados nessa Diretiva e que não cabe aqui analisar *ex professo*.

20. Cfr., a este propósito, a *List of Identified Financial Conglomerates As per 31 December 2014 figures*, divulgada pela EBA. A lista especifica que, quanto a algumas entidades potencialmente passíveis de inclusão no perímetro dos conglomerados, terá sido decidido não considerar as mesmas como "conglomerados financeiros", ao abrigo do disposto no artigo 3.º, n.º 3, da Dir. 2002/87/CE, cit (designadamente, o BPI, o Novo Banco, o BBVA ou o Santander). Na verdade, este traço do sistema financeiro português de tendencial ausência de conglomerados em sentido próprio é um elemento de contexto que claramente milita no sentido de não se justificar uma reestruturação mais radical do modelo nacional de supervisão com todos os custos de transição e organizativos que tal comporta (e já foram analisados *supra*).

21. Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros – Diretiva 2014/65/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, JOCE n.º L 173/349, de 12-06-2014, que veio substituir a originária Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho.

22. Cfr. Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu e ao Conselho, de 30 de abril de 2009 – (*packaged retail investment products*) – COM (2009) 204 final.

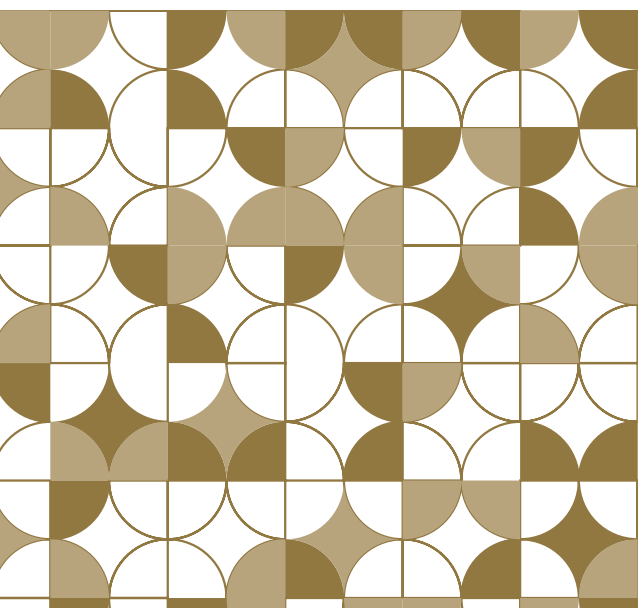
23. Regulamento UE n.º 1286/2014, de 26 de novembro, do Parlamento Europeu e do Conselho, que regula os documentos de informação fundamental sobre os PRIIPs – JOCE n.º L 352/1, de 09-12-2014.
24. Nova área obrigatória de intervenção do CNSF a tipificar legalmente numa perspetiva *de iure condendo* que, de resto, tenderia, em termos institucionais e numa base permanente, a dar continuidade a análises e possíveis propostas emergentes do grupo de trabalho foi constituído no âmbito do CNSF em finais de 2014 sobre riscos de conduta (*maxime mis-selling* ou *self-placement*), que referimos *supra*, 1.2.3.
25. Sobre as práticas *mis-selling* cfr., por todos, J. Armour, C. Mayer and A. Polo, (2011), "Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets", *Oxford Legal Studies Research Paper No. 62/2010*; *ECGI – Finance Working Paper No. 300/2010*; A. Morrison, A., W. Wilhelm, and R. Younger, (2012), "Reputation in Financial Markets", Chapter 8, Investing in Change: the Reform of Europe's Financial Markets", *AFME*; sobre as práticas de *self-placement* cfr. a tomada de posição conjunta da *EBA, ESMA e EIOPA*, de julho de 2014.
26. Cfr. "Posição Conjunta e Orientações" em matéria de "*manufacturers' product oversight and governance processes*" do Comité Conjunto de Autoridades Europeias de Supervisão Financeira, cit., esp. Ponto 7., I a IV.
27. Cfr. Diretiva 2014/56/UE e Regulamento n.º 537/2014, de 16 de abril de 2014.
28. Cfr. esses projetos de Orientações e a referida consulta pública, disponíveis em <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/anti-money-laundering-and-e-money/guidelines-on-risk-factors-and-simplified-and-enhanced-customer-due-diligence/-/regulatory-activity/consultation-paper>
29. Sobre esse tipo de eventuais limitações à circulação de informação prudencial, cfr. Mark Flood, Jonathan Katz, Stephen Ong, Adam Smith "Cryptography and the Economics of Supervisory Information: Balancing Transparency and Confidentiality", já cit.
30. Não cabe manifestamente nos objetivos do presente Estudo uma análise específica das funções de resolução, tais como estas se vêm desenvolvendo no plano internacional, no plano europeu e no plano nacional (desde 2012, quando as primeiras normas versando esta matéria foram introduzidas no RGICSF). Cfr., a esse propósito, por todos, John Armour, "Making Bank Resolution Credible", cit., February 2014.; Karl-Philipp Wojcik, "Bail-In in the Banking Union", in *Common Market Law Review*, 53, 2016, pp 91 ss. Na sua essência, este "*new type of regulatory measure*" – como o caracteriza Karl-Philipp Wojcik ao traçar a génese do regime de resolução e ao caracterizar os principais desenvolvimentos normativos que a consubstanciaram na UE e nos seus Estados-Membros – corresponde a um "*far-reaching instrument*" envolvendo "(...) a new power of public authorities to decide to impose losses of failing banks on shareholders and creditors through write down or conversion, carried out in an administrative procedure different from normal insolvency proceedings" (A. cit., op cit., p. 95).
31. Cfr. Diretiva 2014/59/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, estabelecendo um enquadramento para a recuperação e resolução de instituições de crédito e empresas de investimento – JOCE n.º L173/190, de 12.06.2014, a qual deve ser considerada em articulação com o Regulamento (EU) n.º 806/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de julho de 2014, estabelecendo regras uniformes e um procedimento uniforme de resolução de instituições de crédito e empresas de investimento no quadro de um mecanismo único de resolução e de um fundo de resolução – JOCE n.º L 225/1, de 30-07-2014.
32. No imediato, essa opção de criação de "autoridade de resolução nacional" como "entidade externa à autoridade de supervisão financeira e ao banco central" foi também aparentemente assumida na Alemanha, mas com contornos *sui generis* (distintos do caso Espanhol). Na verdade, embora a lei alemã de transposição de diretiva europeia de resolução (*Gesetz zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten*) tenha determinado a atribuição, em 2015, de funções de "autoridade nacional de resolução bancária" à Agência Federal de Estabilização de Mercados Financeiros (*Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung*), estabeleceu, em paralelo, uma reorganização desta entidade com vista à sua integração na autoridade de supervisão prudencial (BaFin), conquanto como unidade operacionalmente independente dentro do BaFin – integração que deverá ser concluída até 2018. Cfr. sobre essa solução particular o Parecer do BCE, "Opinion of the European Central Bank of 12 September 2014 on the implementation of the European Bank Recovery and Resolution Directive" (CON/2014/67), relativo ao projeto de lei alemã de transposição da Diretiva europeia de resolução bancária, no qual o BCE ressaltou a necessidade de ser complementarmente consultado sobre a evolução já contemplada naquela lei no sentido de integrar a curto prazo o *Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung* no BaFin, por forma a verificar a efetiva observância dos requisitos estabelecidos na Diretiva quanto aos figurinos institucionais admissíveis para o exercício de funções de resolução em concatenação com as de supervisão. Como aí se refere a este propósito (cfr. ponto 3.1. deste Parecer, cit., do BCE), "*The explanatory memorandum to the draft law states that the FMSA as resolution authority will be incorporated into BaFin as supervisory authority as an 'agency-within-an-agency' at a later stage. The draft law does not cover the detailed arrangements relating to this process, which will be decided on separately. The BRRD 'exceptionally' allows one authority to carry out both resolution and supervisory functions on the condition that adequate structural arrangements are put in place in order to ensure operational independence and to avoid conflicts of interest between that authority's resolution function and its other functions. For example, the BRRD envisages structural separation being achieved by keeping the reporting lines for staff involved in carrying out resolution tasks separate from those used by staff involved in supervision activities<sup>8</sup>. Since it is important to ensure the operational independence of the resolution function and to avoid conflicts of interests between the resolution function and other functions, the ECB would appreciate being consulted on any future draft legal act that sets out detailed arrangements regarding the relationship between the FMSA and BaFin following the FMSA's integration into the latter authority.*" (ênfase acrescentada)
33. Cfr., a este propósito, *Opinion of the European Central Bank of 10 June 2015 on the recovery and resolution of credit institutions and investment firms* (CON/2015/19), relativa ao projeto de legislação espanhola sobre recuperação e resoluções de instituições de crédito e empresas de investimento.
34. Sobre a afirmação dessas "sinergias", cfr. "Comunicação sobre estratégia de resolução" (de 2014), cit., pontos 20 ss.
35. Recorde-se que essa Diretiva 2014/59/UE, relativa a recuperação e resolução de instituições de crédito e empresas de investimento, cit., nos termos do n.º 3 do seu artigo 3.º, integra uma permissão desse tipo: "**Excepcionalmente**, os Estados-Membros **podem prever** que a autoridade de **resolução possa ser** a autoridade competente em matéria de **supervisão**" (ênfase acrescentada) (salvaguardando em paralelo, como já se observou, a necessidade de "**medidas estruturais** adequadas" para garantir a "independência operacional" das funções atribuídas às autoridades de resolução face às funções de supervisão).
36. Esses riscos diversos de **conflitos de interesses** entre funções de supervisão e o núcleo das funções de supervisão prudencial são também equacionados e destacados nas mais importantes análises doutrinárias neste domínio. Cfr., por todos, a esse título, Karl-Philipp Wojcik, "Bail-In in the Banking Union", cit., esp. pp. 97 ss. Como este A. refere, a propósito do que caracteriza justamente como "*far-reaching powers*" das autoridades de resolução, "(...) *this may cause tensions between the supervisor and the resolution authority since the resolution authorities's powers overlap to some extent with those of supervisors. Likewise, it will be interesting to observe to what extent resolution authorities will make use of these powers which possess the potential to tackle the 'too complex to fail' problem in the current absence of a legislative measure on bank structural reform in the follow-up of the 'Liikanen Report'*"<sup>8A</sup>. cit., op. cit., p. 97).

37. Separação no quadro da arquitetura europeia entre o MUS e o CUR criticada *v.g.* por especialistas como Charles Goodhart (nos termos que já referenciamos *supra*, 1.2.1., da Parte II, para a qual se remete).

38. Reportamo-nos aqui a um pormenorizado memorando de entendimento, com um grau de especificação das matérias e compromissos muito superior ao que é usual neste tipo de instrumentos, evidenciando bem o caráter decisivo da "intensa e eficaz ligação operacional entre as funções de supervisão e de resolução". Cfr. "Memorandum of Understanding between the Single Resolution Board and the European Central Bank in Respect of Cooperation and Information Exchange" – *signed, Brussels and Frankfurt, 22 December 2015*.

39. Pensamos aqui, designadamente, no Comité Conjunto de Autoridades Europeias de Supervisão Financeira em termos supranacionais e, entre outros casos, na experiência francesa, ao nível de Estados-Membros.

40. De resto, num plano distinto e estendendo estas considerações de *governance* à própria estrutura de governo das autoridades de supervisão congregadas no CNSF – "*maxime* quando estas, como sucede em especial com o Banco de Portugal, conjugam várias funções em sede de supervisão financeira, quer conexas com a supervisão financeira, quer noutros planos (designadamente, política monetária)" – justifica-se contemplar quanto às mesmas "modelos reformados de *governance* interna" envolvendo comités específicos, diferenciados, no quadro dos respetivos conselhos de administração, e integrando membros externos ou não executivos, seja com perfil de especialistas (numa perspetiva científica) em determinadas áreas, seja como entidades com uma sensibilidade de mercado em função de experiências empresariais e de gestão no sistema financeiro (cfr. quanto a uma abordagem de *governance* interno desse tipo o "Bank of England and Financial Services Bill" em curso de aprovação em 2016 no Reino Unido que deverá alterar a *governance* do Banco de Inglaterra no sentido *supra* afluado).



## IV

# Análise prospetiva da possível reforma face a condicionantes do contexto europeu

1. Evoluções da arquitetura europeia de regulação e supervisão financeira e condicionantes de reformas nacionais nos Estados-Membros
2. Possíveis dinâmicas de reforma para além da união bancária e seus potenciais corolários
3. Dinâmicas de reforma europeia e adaptabilidade do modelo nacional de supervisão





# 1. Evoluções da arquitetura europeia de regulação e supervisão financeira e condicionantes de reformas nacionais nos Estados-Membros

## 1.1. Perspetiva geral

### 1.1.1.

Como fomos observando ao longo do presente Estudo, tem-se assistido a uma **mudança de paradigma** em termos de **enquadramento regulatório** e de **supervisão** no espaço europeu, com alguma celeridade menos habitual nos processos de transformação institucional na UE devida às circunstâncias excecionais da crise bancária encadeada, numa espiral perversa, com uma crise de dívidas soberanas europeias.

Nesse contexto, os três princípios essenciais que nortearam a construção do mercado único de serviços financeiros e do enquadramento que o veio sustentando, de descentralização, cooperação e segmentação, com os contornos e alcance que já comentámos *supra* (em esp. ponto 2.3.2. de Parte II), aparentemente mantidos sob forma meramente atenuada após as reformas europeias de 2010, acabaram por conhecer nos últimos cinco anos evoluções novas distintas, que alteraram profundamente o contexto e as condições para ponderar reformas dos modelos nacionais de supervisão financeira dos Estados-Membros.

Paralelamente, não apenas a aplicabilidade desses princípios conheceu em alguns casos inflexões estruturais, como as dinâmicas expectáveis associadas a cada um dos mesmos se alteraram de modo significativo.

Em termos sintéticos, o princípio da descentralização foi em larga medida **afastado** em relação ao subsector bancário do sistema financeiro com o projeto da União Bancária Europeia e o estabelecimento do primeiro pilar em que este assenta mediante a criação do MUS em 2014<sup>1</sup> [encontrando-se o segundo pilar

correspondente a um sistema europeu de resolução bancária em construção, com uma etapa essencial franqueada em janeiro de 2016, mediante o início de funcionamento na sua plenitude do Conselho Único de Resolução (CUR / SRB), e estando ainda por desenvolver um desejável terceiro pilar correspondente a um sistema europeu de garantia de depósitos<sup>2</sup>].

A criação do MUS iniciou pois, em rutura com tendências anteriores, um movimento no sentido da centralização no plano supranacional de funções de supervisão bancária prudencial, embora esta não surja perfeitamente definida como tal no Regulamento (UE) n.º 1024/2013 (Regulamento MUS), e conquanto numa primeira fase a mesma seja muito apoiada numa interação com autoridades nacionais de supervisão bancária (apresentando, em contrapartida, um potencial expansivo que pode limitar ainda mais, a prazo, esse contributo das autoridades nacionais).

Por seu turno, o princípio da cooperação também subjacente à chamada Estrutura Lamfalussy e largamente mantido – como observámos na Parte II deste Estudo – no quadro das reformas de 2010 ditadas pelo *Relatório Larosière*, conheceu profundas alterações qualitativas em função de novas interações conjuntas entre a EBA, o MUS e as autoridades nacionais de supervisão bancária (associadas, v.g., às alterações introduzidas no regime da EBA aquando da criação do MUS), gerando dinâmicas centralizadoras de **maior coordenação europeia** que podem refletir-se também nos outros subsectores do sistema financeiro (não cobertos, por ora, por um mecanismo supranacional de supervisão como o MUS).

Já no que respeita ao princípio da segmentação da supervisão por áreas setoriais, era contemplada no *Relatório Larosière* – como também

aflorámos na Parte II – uma possível dinâmica evolutiva tendente à sua mutação e a uma hipotética aproximação no plano europeu ao modelo *Twin Peaks*. Contudo, essa hipotética dinâmica evolutiva antecipada no *Relatório Larosière* foi claramente interrompida com a criação do MUS seguindo uma ótica setorial e prolongando, desse modo, a segmentação na arquitetura europeia de supervisão no horizonte temporal mais próximo.

Em síntese, ter-se-á verificado uma **mudança de paradigma em dois tempos**, com a criação em 2010 das algo impropriamente denominadas autoridades europeias de supervisão financeira (que, como já verificámos, correspondem essencialmente a autoridades de regulação financeira), e com o desenvolvimento subsequente da União Bancária e a criação do MUS desde 2013-2014. Foram, assim, profundamente alterados entre esses **dois momentos charneira** de evolução da arquitetura regulatória e de supervisão na UE as **perspetivas** e a **envolvente europeias**. Deste modo, o quadro de expectativas razoáveis que teria cabimento ponderar quanto a tal envolvente nesse espaço de tempo intermédio (2010-2014), para efeitos de planeamento de reformas de modelos nacionais de supervisão, foi também drasticamente modificado. Tal sucedeu claramente com a Consulta de 2009 em Portugal, preconizando, então, uma transição imediata e rápida para o modelo *Twin Peaks* numa articulação que então se afigurava coerente com as perspetivas nessa data verificadas a respeito da evolução da arquitetura europeia de supervisão (nos moldes que aflorámos *supra*, 2.4., da Parte II).

### 1.1.2.

Neste contexto, importa à luz das evoluções ocorridas e do processo em fluxo na UE, bem como numa ótica prospetiva de transformações próximas da supervisão financeira em base transnacional da UE – tanto quanto esta se mostre possível no quadro muito dinâmico que ora se verifica – apreender potenciais **condicionantes** que daí resultem para quaisquer processos de reforma do modelo nacional de supervisão financeira numa jurisdição com as

características da portuguesa, ou balizas indicativas que daí se retirem para o ritmo e contornos desejáveis de uma tal reforma.

Tal implicará ponderar, de modo extremamente sucinto, quer corolários mais ou menos imediatos do funcionamento e consolidação do MUS, quer transformações em perspetiva, mais ou menos diretamente influenciadas pela mudança de paradigma decorrente dessa criação do MUS, ao nível da estrutura e condições de funcionamento das outras autoridades europeias pós-Larosière (*EBA*, *EIOPA* e *ESMA*), para além das imediatas reformulações do regime da *EBA* introduzidas em 2013 (em articulação com a criação do MUS).

### 1.1.3.

Não se trata, contudo, de proceder a qualquer análise geral da nova arquitetura europeia de regulação e supervisão financeira em construção, o que exigiria um longo estudo autónomo *ex professo*. O propósito das breves considerações analíticas nos pontos subsequentes é, tão só, o de identificar, muito sumariamente, um conjunto de grandes implicações dessa construção para as reformas nacionais de modelos de supervisão, em especial no que respeita ao caso português tratado nas partes precedentes – nucleares – deste Estudo.

## 1.2. Potenciais corolários da união bancária e da criação do MUS

### 1.2.1.

O desenvolvimento da União Bancária Europeia tendo como primeiro pilar nuclear a criação do MUS resultou da constatação de “falhas de supervisão” inerentes a um sistema baseado na atuação de supervisores nacionais coordenados pela Comissão, ainda que incorporando desde 2010 uma componente nova de regulação financeira europeia mais convergente ou uniformizada (*single rulebook*), através da intervenção das novas autoridades europeias (*EBA*, *EIOPA* e *ESMA*), que passaram a participar também nessa função de coordenação.<sup>3</sup>

Partindo dessa constatação, as limitações de ordem materialmente constitucional que pareciam

obstar a novos desenvolvimentos tendentes a uma verdadeira supervisão supranacional europeia (relacionadas com a jurisprudência *Meroni* já referida), foram em parte ultrapassadas quanto ao segmento da supervisão **bancária** recorrendo ao artigo 127.º, par. 6, do TFUE e à sua dupla natureza, cobrindo quer a união económica e monetária, quer o mercado único, como base normativa para a atribuição de funções de supervisão no domínio **bancário** ao BCE (base normativa no TFUE que faltaria, designadamente, para atribuição de poderes de supervisão à *EBA*),<sup>4</sup> desde que numa fórmula conciliável com as funções cometidas a esta instituição no domínio da política monetária (o que determinou, por seu turno, a arquitetura institucional algo *sui generis* do MUS, como fórmula de compromisso, sob a forma de um corpo interno ao BCE com competência exclusiva para preparar e executar intervenções em sede de supervisão bancária, propondo decisões nesse domínio que se consideram adotadas desde que o Conselho do BCE não se oponha às mesmas<sup>5</sup>).

O outro elemento compromissório em que assenta esta nova estrutura supranacional de supervisão bancária reside na construção de um *sistema integrado de supervisão*, conciliando uma **vertente de intervenção direta do MUS** quanto às denominadas instituições de crédito significativas com outra **vertente de supervisão por autoridades nacionais de instituições de crédito não significativas** que fica, não obstante, sujeita a algum *escrutínio do MUS*, por forma a assegurar *parâmetros globais consistentes de supervisão* (numa segunda esfera que, apesar da supervisão direta exercida por autoridades nacionais, assim acaba por ficar também compreendida no novo *sistema integrado de supervisão*, envolvendo diversos *poderes gerais de coordenação* da atuação dessas autoridades atribuídos ao MUS<sup>6</sup>).

### 1.2.2.

Os elementos compromissórios desta construção envolvem não só a relação com os supervisores nacionais, mas estendem-se também à relação do MUS com a *EBA* (por seu turno, com reflexos indiretos no interface desta com os supervisores nacionais). Assim, em

paralelo com a preparação do Regulamento MUS procedeu-se a uma alteração do regime da *EBA*, aprovada através do Regulamento (UE) n.º 1022/2013,<sup>7</sup> a qual determina um verdadeiro rebalanceamento de poderes entre a *EBA*, como entidade com responsabilidade de fixação de *standards* de regulação financeira, e o MUS como supervisor financeiro numa parte significativa dos Estados-Membros (com um reforço de poderes da *EBA* nesse primeiro domínio).

Nesse reforço de poderes da *EBA* compreende-se, *inter alia*, a atribuição a esta autoridade de i) função de desenvolvimento de um *European Supervisory Handbook* para o conjunto da UE orientado para a definição de melhores práticas e metodologias de supervisão<sup>8</sup> – gerando uma **nova dinâmica conjunta de coordenação e interação EBA, MUS e autoridades nacionais** – ou ii) a atribuição à *EBA* do papel de desenvolvimento de *stress tests* à escala europeia em cooperação com o Comité Europeu de Risco Sistémico, podendo para tal solicitar diretamente informação aos bancos ou solicitar aos supervisores bancários – nacionais e do MUS – a realização de inspeções *on site* ou outro tipo de verificações,<sup>9</sup> enquanto o MUS efetuará *stress tests* numa base individualizada como parte das suas funções correntes de supervisão dos bancos submetidos à sua supervisão direta.

Todos estes aspetos combinados geram uma nova **dimensão complexa de coordenação de múltiplos elementos de supervisão bancária**, que ultrapassam a mera esfera dos poderes de supervisão direta do MUS quanto a instituições de crédito significativas. Ora, esta dimensão acaba por condicionar mais fortemente, em termos supranacionais, o exercício de funções de supervisão bancária pelas autoridades dos Estados-Membros e torna mais difícil operacionalmente a constituição *ex novo* de autoridades de supervisão que integrassem essas funções de supervisão bancária com outros segmentos de supervisão financeira não sujeitos ao mesmo tipo de **coordenação e intervenção supranacional europeia** (o que sempre obrigaria, também, a separar orgânica e funcionalmente esses diferentes segmentos de supervisão, mesmo

que estes fossem formalmente integrados na mesma autoridade, com as dificuldades e inconsistências daí resultantes).

### 1.2.3.

Paralelamente, importa ainda ter presente que se a lógica atual da União Bancária consiste na atribuição de funções supranacionais de supervisão bancária ao MUS limitadas à esfera prudencial, o Regulamento MUS não contém qualquer definição de supervisão prudencial (globalmente considerada), integrando tão só uma enumeração ou tipificação de matérias em que são conferidos poderes de atuação ao MUS “para fins de supervisão prudencial” (*maxime*, nos termos do artigo 4.º, n.º 1 desse Regulamento MUS). Tal apresenta um duplo corolário: Por um lado, na falta de uma definição global de supervisão prudencial e atendendo à técnica normativa utilizada de tipificação de específicos domínios de intervenção (“para fins prudenciais”) do MUS, subsistem outras matérias com relevância prudencial aparentemente fora da esfera de intervenção do MUS mas em relação às quais a fronteira será muitas vezes difusa com as áreas em que tal intervenção é certa (face à letra do Regulamento MUS). Por outro lado, essa delimitação da esfera de intervenção do MUS significa que ficam fora da mesma poderes de supervisão comportamental, sem prejuízo de interligações profundas entre as intervenções de supervisão comportamental e prudencial (ao nível, *v.g.*, das

consequências financeiras com relevância prudencial de eventuais práticas disseminadas de *mis-selling*, como temos vindo a observar).

Poderá esperar-se, assim, que se venham a desenvolver dinâmicas de supervisão em que o MUS pretenda, a partir do núcleo dos seus poderes tipificados de atuação (“para fins de supervisão prudencial”) – e ao abrigo de deveres de cooperação previstos no artigo 6.º do Regulamento MUS – obter outras informações e avaliações incorporando elementos de supervisão comportamental.<sup>10</sup> Uma vez mais, tal gera para o **específico segmento de supervisão bancária** uma **dimensão global de intervenção supranacional** dificilmente antecipável neste momento em toda a sua extensão.

Nessa conformidade, e como já atrás observámos, também neste plano, num cenário hipotético de constituição *ex novo* de autoridades nacionais de supervisão integrando essas funções de **supervisão bancária** com **outros segmentos** de supervisão financeira **não sujeitos ao mesmo tipo de intervenção supranacional europeia**, acabaria por ser necessário separar orgânica e funcionalmente esses diferentes segmentos de supervisão, ainda que estes fossem formalmente integrados na mesma autoridade, com as dificuldades e inconsistências daí resultantes (em função dos diferentes níveis de intervenção supranacional a que esses segmentos setoriais se encontram sujeitos).

## 2. Possíveis dinâmicas de reforma para além da união bancária e seus potenciais corolários

### 2.1. Perspetiva geral

#### 2.1.1.

Paralelamente, importa considerar que a organização supranacional (UE) de funções de regulação e supervisão financeira noutros planos setoriais (seguros, fundos de pensões e mercados de capitais) não se encontra ainda

estabilizada, apesar de os Tratados Europeus (TUE e TFUE) não contemplarem expressamente a transferência de funções de supervisão para estruturas supranacionais, como sucedia no caso da supervisão bancária com o BCE (nos moldes referidos *supra*).

Na realidade, a possibilidade e conveniência de estender o **processo de transição para um**

plano supranacional (europeu) de supervisão financeira aos outros segmentos setoriais dessa supervisão tem sido já equacionadas na sequência da **mudança de paradigma** introduzida neste domínio com o MUS. De modo sintomático, o próprio coordenador do Relatório de peritos que esteve na base das reformas de 2010, Jacques de Larosière, admitiu recentemente a necessidade de, a breve prazo, se fazer um caminho algo paralelo ao que foi traçado para a área bancária desde 2014 também nos seguros e fundos de pensões, com reforço de poderes directos de supervisão das autoridades europeias, incluindo a *EIOPA*, sendo essas considerações naturalmente passíveis de transposição para a *ESMA* e para o plano dos mercados de capitais (admitindo Jacques de Larosière que em 2009 não havia condições políticas ou institucionais para o contemplar desde logo no Relatório de peritos então concluído).<sup>11</sup>

### 2.1.2.

Curiosamente, justifica-se acrescentar que, para além dessas condicionantes políticas e institucionais em 2009-2010 (referidas por Jacques de Larosière), pesaram também para as opções sucessivamente adotadas os obstáculos jurídicos nesse caminho de integração europeia da supervisão financeira ao nível dos Tratados Europeus (relacionados com a jurisprudência Meroni já *supra* referenciada).

Contudo, mesmo nesse plano específico ocorreram evoluções muito recentes, com atribuição de novos poderes de intervenção à *ESMA* em matéria de supervisão de agências de *rating*,<sup>12</sup> e desenvolvimentos jurisprudenciais novos relativos aos poderes da *ESMA* – mas passíveis de transposição para os poderes das outras autoridades europeias – como os resultados do acórdão “Reino Unido / Parlamento e Conselho”, de 22 de janeiro de 2014 (já referenciado *supra*, 2.3.3., de Parte II),<sup>13</sup> que permitem prefigurar alguma (possível) superação futura dos anteriores obstáculos jurídicos decorrentes da jurisprudência Meroni à atribuição de poderes directos de supervisão a autoridades europeias.

## 2.2. Corolários potenciais de dinâmicas de reforma europeia noutros segmentos setoriais de supervisão financeira

### 2.2.1.

Neste contexto, tendo a mudança de paradigma introduzida com a criação do MUS em 2014 desencadeado possíveis dinâmicas de reforma da arquitetura europeia de supervisão suscetíveis de alargamento a outros segmentos setoriais dessa supervisão (além do bancário), até porque os obstáculos jurídicos a tal alargamento das estruturas supranacionais de supervisão vêm conhecendo evoluções importantes, como a que acima assinalámos, torna-se ainda mais evidente que essa arquitetura europeia não se encontra estabilizada.

Num tal quadro, em que se podem antecipar novos desenvolvimentos próximos neste domínio, afigura-se que a manutenção de autoridades setoriais de supervisão em Portugal, embora enquadradas *ex novo* por uma **coordenação muito reforçada** por parte de um CNSF profundamente reestruturado nos moldes que se contemplam *de iure condendo* na parte precedente deste Estudo, permite assegurar um sistema nacional de supervisão financeira com características fundamentais de **adaptabilidade** a futuros desenvolvimentos europeus neste domínio, cujo sentido e contornos importa acompanhar em permanência.

### 2.2.2.

Em paralelo, e militando também no sentido da existência de vantagens importantes nessa **adaptabilidade** do sistema, sem precipitar por ora reformas mais amplas (e com custos de transição muito mais elevados), importa ponderar também a possibilidade de verificação de novos desenvolvimentos em sede de acompanhamento supranacional (UE) da supervisão macroprudencial. Na realidade, as relações do MUS com o Comité Europeu de Risco Sistémico (CERS) são praticamente omitidas no Regulamento MUS e subsistem diversas questões por clarificar no que respeita à concretização de obrigações dos supervisores financeiros de cooperar estreitamente com aquele Comité e de lhe transmitir

informações relevantes. Tal poderá, designadamente, justificar a celebração de diversos memorandos de entendimento entre o MUS e o CERS para enquadrar os fluxos de informação relevantes e outras interações, com repercussões

relevantes para os supervisores nacionais participantes no sistema integrado de supervisão do MUS (a serem levadas em consideração no futuro quanto ao envolvimento desses supervisores nacionais na supervisão macroprudencial).

### 3. Dinâmicas de reforma europeia e adaptabilidade do modelo nacional de supervisão

Ponderando todos os aspetos acima sumariamente entrevistados, e tendo presente que **as estruturas supranacionais de regulação financeira e de supervisão financeira (ao nível da UE) se encontram claramente em fluxo,**

- i) com o processo de desenvolvimento da União Bancária Europeia – envolvendo *inter alia* a criação do Mecanismo Único de Supervisão Bancária (MUS) no quadro do BCE cuja área de intervenção pode vir ainda a expandir-se no futuro;
- ii) com o processo de lançamento da denominação da União Europeia de Mercado de Capitais;<sup>14</sup>
- iii) com outros potenciais desenvolvimentos expetáveis de reforço de estruturas supranacionais de supervisão noutros sub-setores do sistema financeiro, num quadro de atenuação dos obstáculos jurídicos a atribuição de poderes diretos de supervisão a autoridades europeias;
- iv) e embora no presente estado de evolução do direito da UE não exista um movimento de convergência normativa das estruturais nacionais de regulação e supervisão financeira dos Estados-Membros;

**o conjunto dos desenvolvimentos supranacionais verificados nesta sede e os desenvolvimentos potenciais em perspetiva condicionam já em larga medida as opções nacionais neste domínio.**

Tal sucede, designadamente, como fomos observando, no que respeita a quaisquer cenários de integração de funções de supervisão bancária em determinada autoridade nacional com

funções de supervisão financeira mais alargada e que ficaria, nesse plano de supervisão bancária, subordinada ou condicionada – consoante as instituições bancárias supervisionadas – ao MUS, mantendo, em contrapartida, noutras áreas setoriais da sua atuação um nível de independência diverso. Ora, essa potencial disfunção deve ser adequadamente sopesada na avaliação de possíveis reformas da arquitetura nacional de supervisão financeira, justificando, como já referimos, uma opção de reforma menos drástica e centrada no reforço e institucionalização do CNSF, sem prejuízo de alguns ajustamentos de poderes próprios das autoridades de supervisão e de reorganizações de funções conexas com a supervisão financeira, como sucede com as funções de resolução.

Nessa conformidade, num regime legal reformado de um novo CNSF reforçado deverá contemplar-se a introdução de uma norma relativa a “evolução legislativa” (v.g. semelhante à norma constante do artigo 96.º do Regime Jurídico da Concorrência aprovado pela Lei n.º 19/2012 de 8 de maio prevendo revisões periódicas do regime em função de evoluções nesse domínio do direito da UE).

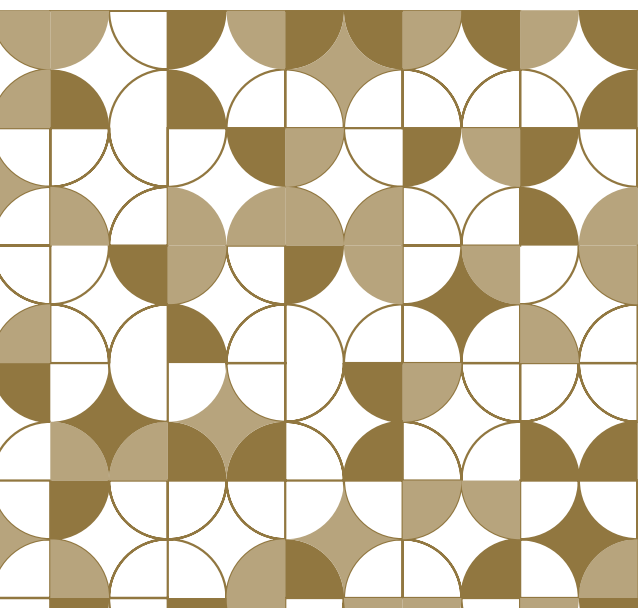
Tratar-se-ia, neste plano, de contemplar revisões periódicas desse regime por forma a enquadrar evoluções previsíveis do MUS no quadro do BCE (face ao potencial expansivo das suas competências), bem como outras evoluções institucionais e de áreas e mecanismos de atuação das três autoridades europeias de regulação financeira setoriais (*EBA*, *EIOPA* e *ESMA*).



## Notas

1. Em geral sobre as bases e as implicações da União Bancária Europeia, cfr., *inter alia*, Rosa Lastra, "Banking Union and Single Market: Conflict or Companionship?", in *36 Fordham Int. L.J.* (2013), pp. 1189 ss.; Binder, "The European Banking Union: Rationale and Key Policy Issues", in *Binder and Gortsos (Eds.), "Banking Union: A Compendium" (Nomos, 2016)*, disponível em: [ssrn.com/abstract=2597676](http://ssrn.com/abstract=2597676); Niam Moloney, "European Banking Union: Assessing its Risks and Resilience", in *Common Market Law Review* 51(2014), pp. 1609 ss.
2. Sobre este terceiro pilar, Daniel Gros, Dirk Schoenmaker, Dirk, "European Deposit Insurance and Resolution in the Banking Union", in *Journal of Common Market Studies*, 2014, Vol. 52, No. 3, pp. 529 ss. Para a concretização desse terceiro pilar, a Comissão Europeia apresentou em 24 de novembro de 2015 uma Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que altera o Regulamento (UE) 806/2014 com vista à criação de um Sistema Europeu de Seguro de Depósitos – COM(2015) 586 final 2015/0270 (COD).
3. O tema *supervisory failings* foi explicitamente utilizado na Proposta da Comissão de 12 de setembro de 2012 que esteve na base do que viria a ser o Regulamento MUS aprovado em 2013 (texto da Proposta originária disponível em: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/banking-union/](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/banking-union/)).
4. Sobre estes condicionamentos materialmente constitucionais decorrentes da jurisprudência *Meroni* que não temos aqui espaço para desenvolver, cfr., *inter alia*, P. Craig, *EU Administrative Law, OUP, 2010*, esp pp. 160 ss.; Griller, A. Orator, "Everything under control? The 'way forward' for European agencies in the footsteps of the Meroni doctrine", in *1 European Law Review* 2010 (34), 3-35; X.A. Yataganas, "Delegation of Regulatory Authority in the European Union", *The Jean Monnet Center for International and Regional Economic Law & Justice at NYU School of Law*, disponível em <http://centers.law.nyu.edu/jeanmonnet/archive/papers/01/010301-04.html> F. Brantner, S. Giegold e R. Repasi, R, "Legal issues of the Single European Supervisory Mechanism", disponível em: [www.sven-giegold.de/wp-content/uploads/2012/10/Legal-issues-of-the-Single-European-Banking-Supervision\\_Giegold-Brantner-Repasi.pdf](http://www.sven-giegold.de/wp-content/uploads/2012/10/Legal-issues-of-the-Single-European-Banking-Supervision_Giegold-Brantner-Repasi.pdf).
5. Sobre esta arquitetura institucional algo *sui generis* do MUS, cfr., *inter alia*, T. H. Troeger, "The Single Supervisory Mechanism – Panacea or Quack Banking Regulation? Preliminary Assessment of the Evolving Regime for the Prudential Supervision of Banks with ECB Involvement", *August 16, 2013, Goethe University Frankfurt a.M.*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2311353>.
6. Pensamos aqui em múltiplos poderes ou instrumentos de coordenação atribuídos ao MUS, previstos, *inter alia*, nos artigos 6.º (7), 6.º (5) a), 6.º (3) in fine, 9.º (2) (2) ou 6.º (5) (e) do Regulamento MUS. Sobre esses poderes do MUS e em geral sobre o sistema em que este assenta, cfr., *inter alia*, Babis, Ferran, "The European Single Supervisory Mechanism", *University of Cambridge Legal Studies Research Paper No. 10/2013 (March, 2014)*, disponível em: [ssrn.com/abstract=2224538](http://ssrn.com/abstract=2224538).
7. Regulamento (UE) n.º 1022/2013, de 22 de outubro de 2013, JOCE n.º L 287/5, de 29-10-2013
8. Cfr. a esse respeito artigo 8.º, (1), (aa) do Regulamento (UE) n.º 1022/2013.
9. Cfr. a esse respeito artigos 22.º, (1a) e 32.º (3) e (6) do Regulamento (UE) n.º 1022/2013.
10. De resto, no Considerando 33 do Regulamento MUS contempla-se que "caso necessário, o BCE deverá celebrar memorandos de entendimento com as autoridades competentes responsáveis pelos mercados de instrumentos financeiros (...)", num aforamento, conquanto muito liminar, de possíveis dinâmicas de supervisão que impliquem a obtenção e assimilação crescentes de elementos relacionados com a esfera de supervisão comportamental.
11. Reportamo-nos aqui a uma Comunicação de Jacques de Larosière como *keynote speaker* no Congresso anual da *EIOPA* em novembro de 2014, em Frankfurt, então registadas pelo autor do presente Estudo.
12. Cfr., a esse respeito, os desenvolvimentos resultantes do Regulamento (CE) n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009 relativo a agências de *rating*, JOCE n.º L 302/1, 17.11.2009 e os desenvolvimentos normativos subsequentes.
13. Cfr. acórdão "Reino Unido / Parlamento e Conselho", de 22 de janeiro de 2014, proferido no processo C-270/12.
14. Sobre este processo de desenvolvimento de uma União Europeia de Mercado de Capitais, cfr., por todos, Nicolas Véron, Guntram Wolff, "Capital Markets Union: A Vision for the Long Term", *Bruegel Policy Contribution, April 2015*.





## V Conclusões



**001** O presente Estudo analisa criticamente a arquitetura da supervisão financeira em Portugal, num quadro de necessária interação com a arquitetura transnacional de supervisão financeira em formação da União Europeia (UE), procedendo a uma análise comparada das diferentes opções contempladas neste domínio nos sistemas financeiros mais avançados em termos internacionais, tendo presente a discussão doutrinária que se vem desenvolvendo à escala mundial e nos principais *fora* internacionais sobre esta matéria.

**002** Justifica-se no atual contexto do sistema financeiro nacional, europeu e internacional que esta análise dos modelos de organização institucional de regulação e supervisão do sistema financeiro seja feita numa perspectiva dinâmica e *de iure condendo*, admitindo no quadro das significativas mutações em curso neste domínio, quer na UE, quer em termos internacionais, possíveis e desejáveis evoluções da organização das funções de supervisão financeira em Portugal.

**003** Um dos objetivos a nortear essa análise comparada consistiu em identificar, na medida possível, tendências evolutivas relativamente a reformas de arquiteturas institucionais da supervisão financeira ligadas ao movimento global de reforma da regulação e supervisão do sistema financeiro.

**004** Essa análise conduziu a um enfoque em dois modelos alternativos (supervisor único e *Twin Peaks*) ao modelo mais tradicional, tripartido, de supervisão setorial a partir de casos de referência de aplicação dos mesmos, seja na UE, seja noutras jurisdições fora da UE, sendo a mesma análise orientada para uma caracterização de potenciais vantagens e, correlativamente, dos principais riscos associados a tais modelos, sem deixar de ter presente que a configuração dos mesmos modelos conhece variações significativas nas várias experiências conhecidas da sua aplicação.

**005** Tendo presentes os princípios essenciais afirmados no quadro do Comité de Supervisão Bancária de Basileia (Comité de Basileia), da *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)* e da *International Association of Insurance Supervisors (IAIS)*, e projetando os mesmos numa perspetiva analítica mais lata que pondere em termos comparados os contornos de vários ordenamentos nacionais, poderão identificar-se no presente quatro objetivos essenciais, estruturantes da regulação e supervisão financeira, compreendendo: i) Solidez e sustentabilidade financeira das instituições (*financial soundness*); ii) prevenção e atenuação de riscos sistémicos no sector financeiro; iii) salvaguarda de parâmetros de lealdade e correção nas transações e de eficiência dos mercados; iv) proteção de clientes de serviços e instituições financeiras.

**006** Pode considerar-se uma ligação essencial entre os dois primeiros objetivos [(i) e ii)], de algum modo compreendidos no primeiro princípio nuclear dos *Princípios de Supervisão-Basileia 2012*, e configurando uma vertente prudencial. Assim, a promoção ou salvaguarda da solidez e sustentabilidade das instituições financeiras, constituindo inegavelmente um bem jurídico a tutelar pela supervisão financeira, encontra-se intrinsecamente ligado à salvaguarda do sistema financeiro como um todo numa ótica transversal de controlo de risco sistémico. A garantia de sustentabilidade financeira de cada instituição deve nortear a atuação dos supervisores financeiros (num plano de atuação microprudencial), mas sem perder de vista os riscos que se façam sentir sobre a estabilidade do sistema financeiro como um todo (num plano, conexo, de atuação macroprudencial).

**007** Os outros dois objetivos [(iii) e iv)] tendem a apresentar-se estreitamente ligados entre si e a configurar, nesse seu enlace, uma dimensão qualitativa distinta da supervisão do setor financeiro, orientada para o escrutínio dos comportamentos comerciais das instituições financeiras, o que leva à sua qualificação corrente ou abreviada como supervisão comportamental.

**008** Tendo presentes estes objetivos nucleares da supervisão financeira, a experiência da recente crise financeira internacional parece evidenciar que o modelo ou a arquitetura institucional da supervisão não seriam em si mesmo decisivos para impedir falhas regulatórias ou de supervisão graves na prossecução de tais objetivos e assim prevenir crises do setor financeiro.

**009** Nenhum modelo de supervisão financeira assegura em absoluto a estabilidade do sistema financeiro e impede a eclosão de crises localizadas de determinadas instituições financeiras. Em contrapartida, o desenho dessa arquitetura não é irrelevante para o funcionamento e escrutínio eficaz do sistema financeiro e tende a oferecer contributos muito importantes neste domínio, i) seja para o estabelecimento de um enquadramento mais eficaz da supervisão financeira, prevenindo, na medida do possível, crises no setor financeiro ou, no mínimo e em especial, atenuando os efeitos dessas crises quando estas venham a eclodir e contribuindo para limitar potenciais falhas de supervisão; ii) seja para a resolução e gestão de crises, quando se verifica a sua eclosão.

**010** Considerando essa relevância apreciável dos modelos ou arquiteturas institucionais de supervisão, estes devem ser ponderados à luz de uma avaliação a cada momento de objetivos preponderantes de supervisão financeira, em tese geral e à luz da situação concreta do setor financeiro em determinado Estado ou em determinados espaços alargados de integração económica, como sucede com a UE, bem como à luz de determinado contexto histórico de evolução dos modelos de supervisão em cada jurisdição.

**011** Os modelos institucionais de supervisão não têm um valor absoluto *a se* como elemento decisivo de reforma qualitativa da supervisão do setor financeiro independentemente dos fatores acima considerados. Essa relativização, dentro de certos limites, do contributo dos modelos institucionais de supervisão

para uma maior exigência e melhor desempenho global da supervisão – que não pode ser confundida, de todo com uma desconsideração do papel importante desses modelos neste domínio – implica uma nota de prevenção importante contra a tentação de reformas demasiado amplas ou abruptas do modo de organização institucional dos processos de supervisão e dos poderes públicos envolvidos, com os custos de instabilidade regulatória inerentes.

**012** Daí decorre a importância de avaliar cada modelo de supervisão financeira no contexto concreto de cada jurisdição, tomando-o como ponto de chegada de uma evolução complexa, sem prejuízo de aspetos ou exigências que resultem da inserção desse(s) modelo(s) em enquadramentos supranacionais (UE) e da ponderação de tendências regulatórias internacionais – É esse o pressuposto deste Estudo centrado na evolução do modelo português de supervisão financeira e considerando ainda, em paralelo, os seus antecedentes e as condicionantes da sua inserção no quadro da UE e, mais especificamente, da recente União Bancária Europeia.

**013** Uma observação crítica e sistematizada dos dados disponíveis em termos internacionais permite identificar, para além de reformas tendentes à adoção de modelos de supervisor único ou *Twin Peaks*, uma terceira tendência evolutiva, correspondendo i) a par da tendência para adoção de modelos de supervisor único e *Twin Peaks*, ii) e da tendência para a perda relativa de peso internacional do modelo setorial nas suas configurações mais tradicionais, iii) a uma tendência para o progressivo desenvolvimento de modelos híbridos, que melhor possam ajustar-se às particularidades de cada sistema financeiro e com elementos de flexibilidade com vista a uma adaptação continuada à dinâmica de mudança desses sistemas financeiros e da sua crescente interligação transnacional.

**014** Nesse número crescente de jurisdições a adotar variantes diversas de arquiteturas híbridas de supervisão



financeira, vem avultando como dimensão verdadeiramente crucial de um processo de reforma continuada das arquiteturas de supervisão e de sua adaptação tempestiva a uma dinâmica de mudança cada vez mais acelerada dos sistemas financeiros, o grau de coordenação entre diferentes elementos ou pilares da arquitetura de supervisão adotada, materializado em certos mecanismos para assegurar essa coordenação, bem como a cooperação e os processos de troca de informação entre os elementos participantes na arquitetura de supervisão.

**015** A necessidade dessa dimensão fulcral de coordenação não se esgota assim, contrariamente ao que se poderia pensar *prima facie*, apenas nos modelos tradicionais de supervisão setorial tripartida e tende a tornar-se numa verdadeira base estrutural de organização das novas arquiteturas de supervisão financeira.

**016** Os organismos especializados que em Portugal configuram no seu conjunto, desde há quase três décadas – com a criação da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) em 1991 –, um modelo de supervisão financeira tripartido de tipo institucional ou setorial, envolvendo ainda uma componente funcional enxertada nessa matriz essencial, encontram a sua origem ou são o produto de momentos de rutura ou profunda transformação do setor financeiro nacional.

**017** Tais momentos de profunda transformação encontram-se associados quer à rutura de constituição económica de 1974-75 (com ruturas no sistema bancário acompanhadas então do fim de uma supervisão governamental direta do setor), quer, sobretudo, ao novo enquadramento estrutural e condicionantes, jurídicas e económicas, decorrentes da entrada de Portugal na CEE (que influenciaram, seja por antecipação, o movimento para a institucionalização de uma autoridade especializada de supervisão de seguros, seja *a posteriori*, pouco depois se ter consumado a adesão à CEE, o desenvolvimento em certos moldes do mercado de valores mobiliários nacional, no final da

década de oitenta orientado para o estabelecimento também de uma autoridade especializada própria de supervisão).

**018** Parece, em síntese, desenhar-se aqui um padrão no sentido de os pilares da arquitetura institucional de supervisão financeira nacional – fruto de uma evolução complexa e com contornos específicos – se encontrarem estreitamente associados a mudanças de fundo do sistema financeiro em Portugal.

**019** Esse padrão traduz também uma estabilização de tal modelo de supervisão em função das condições prevalentes a cada momento no processo de integração europeia. Tal ocorre, designadamente, quanto aos aspetos desse processo que envolvem o desenvolvimento na última década do século XX de um mercado único de serviços financeiros assente em níveis mínimos de harmonização regulatória, em parâmetros de supervisão por autoridades do Estado-Membro de origem das instituições financeiras, pressupondo tal harmonização, e numa cooperação entre essas autoridades nacionais de supervisão. Esse processo tendente a um efetivo mercado único de serviços financeiros conheceu precisamente uma aceleração significativa aquando da adesão de Portugal à CEE e no período imediatamente posterior a essa adesão.

**020** Este modelo nacional de supervisão financeira conheceu o desenvolvimento de novas componentes híbridas, em especial com a criação de um mecanismo de cooperação ou articulação funcional entre as três autoridades especializadas de supervisão financeira – Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF) instituído em 2000, sem prejuízo de tal modelo de supervisão envolver também, para além da sua matriz institucional / setorial, crescentes elementos funcionais associados à supervisão pela CMVM de múltiplas atividades e instrumentos financeiros desenvolvidos no mercado de capitais, independentemente das instituições intervenientes.

**021** Importará ponderar a cada momento as transformações de fundo do setor financeiro nacional que efetivamente se produzam (ou não) e graduar o seu conteúdo e alcance, para aferir se se justificam reformas da arquitetura de supervisão financeira sem custos regulatórios de transição excessivos ou desajustados.

**022** Será também importante, pelo histórico recente de modelação e consolidação dessa arquitetura nacional de supervisão diretamente influenciado pelo processo de integração europeia, e em estreita interação com a evolução desse processo no domínio dos serviços financeiros, que eventuais movimentos de reforma dessa arquitetura nacional acompanhem de muito perto as transformações da própria arquitetura regulatória e de supervisão europeia, sobretudo quando, na sequência da crise financeira internacional, esta transitou para um patamar qualitativo mais elevado de condicionamento supranacional.

**023** O modelo setorial tripartido de supervisão financeira estabilizado em Portugal no início da década de noventa incorporava inicialmente um relativo desequilíbrio nos níveis de autonomia das três autoridades especializadas de supervisão, em detrimento da autoridade de seguros e de fundos de pensões, o qual foi corrigido ou ultrapassado com uma dupla reforma ocorrida entre 1998 e 2001, mediante a alteração do regime de acesso e exercício à atividade seguradora (*ex vi* do Decreto-Lei n.º 84-B/98, de 17 de abril) e a alteração dos estatutos do então Instituto de Seguros de Portugal (ISP) [atual Autoridade de Supervisão de Seguros e de Fundos de Pensões (ASF)], através do Decreto-Lei n.º 289/2001, de 13 de novembro.

**024** Este segundo momento (1998-2001) de estabilização do modelo nacional tripartido (setorial ou institucional) de supervisão financeira – a par do primeiro momento, em 1991, correspondente à criação do terceiro vértice institucional do modelo mediante o estabelecimento da CMVM, a par

do Banco de Portugal (BP) e do ISP (atual ASF) – foi claramente determinado por um propósito de “aproximação de regime das três autoridades de supervisão.”

**025** Esse segundo momento crucial de estabilização da arquitetura institucional tripartida de supervisão financeira em Portugal coincidiu no tempo com os desenvolvimentos tendentes à criação *ex novo* de mecanismos de coordenação e articulação entre os três supervisores financeiros, através da instituição do CNSF em 2000.

**026** O propósito então assumido de “institucionalizar e organizar a cooperação” entre as três autoridades especializadas de supervisão teve como realidade subjacente as evoluções tendentes à interpenetração entre os diversos subsectores do sistema financeiro. Essas evoluções estiveram também na base das tendências reformistas das arquiteturas institucionais de supervisão financeira iniciadas precisamente no virar do século e que têm marcado a evolução da supervisão financeira nos últimos quinze anos, acentuando-se ainda mais esse ímpeto reformista na sequência da crise financeira internacional 2007-2009, apesar de, como *supra* referenciado, nenhum dos modelos conhecidos e testados na *praxis* internacional ter apresentado uma resposta globalmente satisfatória nesse contexto de crise.

**027** O estabelecimento em 2000 do CNSF inaugurou, assim, no nosso ordenamento um modelo tripartido *sui generis* ou parcialmente qualificado, na medida em que combina, numa configuração híbrida:

- i) uma estrutura tradicional tripartida de autoridades sectoriais de supervisão financeira, por subsectores do sistema financeiro – bancário, de seguros e fundos de pensões e de mercados organizados de valores mobiliários;
- ii) com uma instância complementar que qualifica esse modelo de supervisão e visa assegurar a cooperação continuada e uma adequada articulação funcional entre as três autoridades sectoriais.

**028** Paralelamente, essa dimensão híbrida ou compósita da arquitetura institucional de supervisão, assim ajustada desde 2000, assume uma formulação mitigada, porquanto a instância complementar criada como suporte ou base de uma cooperação mais reforçada e institucionalizada correspondeu, um tanto ou quanto contraditoriamente, a uma entidade não institucionalizada, não correspondendo o CNSF a uma nova pessoa coletiva pública e não sendo dotada de uma estrutura técnica permanente própria.

**029** Contrariamente ao que é muitas vezes sugerido, o CNSF, instituído em 2000, não correspondeu a uma solução normativa original ou dissociada das grandes tendências de reforma das arquiteturas institucionais de supervisão que despontaram nesse período.

**030** Na realidade, embora traduzindo uma opção de introdução de um elemento híbrido ou compósito na arquitetura nacional de supervisão sem afastar a sua estrutura tripartida de base setorial (conquanto com algumas componentes funcionais), apresenta alguns aspetos em comum com reformas feitas noutras jurisdições com âmbito e alcance mais alargado, designadamente reformas substituindo a mais tradicional estrutura tripartida, setorial, de supervisão por modelos de supervisor único e, porventura de forma mais inovadora, por modelos *Twin Peaks* (estruturados em torno de um duplo pólo de supervisão prudencial e comportamental).

**031** Esses aspetos em comum reportam-se à identificação de necessidades comparáveis de coordenação eficaz e suficientemente ampla dos diferentes pólos institucionais dos modelos de supervisão em causa e de uma correspondente necessidade de mecanismos institucionais que lhes dêem corpo. Deste modo, no modelo *Twin Peaks* que porventura vem a traduzir a estrutura mais acentuada e inovadora com o modelo tradicional de supervisão tripartida setorial, a necessidade de coordenação através de uma instância específica, configurando uma

componente híbrida inserida nesse modelo, tem tido expressão apreciável, como se verificou de modo paradigmático no Estado pioneiro na introdução desse modelo (Austrália).

**032** Assim, a introdução desse modelo na Austrália na sequência da *Wallis Commission of Inquiry (Financial System Inquiry)*, de março de 1997, envolvendo a criação de uma autoridade de supervisão prudencial (*Australian Prudential Regulation Authority – APRA*) e de uma autoridade de supervisão de conduta de mercado e proteção dos consumidores (*Australian Securities and Investment Commission – ASIC*) contemplou a criação de um *Council of Financial Regulators*, comportando notórias semelhanças com o CNSF.

**033** Tratou-se de uma entidade participada pela autoridade de supervisão prudencial, pela autoridade de supervisão de conduta de mercado e proteção dos consumidores, pelo banco central Australiano (com responsabilidades gerais de estabilização do sistema financeiro no quadro de funções de *lender of last resort*) e pelo Tesouro – sendo uma entidade desprovida de personalidade jurídica (*non-statutory interagency body*) e sem poderes próprios de regulação ou de supervisão, presidida pelo Governador do banco central, sendo o respetivo secretariado assegurado também pelo banco central, atuando no sentido de facilitar e enquadrar a cooperação entre os supervisores do sistema financeiro.

**034** Este *Council of Financial Regulators* assume uma considerável informalidade institucional, atuando em larga medida através de grupos de trabalho por si enquadrados com grande flexibilidade e integrados pelos supervisores participantes no Conselho, mas, sintomaticamente, no quadro do mais recente processo de reavaliação da arquitetura de supervisão financeira Australiana, empreendido através do chamado *Financial System Inquiry*, desencadeado no final de setembro de 2013, tem sido equacionada uma eventual maior institucionalização do Conselho e o possível reforço do seu estatuto e base jurídica de atuação.

- 035** Também na África do Sul, onde se encontra em curso um processo de estabelecimento de um modelo *Twin Peaks*, vem sendo discutida a criação de um Conselho de Reguladores Financeiros com características até certo ponto comparáveis ao Australiano, contemplando-se uma maior institucionalização dessa entidade.
- 036** Paralelamente, em jurisdições com importantes sistemas financeiros que continuam a utilizar modelos tripartidos setoriais de supervisão, como, *v.g.*, na China, foram também criados conselhos de reguladores financeiros com funções de coordenação geral das autoridades especializadas de supervisão.
- 037** No limite, mesmo em jurisdições que avançaram para a criação de modelos de supervisor único mas cuja configuração se tornou mais complexa e também até certo ponto híbrida, com o desenvolvimento crescente das funções de supervisão macroprudencial na sequência da crise financeira, como sucede na Alemanha, também foram dados passos para a criação de organismos de coordenação, envolvendo neste caso o supervisor financeiro único (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht / Autoridade Federal de Supervisão Financeira* ou BaFin) e o banco central Alemão, com intervenção no domínio macroprudencial.
- 038** Verifica-se, pois, em termos internacionais, uma crescente interpenetração dos modelos de supervisão, com componentes híbridas enxertadas em graus variáveis entre si, avultando aí uma praticamente indispensável função institucional de coordenação dos intervenientes no sistema, independentemente do figurino institucional adotado em cada caso.
- 039** Nesse contexto, uma das principais variantes na componente híbrida crescentemente integrada nos modelos de supervisão corresponde à maior ou menor dimensão institucional, ou mais ou menos intensa estruturação jurídica dos organismos específicos que asseguram esse papel de coordenação no seio das arquiteturas de supervisão, o qual não se mostra dispensável mesmo em reformas que ponham termo ao modelo mais tradicional com estrutura tripartida, setorial, de supervisão.
- 040** No quadro destas variáveis cada vez mais combinadas entre si, uma alternativa distinta que começa a emergir, permitindo ao mesmo tempo corresponder às necessidades mais intensas de coordenação intra-sistema de supervisão e mitigar os custos regulatórios de transição e transação associados a alterações mais drásticas das diversas componentes institucionais das arquiteturas de supervisão, corresponde, assim, visivelmente, ao estabelecimento de organismos específicos de coordenação (conselhos de reguladores ou supervisores financeiros), com um maior grau de institucionalização e de poderes próprios, ao lado de supervisores pré-existentes cuja configuração, em contrapartida, se mantenha mais estável.
- 041** No quadro da UE, que importa ponderar para avaliar à luz dos aspetos *supra* expostos possíveis reformas do modelo de supervisão em Portugal, verificaram-se avanços quase federais na harmonização da regulação financeira, com a chamada reforma Larosière (2009-2010), mas não imediatamente acompanhados no plano da supervisão financeira.
- 042** Os desenvolvimentos supranacionais em matéria de supervisão vieram a resultar de um segundo movimento de fundo, mais recente, relacionado com uma espiral perversa entre as crises bancárias e a crise europeia de dívidas soberanas, conduzindo, em termos de funcionamento dos mercados, a uma inversão "de facto" do anterior movimento de liberalização ou gradual unificação dos mercados de serviços financeiros nacionais e a uma nova tendência para a fragmentação dos sistemas financeiros em linhas nacionais.
- 043** A reação a esse movimento novo "de facto" de tendencial fragmentação financeira determinou, por seu turno, o

lançamento no final do primeiro semestre de 2012 do projeto da denominada União Bancária Europeia que teve um pilar essencial materializado desde novembro de 2014 com o lançamento do Mecanismo Único de Supervisão Bancária (MUS) no quadro do Banco Central Europeu (BCE), deixando por ora de fora da nova arquitetura europeia de supervisão em formação o subsector segurador e de fundos de pensões e o subsector dos mercados de capitais.

**044** A compreensão de dois movimentos de fundo contraditórios que se sucederam no plano europeu à criação do CNSF em 2000 mostra-se importante para perceber os condicionamentos diversos que se vão sucedendo ao longo do tempo para a evolução e reformas do modelo Português de supervisão financeira.

**045** Assim, na parte final do primeiro desses movimentos de fundo, quando o problema central em causa residia na resolução das tensões acumuladas com o processo de liberalização acelerado do setor financeiro, existia ainda – face a uma arquitetura europeia mais incipiente, mesmo após a transição mitigada que representou a reforma Larosière – mais espaço para ponderar soluções variáveis de reforma do modelo nacional de supervisão com maior amplitude.

**046** Essa fase final do primeiro movimento de fundo acima referenciado coincidiu precisamente com a Consulta Pública realizada em 2009 em Portugal sobre uma possível transição ou mutação estrutural do modelo Português de supervisão financeira (doravante referida como Consulta Pública de 2009), a qual se realizou num momento charneira quando ainda não fora concretizada a própria reforma mitigada Larosière.

**047** Em contrapartida, com o início de um segundo movimento de fundo, de fragmentação financeira na UE e a resposta ao mesmo consubstanciada no projeto da União Bancária, com a componente

essencial do MUS entretanto estabelecida no subsector bancário, passou a existir uma menor margem para reformas de fundo do modelo nacional de supervisão financeira, tornando-se conveniente acompanhar mais de perto – com flexibilidade ou adaptabilidade normalmente associadas a soluções híbridas sem alterações estruturais imediatas do sistema – o novo desenho em formação da arquitetura supranacional europeia, agora não meramente de regulação mas também de supervisão financeira.

**048** Importa também assinalar alguns aspetos de desenvolvimento superveniente alterando certas conceções globais assumidas na Consulta Pública de 2009 quanto à arquitetura de supervisão do sistema financeiro e à própria salvaguarda global da sua estabilidade na parte que transcende a supervisão em sentido mais estrito, convocando as atribuições e poderes do Governo (através do Ministério das Finanças) em matéria de superintendência do mercado monetário, financeiro e cambial (envolvendo também a coordenação da atividade dos agentes do mercado), nos termos contemplados no artigo 91.º do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGICSF).

**049** Assim, nessa Consulta Pública de 2009 o Conselho Nacional para a Estabilidade Financeira (CNEF) era de algum modo apontado como o principal fórum macroprudencial para enquadramento do sistema financeiro Português, o que estará largamente ultrapassado pela opção normativa entretanto assumida de atribuição ao Banco de Portugal da posição de autoridade macroprudencial nacional, com o CNSF a assumir nesse plano um papel consultivo e uma representação do Ministério das Finanças no CNSF, especificamente pensada no quadro desse novo envolvimento macroprudencial do CNSF, tal como resulta das alterações introduzidas no regime deste Conselho em 2013.

**050** Esse desenvolvimento superveniente torna no presente duvidosa a assunção – contemplada na Consulta de

2009 – do CNEF como principal fórum macroprudencial, parecendo, nesse contexto, resultar mesmo uma certa duplicação ou até disfunção entre os papéis e funções do CNEF e do CNSF em termos de arquitetura global de supervisão e controlo do sistema financeiro Português, aconselhando porventura opções *de iure condendo* de reajustamento do CNEF, em moldes a definir, centralizando esse papel num CNSF reestruturado, de acordo com as linhas de possível reforma num sentido de maior institucionalização e reforço das bases jurídicas de atuação desse Conselho, a enunciar em pontos subsequentes deste Sumário Executivo.

**051** Num plano de análise comparada de evoluções das duas últimas décadas pode afirmar-se que o movimento reformista das arquiteturas institucionais de supervisão financeira se iniciou ou ganhou particular expressão com a criação de modelos de supervisor único, envolvendo a concentração das diferentes áreas e funções de supervisão do sistema financeiro numa única autoridade, conquanto em modelos passíveis ainda de alguma variação, *maxime* no sentido de uma dupla alternativa, ora de dissociação da autoridade única de supervisão financeira do banco central, com responsabilidades de política monetária, ora no sentido de sedear tal autoridade única de supervisão financeira no banco central.

**052** Esse movimento tendente à criação de autoridades únicas de supervisão financeira iniciou-se com a criação de um supervisor único do setor financeiro em Singapura em 1984, a que se seguiu, numa rápida sequência, a adoção de tal modelo em Estados Escandinavos, com reformas nesse sentido feitas na Noruega (em 1986), na Dinamarca (em 1988) e na Suécia (em 1991), mas esse movimento ganhou, sobretudo, particular expressão com a profunda reforma feita no Reino Unido em 1997, atendendo ao peso desta jurisdição como grande centro financeiro internacional de referência, conduzindo então à criação da denominada *Financial Services Authority (FSA)*.

**053** Este movimento reformista tendente à integração institucional das funções de supervisão financeira, assim iniciado com a criação de modelos institucionais de supervisor único, veio a evoluir na década seguinte – sobretudo desde a segunda metade e finais da década de noventa – no sentido da gradual emergência de uma abordagem alternativa também orientada para a integração institucional mas seguindo um paradigma de especialização da supervisão por objetivos. Esta abordagem respondeu a algumas críticas iniciais que foram sendo formuladas ao modelo do supervisor único, seja em virtude dos inconvenientes associados à elevada concentração de poder numa única autoridade em regra independente ou com elevada autonomia, seja por força da dificuldade de estabelecer prioridades e até equilíbrios entre os objetivos primaciais de controlo prudencial e de supervisão comportamental.

**054** Essa abordagem alternativa foi concetualmente sustentada na construção analítica original de Michael Taylor, no seu Estudo fundador *Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century*, de 1995, propondo um modelo assente na existência de duas autoridades de supervisão financeira especializadas respetivamente na prossecução dos acima referidos objetivos basilares, com exigências distintas, de controlo prudencial, ou de equilíbrio financeiro (*financial soundness*) e de supervisão comportamental.

**055** Esse modelo acabou por configurar uma segunda vaga de reforma de arquiteturas institucionais de supervisão financeira, iniciada em concreto na Austrália em 1997, na sequência do Relatório da *Wallis Commission of Inquiry*, a que se seguiu de perto como segundo caso paradigmático de aplicação efetiva do modelo concetual *Twin Peaks*, a Holanda, com a reforma adotada neste Estado em 2002.

**056** Com alguma celeridade, e sobretudo desde a crise financeira internacional de 2007, o modelo *Twin Peaks* veio a ser preconizado como uma solução reformista que



supostamente permitiria evitar algumas desvantagens do modelo de supervisor único – da primeira vaga de reformas das arquiteturas de supervisão financeira – mantendo, em contrapartida, o conjunto essencial de vantagens que foram sendo teoricamente associadas às orientações de integração ou relativa concentração das funções de supervisão financeira.

**057** Essa ideia levou, mesmo, alguns especialistas neste domínio a sustentar uma suposta tendência dominante pós-crise financeira no sentido da adoção de modelos *Twin Peaks*, ainda que comportando algumas variantes institucionais, designadamente, mas não só, no que respeita à concentração do pilar prudencial no banco central ou à dissociação do banco central das funções de supervisão financeira. Contudo, a experiência *in concreto* de aplicação destes modelos e o decisivo teste da realidade estão longe de confirmar essa ideia de um novo tipo de equilíbrio supostamente garantido pelo modelo *Twin Peaks*, superando intrinsecamente algumas desvantagens identificadas numa absoluta concentração institucional das funções de supervisão financeira. Pelas mesmas razões, e suportando a nossa análise numa avaliação comparada das arquiteturas institucionais de supervisão nos sistemas financeiros mais desenvolvidos, afigura-se-nos também precipitada a ideia de uma suposta tendência dominante para a reforma dessas arquiteturas no sentido da consagração dos modelos *Twin Peaks*.

**058** A análise crítica comparada na especialidade desenvolvida neste Estudo, contemplou, em termos sistemáticos, no essencial, três modelos básicos alternativos de arquitetura institucional de supervisão financeira, compreendendo a saber, o i) modelo tradicional setorial (uma base tripartida, envolvendo a recorrente divisão do sistema financeiro nos subsectores bancários, de seguros e fundos de pensões e de mercado de capitais), o ii) modelo de supervisor único e o iii) modelo *Twin Peaks*, mas sem deixar de considerar as componentes e sub-variantes híbridas que vão criando diferentes combinações entre esses

modelos base, nem outros enquadramentos sistemáticos, identificando complementarmente, numa lógica de maior subdivisão analítica, outros modelos-base que não se revestem da mesma importância ou que se apresentam de alguma forma como secundários ou subsidiários em relação a alguns desses três modelos-base essenciais.

**059** A esse título, importará em especial referenciar os denominados modelos funcionais de supervisão financeira (como uma possível quarta subespécie) nos quais se contemplam diferentes esferas institucionais de supervisão em função das áreas de atividade financeira em causa (*business areas*). Assim, contemplam-se domínios autónomos de supervisão para cada área de atividade em causa, independentemente do tipo institucional de entidade financeira supervisionada (v.g. instituição de crédito ou empresa de seguros), compreendendo cada um desses domínios de supervisão quer a vertente prudencial quer a vertente de escrutínio comportamental.

**060** De qualquer modo, esses possíveis modelos funcionais apresentam-se frequentemente combinados com os tradicionais modelos institucionais ou setoriais, o que é especialmente ilustrado pela experiência evolutiva do modelo Português.

**061** Esta emergência de arquiteturas institucionais alternativas de supervisão financeira encontra-se indissociavelmente ligada ao desenvolvimento de conglomerados financeiros, tornados possíveis pelas alterações regulatórias do último quartel do século XX e a requisitos de eficiência e efetividade de supervisão financeira nesse novo contexto de funcionamento do sistema financeiro.

**062** A ideia de fundo subjacente aos movimentos tendentes à conceção e criação de autoridades únicas de supervisão financeira, radica em preocupações de prevenção ou eliminação de problemas potencialmente associados à existência de múltiplas autoridades supervisoras, de i) desigualdade



ou distorção competitiva, de ii) inconsistência global nas diferentes abordagens de supervisão, bem como de uma iii) dupla tensão de sinal contraditório, por um lado, no sentido de problemas de sobreposição de intervenção e, por outro lado, no sentido de prováveis omissões ou lacunas de intervenção supervisora, face a um modelo de negócio crescentemente difundido de banca universal bem como de outros tipos de interpenetração de segmentos de atividades financeiras.

**063** Independentemente das expectativas geradas em torno do modelo de supervisor único, sobretudo deste a criação do FSA em 1997 então tomada como experiência paradigmática, e dos pressupostos de superior eficiência que se associavam a esse modelo, a experiência do seu funcionamento foi revelando potenciais desvantagens ou riscos inerentes ao mesmo.

**064** Desde logo, um dos pressupostos positivos essenciais em termos de padrões de eficiência que se associavam a tal modelo não foi confirmado em todos os casos, verificando-se, em contrapartida, que a criação de grandes organizações tenderia a aumentar em algumas situações os níveis de burocracia na sua atuação, reduzindo a flexibilidade da sua intervenção, por comparação com supervisores setoriais de menor dimensão.

**065** Para além disso, a experiência acumulada da utilização desse modelo e a análise crítica já possível da mesma foi também evidenciando um risco importante de a perspetiva idealizada de economias de escala com a congregação na mesma Autoridade de funções de supervisão prudencial e comportamental (*market conduct*) e de escrutínio global, centralizado, de diferentes áreas de negócios financeiro, ser com frequência negativamente contrabalançada com um incentivo institucional para a crescente acumulação de funções, muitas vezes apenas tangencialmente relacionadas com as funções e os objetivos mais nucleares de supervisão financeira (*christmas tree effect*).

**066** Em paralelo, o pressuposto de uma visão holística do supervisor sobre as entidades supervisionadas com um enfoque mais claro, a cada momento, dos objetivos prioritários de supervisão tem sido também posto em causa pela verificação de riscos de sinal inverso associados ao modelo de supervisor único. Na realidade, como resulta do caso paradigmático do Reino Unido, cuja experiência de alguma forma extrema neste domínio levou em 2013 a "reverter" a reforma de 1997 de criação do FSA, a integração institucional da prossecução de objetivos predominantemente prudenciais e objetivos predominantemente comportamentais (*conduct-of-business supervision*) não assegura, por si, uma melhor ou mais equilibrada ponderação dos mesmos e da escala de prioridades na salvaguarda destes em cada circunstância da evolução do mercado.

**067** Pelo contrário, a concentração da sua salvaguarda cumulativa num único supervisor pode criar riscos de desequilíbrio entre tais vertentes, prudencial e comportamental, muitas vezes em detrimento da vertente prudencial, como se reconheceu, v.g. no Reino Unido no *Relatório Turner* ("The Turner Review – A Regulatory Response to the Global Banking Crisis", March 2009, Financial Services Authority). Tal pode suceder em virtude do caráter mais imediatista da prossecução de objetivos de proteção dos consumidores contra comportamentos comerciais incorretos e da maior visibilidade pública e política que intrinsecamente tende a caracterizar tais objetivos, com prejuízo dos escopos de natureza prudencial.

**068** Outro risco que tende a ocorrer nos modelos de supervisor único e que vem sendo a florado também em múltiplas análises neste domínio tem a ver com a eliminação de alguns fatores virtuosos de concorrência regulatória. Na realidade, desde que estejam assegurados *in concreto* determinados níveis eficientes de coordenação entre múltiplas intervenções de supervisão financeira que sempre deverão existir em diversas circunstâncias do funcionamento complexo do sistema

financeiro, a atuação combinada de diversas autoridades de supervisão pode contribuir, por força de uma tensão virtuosa que se gera entre as mesmas, para uma mais fácil identificação de determinados problemas.

**069** Noutros termos, no modelo de supervisor único não existe um verdadeiro sistema de *checks and balances* que mitigue os problemas originados pela não deteção circunstancial de situações problemáticas, cujo grau de probabilidade aumenta em proporção com o grau de complexidade crescente da atividade financeira (originando um problema de *single point of failure* em termos de supervisão financeira).

**070** Algumas das virtualidades apontadas ao modelo de supervisor único podem também encerrar um risco de excessiva simplificação formal e de sobrevalorização da perspectiva institucional do formato organizativo sobre a materialidade das tarefas de supervisão financeira. Na realidade, a concentração formal-organizativa numa mesma autoridade de supervisão de vertentes de intervenção prudencial e comportamental, bem como do escrutínio de diferentes tipos de instituições financeiras, não elimina, em termos substantivos, a necessidade de algum grau de especialização em diversos processos de acompanhamento desses aspetos.

**071** Assim, o peso desses constrangimentos pode perfeitamente determinar a "reconstrução" dentro de uma mesma autoridade de "silos" funcionais de intervenção supervisor. Agravando esse problema, eventuais fusões mais precipitadas de autoridades setoriais de supervisão num supervisor único podem traduzir-se numa mera reconstituição dessas distintas linhas de atuação setorial dentro da nova organização, mantendo um problema essencial de articulação entre as mesmas num plano material.

**072** A experiência de funcionamento de diversos supervisores únicos mostra, de resto, como sucede, *v.g.*, com a autoridade

de supervisão única japonesa e com o BaFin (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* / Autoridade Federal de Supervisão Financeira) na Alemanha, que estas autoridades com frequência se encontram internamente organizadas em departamentos setoriais.

**073** Deste modo, se se abandonar uma perspectiva falaciosa de excessiva simplificação formal, e nos ativermos à materialidade das diferentes tarefas de supervisão e do seu efetivo exercício, será possível constatar que, mesmo em supervisores únicos, a comunicação e coordenação entre distintos tipos de intervenção supervisor constitui um problema central. Este transcende em muito a questão do figurino institucional de organização da supervisão e não desaparece, enquanto tal, no quadro de supervisores únicos, apenas tenderá a ser menos visível e, por isso, algo paradoxalmente em certos casos, menos enquadrado através de soluções funcionais dirigidas especificamente a tal coordenação.

**074** Esse problema central de coordenação tende a colocar-se também noutro plano que ganhou maior expressão e acuidade na sequência da crise financeira de 2007-2009 e que se prende com a articulação entre as diferentes formas de intervenção supervisor comportamental e microprudencial com a intervenção macroprudencial. Assim, na generalidade dos sistemas de supervisor financeiro único mais representativos em termos internacionais, o controlo global macroprudencial, pela sua natureza e exigências, tende a extravasar as funções desse supervisor (mesmo que este detenha competências próprias na matéria), convocando intervenções do banco central e de representantes do Governo (*maxime* na área das Finanças).

**075** Bem representativas a esse respeito, e fornecendo indicações divergentes sobre a importância decisiva da função central de coordenação de atividades de supervisão – cuja necessidade se mantém mesmo no quadro do modelo de supervisor financeiro único – são as experiências do Reino Unido e da Alemanha.

**076** Contraposta de algum modo à experiência negativa do modelo de supervisor único no Reino Unido, a experiência alemã, sobretudo desde a reforma de 2012 do sistema de supervisão, ilustra de modo particular a decisiva relevância dos problemas de coordenação e evidencia também a sua não resolução *a se* através do modelo de supervisor único. Esta experiência evidencia, pelo contrário, a possibilidade de combinar com relativa eficácia esse modelo com uma componente híbrida do mesmo, envolvendo a criação de novas instâncias de coordenação em matéria de supervisão financeira – no caso, o *German Financial Stability Committee / Ausschuss für Finanzstabilität* – integrado pelo supervisor único, BaFin, e por representantes do *Bundesbank* e do Ministério das Finanças do Governo Federal.

**077** Em contrapartida, no Reino Unido, quer o *Relatório Turner*, quer o Relatório da Câmara dos Lordes do Reino Unido, *Banking Supervision and Regulation*, 2009, quer o muito recente Relatório do Banco de Inglaterra *The Failure of HBOS plc (HBOS)*, de novembro de 2015, evidenciaram *a posteriori* uma excessiva prevalência operacional conferida pela FSA ao plano da supervisão comportamental em detrimento da supervisão prudencial, com corolários negativos importantes em termos de falhas de supervisão neste último plano.

**078** Reconheceu-se mesmo que o sistema de supervisor único estabelecido entre 1997 e 2011 teria gerado incentivos para essa distorção, na medida em que a esfera de supervisão comportamental (*conduct-of-business supervision*) tende a apresentar-se como politicamente sensível e com resultados ou retorno mais facilmente mensurável. Pelo contrário, a esfera de supervisão prudencial, sem a mesma dimensão de apreensão pública, obriga a uma condução eminentemente reservada, no quadro da qual o seu grau de sucesso é mais dificilmente mensurável e apreensível, revestindo-se de menor impacto político em períodos normais (perceção que só tende a alterar-se em períodos agudos de crise), gerando assim, quase desapercivelmente, um

incentivo para afetação prioritária de recursos à esfera comportamental.

**079** A experiência do modelo de supervisor único do Reino Unido, durante algum tempo apresentada como um referencial de excelência internacional, ilustra, em síntese, as insuficiências e riscos desse modelo e, sobretudo, os problemas decorrentes de subestimar i) elementos de coordenação eficaz de intervenções de supervisão que, algo paradoxalmente, não desaparecem com a maior integração da supervisão e ii) os aspetos materiais – e não meramente institucionais – relacionados com a estratégia funcional e metodologia de supervisão.

**080** Esses aspetos pressupõem devidos equilíbrios entre as vertentes de i) supervisão prudencial, ii) comportamental, e ainda, mais recentemente – num patamar próprio – de iii) supervisão macroprudencial, manifestamente não alcançados no seio da FSA e que, em larga medida, serão também tributários de elementos compostos de qualquer arquitetura institucional de supervisão relativos a mecanismos reforçados de coordenação.

**081** A importância desses elementos híbridos e de coordenação é ilustrada pelo cotejo do caso do Reino Unido com o caso alemão. Na verdade, uma das diferenças essenciais entre estas duas experiências de utilização do modelo de supervisor único residiu na configuração híbrida (ou "impura" numa ótica de modelo de supervisor único) que a arquitetura alemã de supervisão apresentou desde 2002, em contraste com o caso do Reino Unido, a qual resultou em boa parte do facto de o banco central alemão (*Bundesbank*) ter conservado um papel não despidendo e algumas funções no plano da supervisão financeira (*maxime* bancária). Tal determinou também uma segunda diferença essencial em relação ao caso do FSA no Reino Unido, a qual se traduziu no reconhecimento, que nunca deixou de existir no sistema alemão – e se reforçou mesmo especialmente em termos institucionais

desde a mais recente reforma de 2012 – da importância central das funções de coordenação de diversas intervenções de supervisão.

**082** Tal configuração relativamente híbrida desde modelo *sui generis* ou "impuro" de supervisor único alemão foi reforçada com a recente reforma de 2012, a qual, por um lado, estabeleceu ou consolidou um papel central, predominante, do *Bundesbank* em matéria de supervisão macroprudencial e garantia de estabilidade financeira, e, por outro lado, criou uma nova entidade – *German Financial Stability Committee / Ausschuss für Finanzstabilität*, integrada por representantes do *Bundesbank*, do BaFin e do Ministério das Finanças do Governo Federal.

**083** Este Comité para a Estabilidade Financeira (CEF) – em parte modelado a partir do Comité Europeu do Risco Sistémico – foi dotado na reforma de 2012 de um extenso conjunto de poderes e responsabilidades, envolvendo, seja a salvaguarda da estabilidade financeira global (compreendendo as causas de potenciais crises financeiras futuras), seja a coordenação e cooperação entre autoridades com intervenção neste domínio da supervisão financeira.

**084** Trata-se aqui de um organismo que, para além de apoiar as missões novas de supervisão macroprudencial, funciona essencialmente como um mecanismo de cooperação reforçada e de troca de informações entre supervisores, que nunca encontrou suporte institucional adequado no modelo de supervisor único do Reino Unido e que apresenta, *mutatis mutandis*, algumas afinidades com o CSNF no ordenamento Português.

**085** Este organismo (CEF), no quadro dessa recente reforma alemã, corporiza ainda o que vem emergindo como uma tendência dominante da evolução das arquiteturas de supervisão financeira e que corresponde à necessidade de colocar no centro dos modelos de supervisão instâncias com um papel e missão específicas de coordenação,

independentemente de variáveis configurações orgânicas de tais modelos de supervisão que, com frequência, não se mostram em si mesmas decisivas mas antes o reflexo de evoluções históricas nacionais.

**086** O denominado modelo *Twin Peaks*, correspondendo, de algum modo, a uma segunda vaga reformista das arquiteturas de supervisão financeira, encerrou o propósito de manter as vantagens teoricamente associadas aos elementos de integração ou relativa concentração de funções de supervisão financeira, evitando ao mesmo tempo algumas desvantagens do modelo supervisor único (que configurara uma primeira vaga reformista dos modelos de supervisão).

**087** Assim, na sua essência, veio responder ao mesmo tipo de necessidades associadas às transformações estruturais das condições de funcionamento do sistema financeiro que justificaram a emergência do modelo de supervisor único, mas criando um novo paradigma institucional de integração das funções de supervisão financeira que permitiria, supostamente, prevenir os principais riscos ou fatores de desequilíbrio potencial associados àquele primeiro modelo.

**088** O ponto de partida para a construção delineada por Michael Taylor residiu numa ideia de desadequação crescente entre a estrutura regulatória e a realidade de mercado, determinando disfunções e falhas regulatórias (*regulatory mismatch*). Tal perspetiva materializou-se na identificação de quatro aspetos primaciais que aconselhariam a atribuição em globo da responsabilidade pela supervisão dirigida à salvaguarda da solidez e sustentabilidade financeira de todos os tipos de instituições financeiras sujeitas a regulação e supervisão (vertente prudencial) a uma única autoridade, compreendendo:

- i) o número crescente de instituições financeiras com importância sistémica,
- ii) a verificação de problemas de *level playing field* concorrencial entre tipos de instituições

financeiras inerentes a requisitos regulatórios distintos por setor,

- iii) a emergência de conglomerados financeiros cobrindo as áreas de *banking, securities, insurance* e tornando uma perspectiva de grupo essencial,
- iv) e a necessidade de colocar em comum (*pool*) o *know how* e competências especializadas – por definição limitadas – que se mostram necessárias para uma supervisão prudencial adequada de operações financeiras de crescente sofisticação e complexidade.

**089** Essa base conceitual conduziu ainda à identificação de aspetos justificando a prossecução numa base unificada (e não fragmentada) de objetivos de proteção dos consumidores de serviços financeiros (*conduct of business*), tendo presente também as diferenças profundas entre os tipos, metodologias de atuação e técnicas utilizadas para conduzir a supervisão prudencial *vis a vis* da vertente da supervisão dirigida ao controlo da correção de comportamentos comerciais.

**090** Uma das principais vantagens em tese associadas ao modelo *Twin Peaks* encontra-se indissociavelmente ligada à ideia de correção do que representa porventura o problema central inerente a uma unificação total das funções de supervisão. Trata-se de, através da criação de duas autoridades autónomas com uma lógica de supervisão por objetivos (controlo prudencial e controlo comportamental), independentemente do sub-setor em que operem as instituições financeiras supervisionadas e do tipo de produtos e serviços por essas transacionados, assegurar intrinsecamente uma total clareza e enfoque nos escopos essenciais e missão de supervisão atribuída a cada autoridade, sem as tensões, desequilíbrios ou disfunções potenciais entre esferas de supervisão, prováveis nos modelos de supervisor único.

**091** Na realidade, encontra-se em causa uma dupla vantagem traduzida, (i) por um lado, na clareza dos escopos essenciais

de cada autoridade de supervisão, sem ponderações eminentemente falíveis tendentes a escalonar entre si a cada momento óticas e interesses a salvaguardar que, com frequência, não se apresentam com contornos coincidentes (apesar dos inegáveis pontos de contacto entre a ótica prudencial e a ótica comportamental); ii) e, por outro lado, numa mais nítida e segura responsabilização (em sentido lato, numa lógica de *accountability*) de cada uma das autoridades de supervisão pelo seu desempenho em termos de prossecução dos objetivos prioritários que lhe são cometidos.

**092** Numa perspectiva reflexa, projetada de modo mais concreto nas necessidades de prossecução eficaz dos objetivos nucleares de supervisão prudencial e de supervisão comportamental, o modelo *Twin Peaks* permitirá, em tese, quer preservar a esfera de controlo prudencial de uma excessiva interferência das considerações mais imediatistas e porventura politicamente mais apelativas da supervisão comportamental, orientadas para a proteção dos consumidores, quer, em contrapartida, uma configuração de supervisão ótima para assegurar um novo padrão qualitativo de salvaguarda de aspetos de transparência, integridade do mercado, proteção do consumidor.

**093** Noutros termos, trata-se de fazer evoluir os sistemas de supervisão para um novo patamar qualitativo que assegure uma resposta adequada a estas preocupações (em grande medida novas também) de tutela integrada da correção comercial nas transações de produtos financeiros muito diversificados e complexos, sem por em causa a intensidade e a eficácia da supervisão prudencial cuja perspectiva temporal é normalmente menos imediatista.

**094** Importa, contudo, ressaltar que uma visão demasiado especializada do *know-how* e instrumentos de análise convocados por cada esfera de supervisão comporta riscos importantes, pois nestes domínios deverá prevalecer uma perspectiva de interdisciplinaridade que privilegie a consistência

e unidade, quer do pensamento económico-financeiro, quer do pensamento jurídico em cada autoridade de supervisão.

**095** Sem prejuízo dessa importante ressalva, pode reconhecer-se, dentro de certos limites, a existência de culturas de supervisão até certo ponto distintas nas esferas prudencial e comportamental de supervisão, constituindo, a esse título, uma possível vantagem do modelo *Twin Peaks* a afirmação e desenvolvimento de cada uma dessas culturas sem as tensões institucionais internas, e correspondentes disfunções associadas a outros modelos de supervisão.

**096** Por último, e numa perspetiva global, pode ainda apontar-se que este modelo *Twin Peaks* apresentará também, em tese, a vantagem de conter uma maior capacidade estrutural de adaptação à inovação financeira, bem como à transformação da natureza do risco sistémico (porventura superior à do modelo de supervisor único e sem as desvantagens inerentes a este).

**097** A ideia de conjugar as vantagens da integração de funções de supervisão inerentes ao modelo de supervisor único, evitando, do mesmo passo, os conflitos e tensões intrínsecas que afetam aquele modelo – numa conjugação que é apresentada em múltiplas análises como a alternativa virtuosa oferecida pelo modelo *Twin Peaks* – tende, em contrapartida, a incorrer frequentemente numa simplificação excessiva.

**098** Na realidade, em larga medida as tensões associadas a processos de integração de funções de supervisão financeira não são eliminadas com o modelo *Twin Peaks*, antes encontrando outra projeção ou concretização institucional. Para além disso, quando o objetivo de “proteção sistémica” (*lato sensu*) passa a revestir acuidade acrescida após a crise financeira internacional de 2007-2009, exigindo um novo nível de supervisão macroprudencial, tal tende a requerer outro tipo de intervenções bem como de conhecimento e escrutínio do

setor financeiro, envolvendo uma dinâmica institucional que não parece esgotar-se na estrutura dual mais padronizada da maior parte das concretizações do modelo *Twin Peaks*.

**099** Paralelamente, as novas dificuldades e pressões a que os sistemas institucionais de supervisão estão sujeitos reclamam processos intensificados de coordenação entre diferentes intervenções de supervisão no centro desses sistemas, que o modelo *Twin Peaks* por si só, na sua configuração padrão, não assegura.

**100** Um dos principais riscos que podemos identificar no modelo *Twin Peaks* encontra-se paradoxalmente associado a um aspeto que tende de modo recorrente a ser apresentado como uma das grandes vantagens deste modelo. Assim, o enfoque claro de cada uma das autoridades de supervisão em objetivos basilares de supervisão, com exigências distintas e por vezes mesmo contraditórias entre si, pode implicar, não uma verdadeira eliminação desses conflitos e tensões nos sistemas de supervisão financeira, mas uma externalização desses conflitos.

**101** Esse tipo de tensões no seio de uma autoridade única de supervisão ou até no seio de uma autoridade setorial que conjugue vertentes prudenciais e comportamentais de atuação, tendendo nesses casos a originar disfunções, com deficiências e lacunas numa dessas vertentes induzidas por uma circunstancial prevalência indevida conferida a dado momento à outra vertente, pode, com efeito, num modelo *Twin Peaks* gerar uma externalização das tensões, projetando-as para potenciais conflitos entre as duas autoridades especializadas por objetivos dominantes de supervisão.

**102** Num plano conexo, o aprofundamento e a concentração em estratégias e culturas de supervisão marcadamente diferenciadas pode, também, gerar riscos importantes no que respeita aos níveis ótimos de circulação de informação relevante entre as duas autoridades de supervisão no modelo *Twin*



*Peaks*, atendendo às diferentes abordagens funcionais prosseguidas por essas entidades e aos diferentes objetivos predominantes que as norteiam. Num certo sentido, a lógica de especialização por objetivos, e a lógica de tensão que a mesma pode gerar, tenderão a reduzir os incentivos para níveis ótimos de partilha de informação entre as autoridades de supervisão.

**103** Para além do risco de desenvolvimento potencial de uma lógica de conflito ou de choque entre estratégias de supervisão diferenciadas, esse problema global pode materializar-se num risco particular – comparável ao que se verifica em última análise no modelo de supervisor único – de pressão pública para excessivo enfoque em objetivos de proteção dos consumidores e tendencial subalternização dos escopos de salvaguarda prudencial do equilíbrio financeiro.

**104** Reflexamente, e porventura com menos frequência, a eventual verificação repetida de situações de desequilíbrio financeiro de certas instituições financeiras pode conduzir, em algumas fases, a uma prevalência excessiva da atenção conferida à autoridade de supervisão prudencial em detrimento da autoridade de supervisão comportamental.

**105** Em paralelo com esses potenciais desequilíbrios entre as vertentes de supervisão prudencial e comportamental, a concentração de cada autoridade de supervisão numa dessas vertentes e o esbatimento no seio de cada supervisor de uma cultura de *checks and balances* resultante da tensão natural e até certo ponto produtiva entre as metodologias mais diretamente associadas às referidas vertentes, pode também conduzir a prazo a um posicionamento excessivamente burocrático nos procedimentos de cada um dos dois supervisores. Tal pode originar menor proatividade e mais lentidão na reação a problemas novos, devido à falta de uma visão de conjunto que muitas vezes resulta da interação dinâmica entre as dimensões prudencial e comportamental na atuação de instituições financeiras e respetivo escrutínio, as quais, apesar dos diferentes objetivos

que encerram, estão longe de corresponder a dimensões estanques entre si.

**106** Sobrevém também nos modelos *Twin Peaks* um risco de funcionamento inerente a níveis muito elevados de especialização técnica e funcional por objetivos que possam, enquanto tais, dificultar – técnica e institucionalmente – a necessária coordenação entre as autoridades.

**107** Deste modo, e de novo em termos até certo ponto paradoxais, os modelos *Twin Peaks* podem, não só não resolver em virtude da sua mera configuração institucional as questões de coordenação de diferentes tarefas e funções de supervisão financeira, como podem tornar muito mais exacerbadas e até de mais difícil resolução as necessidades de coordenação e comunicação entre supervisores (mais até do que nos modelos setoriais tradicionais de supervisão).

**108** No mínimo, a sua configuração institucional não oferece por si só uma solução para essas questões de coordenação entre funções de supervisão, que tendem a avultar cada vez mais como uma preocupação central no funcionamento dos vários sistemas de supervisão. Daí decorre também que, qualquer reforma tendente à introdução de um modelo *Twin Peaks* não é de molde a resolver tais problemas de coordenação, os quais reclamam soluções institucionais específicas que se podem, afinal, coadunar com diversas arquiteturas de supervisão (e sobretudo com configurações cada vez mais compósitas dessas arquiteturas).

**109** A experiência australiana pioneira de aplicação do modelo *Twin Peaks* (*supra* referida) é também paradigmática no sentido de ter, desde logo, incorporado certos elementos compósitos ou híbridos, que fazem avultar a importância de outros elementos de organização dos sistemas de supervisão, os quais transcendem em muito qualquer arquitetura em particular (podendo ser utilizados, com diversas sub-variantes, em

múltiplos modelos mais ou menos compósitos de supervisão financeira).

**110** O elemento compósito complementar que assume uma especial importância nesse modelo australiano e, de algum modo, o particulariza, explicando simultaneamente a sua relativa longevidade num contexto de instabilidade regulatória neste domínio, corresponde à importância central atribuída à organização da coordenação de funções entre supervisores financeiros.

**111** Pode identificar-se aí uma cultura de coordenação (jurídica e institucional) no centro da arquitetura de supervisão, reconhecida e expressamente qualificada como tal pelos principais agentes do sistema, tendo como vertente essencial a criação de um Conselho de Reguladores Financeiros (*Council of Financial Regulators – CFR*) como organismo, sem personalidade jurídica própria (*non-statutory basis*), congregando a APRA, a ASIC, o banco central e o Tesouro, e presidido pelo Governador do banco central, entidade que assegura também o secretariado administrativo ao *CFR*, o qual centraliza as relações de cooperação entre as várias autoridades de supervisão.

**112** Esse Conselho de Reguladores Financeiros australiano, com significativos paralelos com o CNSF em Portugal, oferece um pólo organizativo para a troca regular de informações entre supervisores e constitui, sobretudo, uma base para entendimentos operacionais de coordenação dos trabalhos desses supervisores, gerando relações funcionais permanentes entre os supervisores com intensa participação do respetivo corpo técnico.

**113** De modo muito elucidativo sobre a importância central atribuída aos elementos de coordenação de funções de supervisão, a recente reavaliação do modelo australiano de supervisão conduzida através do *Financial System Inquiry Report*, de novembro de 2014 (Relatório FSI-2014) dedicou considerável atenção à questão da coordenação dos diferentes supervisores, tida como uma dimensão

crítica para o sistema e de vital importância para o seu funcionamento equilibrado. Nesse quadro, tomou em consideração o papel, tido como absolutamente essencial para o equilíbrio do sistema globalmente considerado, da instância de coordenação que vem funcionando no sistema australiano desde 1998.

**114** A esse respeito, embora a versão final do Relatório FSI-2014 não tenha vindo a propor formalmente uma alteração global do estatuto jurídico do Conselho de Reguladores Financeiros, o Relatório dá conta da discussão suscitada e desenvolvida por vários *stakeholders* relevantes que participaram na consulta pública na base do mesmo Relatório, suscitando uma desejável transformação desta instância de coordenação no sentido de lhe atribuir *statutory recognition* e alguns poderes substantivos próprios (que se situassem para além de uma intervenção consultiva ou de coordenação do exercício dos poderes próprios de cada autoridade congregada nesse Conselho).

**115** Tratar-se-ia, assim, de "institucionalizar" e, desse modo, reforçar o papel do Conselho de Reguladores Financeiros, mediante a atribuição ao mesmo de personalidade coletiva própria e de alguns poderes públicos próprios, o que denota que as evoluções e possíveis transformações de tal instância de coordenação são apreendidas como estando no centro do funcionamento da versão australiana do modelo *Twin Peaks*.

**116** A discussão em torno das condições de reforço de instâncias de coordenação de supervisores colocadas no centro das arquiteturas de supervisão ficou, contudo, lançada em termos internacionais, como se comprova, *v.g.*, com a discussão pública em torno da opção em curso de adoção de um modelo *Twin Peaks*, também com elementos compósitos, na África do Sul,

**117** Na segunda experiência internacional de adoção do modelo *Twin Peaks* (Holanda), a dimensão de coordenação do sistema

de supervisão, predominantemente concretizada através de acordos de cooperação entre supervisores mais pormenorizados e revistos com grande regularidade, parece, contudo, não ter funcionado sempre de modo eficaz, numa experiência, a esse título, porventura menos positiva do que a australiana, que beneficiou de uma maior ênfase colocada num conselho de supervisores.

**118** Assim, em alguns precedentes de referência, esse enquadramento de coordenação não evitou avaliações públicas dissonantes do DNB (*De Nederlandsche Bank – DNB*) e da AFM (*Autoriteit Financiële Markten*), como autoridades, respetivamente, de supervisão prudencial e comportamental.

**119** Noutros planos, a formulação holandesa do modelo *Twin Peaks* parece também não ter sido isenta de problemas, em particular ao nível do pilar prudencial e das exigências acrescidas que a superior complexidade trazida por uma nova vertente de supervisão macroprudencial veio introduzir no funcionamento dos sistemas de supervisão financeira. Essas questões tendem, na verdade, a colocar-se quanto à estrutura de governo do supervisor prudencial por forma a permitir decisões ou intervenções mais assertivas em casos com relevância macroprudencial, não parecendo ainda ter sido encontrado o melhor enquadramento organizativo no supervisor prudencial holandês, em ordem a assegurar o melhor e mais equilibrado interface entre as áreas de política microprudencial, macroprudencial e de política monetária.

**120** Na sequência dos dois casos iniciais de referência em termos internacionais de adoção do modelo *Twin Peaks* de supervisão financeira – da Austrália e da Holanda – é possível identificar uma segunda vaga de reforma das arquiteturas de supervisão tendente à aplicação em algumas jurisdições de diversas variantes deste modelo (com graus compósitos muito variáveis).

**121** Contudo, Estamos longe de poder afirmar a existência de um verdadeiro movimento convergente no plano internacional

no sentido de que este se torne o modelo dominante de supervisão financeira. Para além disso, no plano supranacional, europeu, as referências prospectivas constantes do *Relatório Larosière* no sentido de possíveis evoluções da arquitetura do sistema europeu de supervisão financeira que viessem a ser enquadradas por uma variante do modelo *Twin Peaks* não foram confirmadas, seguindo-se uma via diversa com a criação do MUS.

**122** Nessa segunda vaga mais recente de experiência de adoção do modelo *Twin Peaks*, mas em formulações crescentemente híbridas que se afastam até certo ponto do modelo teórico de base que lhe está subjacente, será interessante destacar o recente caso francês, onde, para efeitos de coordenação entre os pilares do sistema, em articulação com funções transversais de salvaguarda da estabilidade do sistema financeiro como um todo, foi estabelecido um *Conseil de Régulation Financière et du Risque Systémique (COREFRIS)*, entretanto transformado em 2013 no *Haut Conseil de Stabilité Financière (HCSF)*, contemplando-se, então, um significativo reforço das suas atribuições e poderes. Estes passaram a incluir, em domínios ligados à estabilidade do sistema financeiro, poderes jurídicos vinculativos próprios e não meras recomendações ou orientações, o que envolve indiscutivelmente um novo patamar qualitativo institucional de atuação deste Conselho como organismo intermédio e de coordenação, sem representar apenas uma "emanação" das atuações das autoridades representadas no mesmo.

**123** Assim, num traço muito relevante desta segunda etapa de consolidação de um modelo *Twin Peaks* compósito e *sui generis* em França, esta nova instância de coordenação, mantendo os dois pilares nucleares do sistema, assume um papel primordial na arquitetura de supervisão financeira, combinando, no que parece representar uma tendência em formação em várias jurisdições:

- i) competências de coordenação da política de supervisão macroprudencial;
- ii) e centralização das funções de cooperação permanente e troca de informações entre as autoridades de supervisão financeira.

**124** Complementarmente, entre as experiências desta segunda vaga internacional de adoção de modelos próximos do *Twin Peaks*, o modelo particular de *Twin Peaks* em curso de adoção na África do Sul suscita duas questões primaciais para a discussão internacional do tema. Estas compreendem, por um lado, a variante desse modelo que implica estabelecer uma autoridade prudencial autónoma sediada no banco central mas com condições jurídicas que lhe assegurem na prática verdadeira independência operacional e, por outro lado, a questão relativa à coordenação das diferentes funções de supervisão financeira, que se mostra transversal aos vários modelos alternativos de supervisão e, porventura, o elemento decisivo para o seu equilíbrio independentemente dos modelos de base utilizados (e suas variantes compósitas).

**125** Essa segunda questão tem sido objeto de larga discussão no quadro do desenvolvimento da reforma em curso na África do Sul, beneficiando da discussão pública muito orientada para essa matéria associada ao Relatório FSI-2014 na Austrália, orientando-se largamente certos quadrantes dessa discussão na África do Sul para um modelo mais institucionalizado (e de *hard law*) de coordenação dos supervisores financeiros, sob a forma de um *Council of Financial Regulators (CFR)*, que, diversamente da entidade congénere no modelo *Twin Peaks* australiano, possa ter uma base estatutária própria ou configurar uma pessoa jurídica autónoma, com *statutory recognition*.

**126** A análise crítica comparada de algumas das principais e mais representativas experiências de aplicação do modelo *Twin Peaks* de supervisão financeira evidencia, em sùmula, um excesso de simplificação nas apresentações mais recorrentes das vantagens desse modelo.

**127** O excesso de simplificação verifica-se, desde logo, na teorização de uma suposta matriz única desse modelo, com vantagens intrinsecamente associadas ao seu programa de especialização por objetivos,

quando a realidade demonstra uma tendência para a aplicação crescente de versões cada vez mais híbridas de arquiteturas de supervisão com pontos de contacto com a ideia conceitual de base subjacente à teorização desse modelo *Twin Peaks* (mas combinando elementos de diversos modelos e variando consideravelmente na configuração institucional do pilar prudencial, que parece encontrar-se crescentemente sediado nos bancos centrais, embora com construções institucionais mais originais envolvendo a criação de entidades autónomas, subsidiárias, no seio dos bancos centrais).

**128** Essa tendência para formulações mais complexas e diversificadas de modelos compósitos aparentados ao modelo *Twin Peaks* resulta, também, do patamar superior de complexidade que vem sendo incorporado nos sistemas de supervisão com a nova vertente macroprudencial e de controlo de risco sistémico quanto ao sistema financeiro como um todo.

**129** Esta vertente convoca largamente os conhecimentos e *know how* especializados dos bancos centrais e, ao mesmo tempo, reforça sobremaneira as necessidades transversais de coordenação entre diversas funções de supervisão e as autoridades que as prossigam, independentemente do modelo institucional de base utilizado. A importância central dessas funções de coordenação no sistema de supervisão faz, por seu turno, avultar a importância de organismos específicos de coordenação dos supervisores, quer estes estejam mais, ou menos, diretamente associados ao exercício da supervisão macroprudencial, deslocando para esse plano o eixo das reformas das arquiteturas de supervisão e relativizando a importância e alcance da sua matriz institucional de base (setorial ou *Twin Peaks* ou, mesmo, de supervisor único).

**130** A experiência comparativa do funcionamento *in concreto* das múltiplas variantes do modelo tipo *Twin Peaks* (em rigor, modelos híbridos) vem ainda evidenciando

que também corresponde a uma simplificação excessiva – num quadro em que se reconheça a importância decisiva da dimensão de coordenação de supervisores – qualquer ideia de uma espécie de superioridade intrínseca do modelo *Twin Peaks* nesse plano, como intrinsecamente facilitador dos elementos de coordenação.

**131** Assim, se em algumas análises se preconiza que este modelo se mostra menos suscetível de sobreposições funcionais e correspondentes conflitos do que o modelo setorial, e menos suscetível de conflitos de interesse internos, comparativamente com o modelo de supervisor único, a avaliação, numa base empírica, do seu funcionamento, à luz de várias das experiências referenciadas nos pontos precedentes, mostra uma realidade diversa.

**132** Na verdade, verifica-se que, por um lado, esses conflitos de interesses podem ser externalizados sob forma mais aguda, e que tendem a agravar-se a propósito da gestão de situações de crise; e, por outro lado, que o risco de sobreposição pode com alguma facilidade transmutar-se seja num i) risco de descontinuidades ou lacunas na intervenção de supervisão, com cada autoridade concentrada nas áreas nucleares da sua estratégia diferenciada de supervisão e subestimando a intercomunicabilidade entre os problemas comportamentais e prudenciais, seja num (ii) risco de conflito frontal e maior dificuldade de comunicação entre as autoridades, que também se pode agravar em situações de crise, tornando mais necessários os mecanismos de coordenação.

**133** Deste modo e em síntese, as tendências internacionais mais recentes neste domínio desenvolveram-se no sentido de fazer avultar cada vez mais a importância de uma dimensão central de coordenação das funções de supervisão em qualquer arquitetura de supervisão. Tal dimensão, com essa importância e acuidade acrescidas, tende mesmo a sobrepor-se, como fator crucial para o equilíbrio de qualquer sistema de supervisão, às matrizes institucionais de base de cada sistema, as quais,

por seu turno, são cada vez menos passíveis de recondução a modelos teóricos puros (prevalendo estruturas compósitas de supervisão para o que muito contribui, a incorporação nas arquiteturas de supervisão de uma função transversal de supervisão macroprudencial, orientada para o setor financeiro como um todo, bem como a necessidade de encontrar as melhores fórmulas organizativas para articular as funções de supervisão *stricto sensu* com outras funções distintas, embora conexas, como as funções de resolução).

**134** A essas tendências acrescem, com relevância para as opções a adotar em Portugal, os novos condicionamentos europeus supervenientes quer à criação do CNSF em 2000, quer à Consulta Pública de 2009. Estes não confirmaram a ótica prospectiva contemplada no *Relatório Larosière* no sentido do enquadramento de evoluções no aprofundamento de um sistema supranacional europeu através de modelos próximos da solução *Twin Peaks*, uma vez que o salto qualitativo dado nessa construção supranacional, com a criação do MUS, assenta na estrutura institucional (setorial) previamente existente no sistema europeu de supervisão.

**135** A todos estes fatores somam-se os elevadíssimos custos organizativos de transição (custos de transação e em termos de eficiência) inerentes a qualquer alteração mais estrutural do modelo nacional de supervisão. Assim, a conjugação desses elementos de contexto e evolutivos parece militar claramente no sentido de se ponderarem reformas graduais, mais contidas e equilibradas, do modelo nacional de supervisão, tomando como enfoque a dimensão crítica já identificada de coordenação das várias funções de supervisão financeira.

**136** Justifica-se, pois, ponderar as virtualidades e alcance de uma reforma da arquitetura de supervisão financeira nacional com esses contornos, orientada para a dimensão de coordenação das funções de supervisão financeira, o que, à luz do modelo

atualmente existente em Portugal com contornos híbridos (embora de base setorial), equiva- le largamente a analisar possibilidades de reforma do papel do CNSF.

**137** Tendo presente o regime do CNSF, com as alterações verificadas até ao presente, é possível identificar dois tipos de limitações ao funcionamento do Conselho que importaria corrigir.

**138** Um primeiro tipo de limitações a condicionar o alcance da atuação deste organismo reporta-se à falta de base institucional do CNSF. Este não tem personalidade jurídica e corresponde, no essencial, em termos institucionais, a um fórum relativamente informal de coordenação das autoridades de supervisão prudencial, com a consequente falta de poderes públicos próprios (juridicamente vinculativos), seja poderes de regulamentação, seja poderes executivos de supervisão em sentido estrito (ou de inspeção), seja poderes sancionatórios.

**139** Ainda no quadro dessa falta de base institucional do CNSF como fórum essencialmente informal desprovido de personalidade jurídica, o Conselho encontra-se numa total dependência dos recursos técnicos e humanos que lhe sejam afetos por cada uma das autoridades setoriais de supervisão, as quais dispõem de recursos diferenciados e até de estatutos financeiros e níveis de autonomia cujas diferenças se acentuaram, em moldes criticáveis, na sequência da aprovação da Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras.

**140** Este fraco nível de institucionalização e elevado informalismo jurídico do CNSF, resultantes da sua matriz estatutária de origem nunca corrigida até ao presente, têm vindo a ser, até certo ponto, compensados por uma *praxis* jurídica, definição de regras e procedimentos informais progressivamente desenvolvidos, sobretudo ao longo da última década, que permitem considerar a existência de um processo (em curso) de institucionalização "de facto" do CNSF. Esse processo é,

contudo, intrinsecamente limitado e lacunar por força da moldura legal – jurídica e organizativa – do CNSF.

**141** Os desenvolvimentos verificados nos últimos anos no funcionamento do CNSF, envolveram, entre outros aspetos, a criação de um Comité de Coordenação do CNSF, como órgão informal (não previsto no enquadramento legal do CNSF), tendente a assegurar um segundo nível orgânico mais ou menos estável ou continuado de funcionamento do CNSF a par do primeiro nível orgânico (único com suporte legal) correspondente às sessões dos membros permanentes do CNSF com periodicidade mínima trimestral (sem prejuízo de reuniões extraordinárias). Envolveram, também, uma *praxis* de criação regular de grupos de trabalho em matérias de interesse transversal para a supervisão do sistema financeiro.

**142** De qualquer modo, uma parte apreciável das matérias cobertas por tais grupos de trabalho encontra-se ligada à transposição de diretivas europeias ou à concretização de outros normativos europeus e não está estatutariamente assegurada uma cobertura permanente e efetiva dos problemas essenciais numa perspetiva de coordenação da ação supervisora do sistema financeiro.

**143** Em súpula, não obstante a inegável relevância de desenvolvimentos informais (numa perspetiva de *soft law*) tendentes a alguma institucionalização de facto do CNSF, não se encontra garantida a disponibilidade em permanência e com a intensidade necessária, quanto a cada matéria que se encontre em causa a cada momento, dos recursos técnicos qualificados necessários, uma vez que estes dependem de outras necessidades, variáveis, das três autoridades de supervisão que os disponibilizam. Para além disso, esses membros de grupos de trabalho *ad hoc* do CNSF reportam funcionalmente, no que respeita à sua atuação e com tudo o que isso implica, às autoridades de supervisão cujos quadros integram.



**144** Paralelamente, os memorandos de entendimento bilaterais entre supervisores concluídos na vigência do CNSF integram compromissos i) quer em sede de partilha de informações, ii) quer em sede de coordenação de certas atuações, iii) quer, muito particularmente, no que respeita à gestão de situações de crise, que se revestem, globalmente, de um grau muito elevado grau de generalidade e de formalismo, encontrando-se, assim, longe de assegurar, em termos materiais e efetivos, uma base permanente de cooperação técnica em matérias específicas, nucleares, de supervisão financeira, prevenindo quer sobreposições de atuação, quer, de modo ainda mais importante, lacunas na intervenção dos supervisores.

**145** Um segundo tipo de limitações a condicionar o alcance da atuação do CNSF diz respeito à indefinição dos domínios necessários de coordenação entre supervisores e de níveis mínimos de partilha de informação, o que tende a tornar esses aspetos excessivamente dependentes de abordagens casuísticas por parte de cada uma das autoridades de supervisão.

**146** Na verdade, não existe qualquer tipificação legal de matérias específicas que, pela sua relevância transversal a todo o sistema financeiro, exijam a intervenção do CNSF num quadro que se assemelhasse ao que se verifica em termos de arquitetura europeia de supervisão financeira.

**147** Pensamos aqui, designadamente, na previsão de um comité conjunto de autoridades europeias de supervisão [Autoridade Bancária Europeia (*EBA*), Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (*ESMA*) e Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (*EIOPA*)] e na tipificação material nos Regulamentos referentes a cada uma dessas autoridades de um conjunto mínimo de matérias em que essa instância assegura uma “cooperação regular e estreita” entre aquelas três autoridades europeias em ordem a “garantir a coerência intersectorial.” [como se

verifica no artigo 54.º do Regulamento relativo à criação da *EBA* (Regulamento (EU) n.º 1093/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010, JOCE n.º L 331/12, de 15.12.2010)].

**148** Esta indefinição e o grau de extrema generalidade na formulação das atribuições e competências do CNSF, insuscetíveis de serem efetivamente compensados em sede de *soft law* e de procedimentos informais – muito orientados para uma articulação de atuações entre as três autoridades de supervisão congregadas no CNSF ditada de modo casuístico pela agenda legiferante da UE – não contribui para prevenir tensões ou potenciais situações de menor articulação de atuação desses supervisores.

**149** Uma projeção dos riscos gerais subjacentes ao modelo *Twin Peaks* analisados em pontos precedentes no contexto concreto do sistema financeiro Português e da sua supervisão, conduz à identificação de razões seja de índole predominantemente estrutural, seja de índole predominantemente conjuntural, que põem em causa reformas mais radicais da arquitetura nacional de supervisão (designadamente através da adoção do modelo *Twin Peaks*) e que militam a favor de uma evolução mais contida e gradual do modelo nacional de supervisão financeira através de uma transformação do CNSF que corrija os dois tipos de insuficiências – já *supra* referenciadas – associadas à sua fraca institucionalização.

**150** Esta reforma centrada na transformação do CNSF – que se reputa essencial – pode coadunar-se com outros ajustamentos do modelo nacional de supervisão que aprofundem certas componentes híbridas ou compósitas que este modelo já veio incorporando ao longo dos últimos anos. Tal poderá verificar-se, designadamente, através de um eventual aprofundamento do movimento já iniciado de expansão ou reforço de competências de supervisão em ótica comportamental de produtos financeiros transacionados em mercados de valores, independentemente do tipo de

instituição interveniente na sua comercialização (como já referido *supra*, Conclusão 20).

**151** Tratar-se-ia, aí, de reforçar a dimensão híbrida já existente no modelo nacional (setorial) de supervisão financeira com uma maior componente funcional de supervisão por tipo de atividade, neste caso atividade realizada em mercados de valores, ou podendo, mesmo, contemplar-se, já noutra patamar qualitativo, uma expansão da competência de supervisão comportamental de produtos financeiros diversos ainda que não transacionados em mercado de capitais, ao nível do vértice institucional do sistema nacional de supervisão em que tal ótica de supervisão comportamental já é dominante, sem por em causa a matriz predominantemente setorial que preside à organização tripartida desse modelo de supervisão e assim contendo os custos de transição resultantes de reformas mais drásticas desse modelo.

**152** Esta possível variante de reforma do modelo nacional de supervisão poderia, assim, em síntese, traduzir-se num reforço, em certo grau, de funções de supervisão comportamental de múltiplos produtos financeiros ao nível do supervisor à partida mais vocacionado para tal dimensão – a partir das suas funções originárias de proteção dos consumidores de serviços financeiros nos mercados de capitais – desde que tal ajustamento fosse combinado,

- i) por um lado, com uma coordenação efetiva dessa vertente de escrutínio de produtos financeiros diversos ao nível do CNSF como área de intervenção obrigatória deste organismo (nos termos contemplados *infra*, nas Conclusões 176 a 179, no quadro de propostas *de iure condendo* de transformação do CNSF),
- ii) e, por outro lado, com um reflexo aprofundamento do escrutínio das consequências prudenciais da transação de tais produtos financeiros para as instituições envolvidas (ao nível dos dois supervisores setoriais dessas instituições, sem prejuízo da sua participação, noutra plano, na coordenação

mais efetiva da vertente de escrutínio comportamental de produtos financeiros diversos que passaria a existir como área obrigatória de atuação do CNSF, nos moldes acima referidos).

**153** Em qualquer caso, essa possível variante paralela de ajustamento do modelo nacional de supervisão financeira, contemplando algum maior reforço ou concentração de elementos de supervisão comportamental num dos três pilares institucionais desse modelo, cuja matriz tripartida seria mantida, deveria sempre inserir-se nas grandes tendências internacionais que se identificaram em sede de estudo comparado das arquiteturas de supervisão financeira. Reportamo-nos aqui, concretamente, à tendência essencial no sentido de um crescente desenvolvimento de modelos híbridos ou compósitos de supervisão financeira. Paralelamente, e correspondendo também às mesmas tendências internacionais de fundo, o eixo de uma tal reforma deverá sempre passar pelo reforço da vertente de coordenação das funções de supervisão no centro do sistema, o que, no caso Português, passará pelo reforço institucional, a vários títulos, do CNSF.

**154** Tomando ainda como ponto de partida para a análise de possíveis ou desejáveis reformas do modelo nacional de supervisão financeira o contexto concretamente existente em Portugal, justifica-se ainda, numa outra perspetiva, considerar razões predominantemente conjunturais que militam a favor de reformas mais graduais e contidas desse modelo, a par de razões estruturais.

**155** Essas razões conjunturais relacionam-se com dificuldades e riscos desproporcionados inevitavelmente associados à ponderação de modelos de supervisão assentes numa especialização por objetivos (prudenciais e comportamentais) numa fase imediatamente subsequente a uma crise importante em instituições de importância sistémica. Na verdade, uma crise com esses contornos, que se seguiu a outras situações de tensão no sistema

financeiro nacional, tende, por natureza, a exacerbar a tensão já normalmente existente entre a área de supervisão comportamental e a área de supervisão prudencial. Reportamo-nos aqui à recente crise BES / GES e a anteriores crises relativas à Sociedade Lusa de Negócios (BPN) e ao Grupo Rentipar / Banif, levando a problemáticas intervenções públicas.

**156** Este contexto particular contribuiria, com elevado grau de probabilidade, na atual fase de evolução do sistema financeiro nacional e do seu sistema de supervisão, para agudizar de modo exponencial o tipo de tensões entre as vertentes de supervisão comportamental e de supervisão prudencial, em caso de adoção próxima de um modelo *Twin Peaks*. Na realidade, face ao risco importante – muitas vezes sub-avaliado – de externalização dos conflitos de interesses no modelo *Twin Peaks*, com a transposição do conflito interno entre a ótica prudencial e comportamental num supervisor único para um conflito ou tensão entre os dois supervisores especializados nessas duas vertentes, as condições conjunturais hoje prevaletentes no sistema financeiro nacional e no seu enquadramento de supervisão – das quais nunca se pode abstrair – tenderiam a gerar incentivos à materialização desse risco sob formas muito agudas.

**157** Em paralelo, os apreciáveis custos de transição e de eficiência necessariamente associados a reformas mais drásticas e alargadas dos modelos institucionais de supervisão financeira – traduzindo razões estruturais a condicionar reformas mais amplas – mostram-se também conjunturalmente mais problemáticos no rescaldo de situações de crise ou tensão no sistema financeiro. Estas situações aconselhariam a reduzir, tanto quanto possível, os fatores de imprevisibilidade ou aleatórios e os problemas de descontinuidade que, de modo quase inevitável, decorrem da adaptação funcional e técnica a novas estruturas institucionais e orgânicas até uma efetiva estabilização do sistema financeiro.

**158** Complementarmente, esse tipo de custos de transição tende também a agravar-se quando reformas mais drásticas se apliquem a arquiteturas de supervisão cujos respetivos vértices institucionais se apresentam já mais consolidados (em resultado de evoluções anteriores), como sucede em Portugal, diversamente do que ocorre, v.g. na jurisdição vizinha (em Espanha), onde o vértice da supervisão de seguros no modelo setorial aí utilizado nunca conheceu a estabilização e convergência com os outros supervisores setoriais que se verificou em Portugal no final da década de noventa.

**159** Tendo presentes os dois tipos de limitações essenciais identificados quanto à atuação do CNSF e o conjunto de razões, quer estruturais quer conjunturais, que no caso português militam a favor de uma reforma mais contida e gradual do modelo nacional de supervisão, sopesando nesse contexto concreto, com as suas particularidades, os riscos inerentes a transições mais drásticas para modelos de supervisor único ou *Twin Peaks*, importa equacionar os elementos essenciais em que se pode basear uma tal reforma, centrada na transformação do atual CNSF (sem prejuízo de alguns reajustamentos relativos de poderes e esferas de intervenção de cada uma das três autoridades de supervisão).

**160** Ora, à luz da análise precedente e dos aspetos identificados como centrais para uma coordenação equilibrada de diferentes funções de supervisão financeira bem como dos objetivos nucleares de supervisão que lhes estão subjacentes, essa transformação do CNSF deverá ser suportada em três elementos essenciais:

- Em primeiro lugar, a introdução de alterações no estatuto institucional do CNSF orientadas para a criação de uma estrutura técnica permanente neste Conselho com meios suficientes para centralizar, de modo estável, uma coordenação efetiva de funções de supervisão que permaneçam essencialmente sedeadas nas três autoridades de supervisão existentes.

- Em segundo lugar, no quadro de um tal ajustamento do estatuto institucional do CNSF, proceder a uma tipificação legal de áreas de atuação necessária do CNSF.
- Em terceiro lugar, igualmente no quadro desse ajustamento do estatuto institucional do CNSF, proceder a uma alteração da estrutura orgânica e dos mecanismos e processos decisórios internos do Conselho, por forma a assegurar maior continuidade dos trabalhos do Conselho e maior equilíbrio entre as três autoridades de supervisão aí congregadas, bem como, reflexamente, uma sua maior co-responsabilização na coordenação de funções de supervisão e nas ações daí resultantes.

**161** Estes três eixos de uma reforma centrada na transformação do CNSF não se traduzem, de modo algum, na introdução de mais uma autoridade de supervisão na arquitetura nacional de supervisão financeira, com as consequentes consequências em termos de complexidade e dificuldades de articulação ou até de responsabilização *lato sensu* dos atores dessa supervisão financeira. O que se encontra em causa numa reforma com esses contornos será reforçar uma estrutura de coordenação eficaz e permanente, que representará essencialmente uma emanação das três autoridades existentes.

**162** Essa estrutura intermédia emanando das autoridades existentes deverá conhecer o reforço de institucionalização necessário para, sem ganhar uma existência *a se* (dissociada das autoridades aí congregadas), atuar como uma dimensão compósita no seio do modelo nacional de supervisão, assumindo aí um papel central de coordenação, dando corpo às mais recentes tendências observadas em sede de evoluções de arquiteturas de supervisão financeira nas várias jurisdições.

**163** Um dos eixos essenciais do reforço do papel de coordenação de funções de supervisão financeira do CNSF implicará dotar este organismo de uma estrutura técnica permanente, deixando o Conselho de

estar inteiramente dependente de grupos de trabalho avulsamente constituídos e de outros apoios técnicos avulsos, assegurados de forma casuística por parte das três autoridades de supervisão, e de um mero secretariado, essencialmente logístico, assegurado pelo Banco de Portugal.

**164** Estaria aqui em causa uma estrutura técnica permanente estabelecida de modo muito seletivo por forma a apresentar um nível especialmente elevado de qualificação técnica, conquanto muito ligeira em termos quantitativos, e flexível. Embora mais do que um formato institucional possa assegurar, em tese, formalmente tal afetação de uma mínima estrutura técnica permanente ao CNSF, o modo mais consistente para o concretizar, e também para assegurar áreas permanentes obrigatórias de intervenção do Conselho, envolverá *de iure condendo* a transformação do CNSF numa pessoa coletiva de direito público, como entidade administrativa independente, com regime especial nos termos contemplados no artigo 48.º, n.º 1, al f) da Lei-Quadro dos Institutos Públicos e não sujeita à Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras (em consonância com a não inclusão no perímetro dessa Lei-Quadro do Banco de Portugal, como uma das autoridades de supervisão congregadas no CNSF).

**165** Em paralelo, essa maior institucionalização do CNSF deverá ser concebida como funcionalmente dirigida a suportar uma estrutura técnica permanente capaz de assegurar, em matérias específicas previamente delimitadas, o funcionamento contínuo de comités executivos temáticos e grupos de trabalho. Estes deverão ser parcialmente enquadrados por tal estrutura permanente de um renovado CNSF, embora essencialmente integrados por membros das três autoridades setoriais de supervisão.

**166** No plano orçamental, esse CNSF reforçado mas continuando a representar largamente uma emanação institucional das três autoridades de supervisão financeira, deverá, numa lógica financeira consistente

com essa ideia de uma entidade administrativa subsidiária de tais autoridades de supervisão, ter a sua atuação suportada em contribuições financeiras obrigatórias de cada uma dessas autoridades (sem dependência, enquanto tal, do orçamento de Estado).

**167** Um segundo eixo essencial do reforço do papel de coordenação de funções de supervisão financeira do CNSF implicará a previsão e especificação na lei de áreas de atuação necessária do CNSF, quer na vertente prudencial quer na vertente comportamental, indo além das atuais funções muito genéricas de coordenação e troca de informações e pareceres deste Conselho na sua presente configuração, e, também, indo além, do grau e tipo de compromissos muito genéricos resultantes dos atuais protocolos bilaterais de cooperação entre as três autoridades setoriais de supervisão financeira.

**168** Para uma análise crítica *de iure condendo* de uma possível tipificação dessas áreas de intervenção obrigatória do CNSF será interessante tomar em consideração o tipo de matérias em que intervém o comité conjunto das autoridades europeias de supervisão financeira, nos moldes especificados no artigo 54.º, n.º 2 do Regulamento *EBA*, já cit. e noutras disposições correspondentes nos Regulamentos *EIOPA* e *ESMA*.

**169** Paralelamente, essa tipificação de áreas de intervenção obrigatória do CNSF deverá ser associada a uma coordenação executiva das mesmas por parte de cada uma das autoridades de supervisão congregadas no Conselho, envolvendo em algumas matérias a atribuição numa base fixa dessa coordenação e, quanto a outras matérias, a atribuição de tal coordenação numa base rotativa entre essas autoridades de supervisão (sem prejuízo do apoio assegurado pela estrutura técnica permanente do próprio CNSF, a criar nos termos do modelo que aqui delineamos).

**170** Tal deverá resultar da criação de um segundo nível de estrutura orgânica no CNSF, essencialmente executivo.

**171** Noutro plano, este processo de reforço de institucionalização do CNSF – com especificação de áreas obrigatórias de intervenção desta entidade – deverá contemplar, a par de um domínio de supervisão micro-prudencial e comportamental, um segundo domínio essencial correspondente à supervisão macro-prudencial e estabilidade financeira.

**172** Este segundo domínio de intervenção do CNSF deverá resultar de um reforço de funções e do grau de intervenção do CNSF no plano da supervisão macro-prudencial e, também, num plano mais lato de garantia de estabilidade financeira, passar a incluir áreas que extravasam já a supervisão financeira mas se apresentam conexas ou relevantes para a mesma, em especial aspetos da resolução bancária.

**173** Tal evolução deverá ser associada a um quadro de possível reajustamento de domínios de intervenção das três autoridades setoriais em áreas não estritamente de supervisão e passíveis de autonomização, com destaque para uma reorganização institucional e orgânica da função de resolução bancária.

**174** Tendo presente esta perspetiva sistemática, importa numa ótica *de iure condendo*, especificar, sucessivamente, a propósito do i) domínio de supervisão micro-prudencial e comportamental e do ii) domínio relativo à supervisão macroprudencial e estabilidade financeira, um conjunto de matérias a serem legalmente tipificadas como áreas obrigatórias de intervenção do CNSF, sem prejuízo de outras áreas de intervenção a título permanente deste Conselho que fossem estabelecidas pelo órgão superior de decisão a criar nesse Conselho reestruturado.

**175** Uma primeira área obrigatória de intervenção do CNSF reestruturado deverá corresponder ao acompanhamento em geral da supervisão de conglomerados financeiros e de grupos empresariais presentes em mais do que um subsector financeiro, mesmo

que não estritamente subsumíveis na categoria emergente do direito da UE de “conglomerado”.

**176** Uma segunda área obrigatória de intervenção do CNSF deverá compreender o acompanhamento numa ótica comportamental de produtos financeiros complexos (no sentido previsto no Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de novembro, através do qual se procurou reforçar a intervenção coordenadora nesse plano do CNSF, conquanto em moldes que se terão revelado ainda muito insuficientes ou lacunares) e, mais latamente, de produtos de investimento de retalho (no sentido em que os mesmos são previstos, também, como matéria específica de intervenção do Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão de acordo com o n.º 2, quarto travessão, do artigo 54.º do Regulamento *EBA*, cit., e das disposições correspondentes do Regulamento *EIOPA* e do Regulamento *ESMA*).

**177** Tratar-se-á de assegurar uma visão integrada ou transversal sobre o escrutínio comportamental de produtos financeiros, permitindo um controlo adequado dos principais riscos de conduta associados a tais produtos, *maxime* envolvendo práticas de *mis-selling* ou de *self-placement*, estabelecendo e desenvolvendo, em moldes coordenados, metodologias de supervisão comportamental mais interventiva neste domínio.

**178** Estariam para tal em causa, à luz das melhores práticas internacionais, que se vem desenvolvendo neste domínio, atuações através de:

- i) reforço de processos relativamente padronizados de fiscalização prévia de informação pré-contratual combinada com certos tipos específicos de ações de supervisão como, *v.g.*, a utilização do denominado cliente-mistério;
- ii) a diversificação de modalidades de ações de inspeção em registo mais intrusivo e frequente, conquanto baseado em fatores de amostragem previamente delimitados pelos supervisores, em especial com enfoque em certos elementos das estratégias de distribuição dos produtos;

iii) ou o reforço de ações de supervisão dirigidas à verificação de meios eficazes de controlo interno e de governo do processo decisório referente à conceção de produtos de investimento e sua colocação no mercado, em ordem a detetar tempestivamente riscos importantes de *mis-selling*, na linha dos princípios delineados na Posição Conjunta e Orientações em matéria de *manufacturers' product oversight and governance processes* do Comité Conjunto de Autoridades Europeias de Supervisão Financeira.

**179** Sem prejuízo de em relação a esta nova área de intervenção obrigatória do CNSF se contemplar o respetivo acompanhamento em ótica predominantemente comportamental por um subcomité executivo nesse CNSF reestruturado, a ser coordenado por uma das autoridades congregadas no Conselho – de acordo com um nova estrutura orgânica a ser referida nos pontos subsequentes deste Sumário Executivo – esse tipo de acompanhamento reforçado e transversal de produtos de investimento deverá permitir, também, maiores sinergias e interação entre tal perspetiva comportamental e as potenciais consequências prudenciais da verificação de certos riscos de conduta quanto a determinados produtos.

**180** Tratar-se-á de criar um quadro de sinergias e de interação – sem lacunas ou descontinuidades de acompanhamento em função dos diversos tipos de produtos – gerando elementos que permitam transitar de uma perspetiva de proteção do consumidor face ao produto para a tutela da confiança do público na instituição financeira envolvida na respetiva transação, em ordem a prevenir e controlar – num plano eminentemente prudencial – apreciáveis riscos reputacionais que possam ser gerados para essa instituição (prevenção e controlo que deverá ser continuamente assegurada pelo supervisor que exercer as principais responsabilidades de supervisão prudencial da instituição em causa, conquanto beneficiando da interligação ao nível do CNSF com o acompanhamento transversal comportamental de produtos de investimento que aqui deixamos sinteticamente delineado).



**181** Uma terceira área obrigatória de intervenção do CNSF deverá incluir o estabelecimento e revisão periódica de requisitos de *senior management regime – accountability* – requisitos comuns aos níveis de topo da gestão de instituições financeiras nos vários sub-setores do sistema financeiro (em moldes a tipificar), na linha dos *Supervisory statements* da *Prudential Regulatory Authority* (do Banco de Inglaterra) sobre *senior management functions* (executivos e não executivos) e sua *accountability*.

**182** Uma quarta área obrigatória de intervenção do CNSF deverá incluir a supervisão de entidades externas de fiscalização de instituições financeiras, em especial auditores, mas compreendendo também, v.g., atuários (no domínio segurador). A falta de uma intervenção supervisora coordenada quanto à qualidade e aos padrões da auditoria externa de grupos financeiros e um acompanhamento menos partilhado do acompanhamento desses padrões pelo conjunto dos supervisores pode, na verdade, gerar incentivos incorretos em termos do interface operacional entre esses auditores externos e os supervisores financeiros.

**183** Acresce que mostrando-se importante uma metodologia mais interventiva de relacionamento dos supervisores financeiros com estes auditores – face a algumas falhas recentes extremamente negativas do controlo de grupos financeiros por parte de auditores externos – a eficácia da mesma dependerá, em larga medida, da capacidade para desenvolver numa base transversal a todo o setor financeiro uma tal metodologia, o que justifica claramente que esta constitua uma área comum obrigatória de intervenção do CNSF, assegurando um interface tanto quanto possível coordenado do conjunto dos supervisores financeiros com os auditores externos ou outras entidades de controlo externo de instituições financeiras.

**184** Uma quinta área obrigatória de intervenção do CNSF, a assegurar também através de um subcomité executivo

próprio deste Conselho, deverá compreender a programação e articulação conjunta de ações de supervisão presencial junto de instituições financeiras supervisionadas e de planos de atuação nesse domínio. Tal poderá envolver, seja ações conjuntas estabelecidas e concretizadas por intermédio desta área de intervenção do CNSF, seja, sobretudo, ações de supervisão presencial de cada autoridade congregada no Conselho articuladas entre si para prevenir sobreposições ou outras disfunções.

**185** Importará, de qualquer modo, estabelecer e operacionalizar devidamente neste plano uma ressalva clara dos limites que decorrem para tal procedimento nacional de articulação de ações de inspeção ou supervisão dos (novos) poderes próprios de atuação neste domínio, num plano supranacional, por parte do Mecanismo Único de Supervisão Bancária no quadro do Banco Central Europeu em sede de supervisão bancária [quanto a instituições de crédito significativas sujeitas a sua supervisão direta e em relação às quais o supervisor bancário nacional atua no presente através de equipas conjuntas de supervisão (as denominadas *Joint Supervisory Teams – JST*)].

**186** Uma sexta área obrigatória de intervenção do CNSF deverá incluir as medidas de combate ao branqueamento de capitais, envolvendo aqui um paralelo com as matérias especificadas entre as áreas de intervenção contempladas para o Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão.

**187** Uma sétima área obrigatória de intervenção do CNSF poderá compreender o desenvolvimento e enquadramento de um sistema integrado de informação regulatória e de supervisão, conquanto se trate de matéria que exigirá ainda passos consideráveis para uma verdadeira abordagem integrada. Aqui incluirão, designadamente, procedimentos tendentes à definição de obrigações mínimas de troca de informação ao nível do CNSF por parte das três autoridades setoriais aí representadas, com previsão de revisão periódica desses tipos de obrigações mínimas

de partilha de informação (por forma a acompanhar a evolução do mercado) e previsão específica de obrigações particulares de troca de informação em caso de crise ou problemas de certas instituições financeiras, delimitados mediante a verificação de certos indicadores de alerta nesse sentido, a definir para o efeito.

**188** Noutra vertente, e indo além do plano microprudencial e de supervisão comportamental, justificar-se-á que a reforma aqui contemplada do CNSF reforce consideravelmente o papel deste Conselho no domínio macroprudencial [como organismo melhor aparelhado para esse efeito do que o Conselho Nacional para a Estabilidade Financeira (CNEF)], deixando o CNSF de ser um organismo meramente consultivo (diversamente do que foi consagrado na reforma de 2013) e passando a poder aprovar – com intervenção mais ativa dos outros supervisores e de outras entidades – orientações neste domínio, a serem desenvolvidas e concretizadas pela autoridade nacional de supervisão macroprudencial que continuaria a ser o BP.

**189** No quadro deste segundo pilar de um CNSF reestruturado, envolvendo uma maior institucionalização de uma grande sub-área de estabilidade em geral do sistema financeiro, justifica-se ainda equacionar, para além de um reforço de funções e grau de intervenção do CNSF em sede de supervisão macroprudencial, uma maior intervenção deste Conselho na prossecução de objetivos mais latos de estabilidade financeira, por forma a compreender também áreas que extravasam já a supervisão financeira mas se apresentam conexas ou relevantes para a mesma, incluindo em especial aspetos da resolução bancária.

**190** Tal envolve um reposicionamento do CNSF reestruturado no centro do sistema nacional de supervisão, no quadro mais vasto de um possível reajustamento de domínios de intervenção das três autoridades nacionais que compõem esse sistema em áreas não estritamente de supervisão e

passíveis de autonomização, particularmente no que respeita ao reajustamento da intervenção do Banco de Portugal nas matérias de resolução.

**191** Para tanto, impõe-se ponderar as possíveis opções neste domínio que se mostrem compatíveis com o quadro geral de requisitos estabelecidos na legislação europeia, corporizando uma dupla exigência, i) por um lado, de estreita articulação e interação funcional entre autoridades de supervisão e de resolução e, ii) por outro lado, de independência operacional e prevenção de conflitos de interesses, a assegurar através de “medidas estruturais adequadas” nos termos do artigo 3.º, n.º 3 da Diretiva 2014/59/UE (relativa à recuperação e resolução de instituições de crédito e empresas de investimento).

**192** Em termos sintéticos, face a esta dupla exigência dos normativos da UE, têm prevalecido na *praxis* dos vários Estados-Membros neste domínio três opções essenciais:

- Uma primeira opção a) corresponde à solução adotada em Espanha, de criação de uma autoridade nacional de resolução distinta da autoridade de supervisão prudencial bancária, esteja esta situada ou não no banco central.
- Uma segunda opção paradigmática b) corresponde à solução adotada em França, de criação de uma autoridade nacional de resolução sediada no banco central (que atua também como supervisor bancário prudencial), mas como verdadeiro ente subsidiário e com nível muito reforçado de autonomia, que se consubstancia, designadamente, num conselho próprio no quadro do Banco de França – *Collège de résolution* face a um distinto *Collège de supervision*. Trata-se de um modelo algo *sui generis* de estabelecimento de uma instituição no seio de outra instituição, mas que envolve inegavelmente um grau muito superior de autonomia por comparação, *v.g.*, com o modelo adotado no ordenamento português.

- Uma terceira opção paradigmática c) corresponde à solução presentemente consagrada no ordenamento português, nos termos da qual, as funções de autoridade de resolução nacional foram integralmente atribuídas ao BP, compreendendo um complexo aglutinado de poderes de resolução preventivos e poderes de resolução executivos, incluindo-se nestes últimos os poderes “de aplicar medidas de resolução e determinar a eliminação de potenciais obstáculos à aplicação de tais medidas” e devendo ser assegurada autonomia a essa área de atuação dentro do Banco, mas sem o tipo e a intensidade de garantias materiais específicas dessa autonomia que foi contemplado no sistema francês.

**193** Neste contexto, e cotejando as opções alternativas de referência que vêm sendo utilizadas neste domínio pelos Estados-Membros da UE, dentro da margem de escolha que lhes é consentida pela legislação europeia, consideramos que existem vantagens importantes em opções como as utilizadas no caso espanhol e no caso francês.

**194** Na verdade, face aos riscos muito significativos associados a um conflito de interesses – normativamente relevado ou assumido na legislação europeia em vigor – entre funções de resolução na sua componente executiva (uma vez desencadeado o procedimento de resolução na base de condições que são essencialmente despoletadas pelo supervisor bancário) e o núcleo das funções de supervisão prudencial, justifica-se conferir uma apreciável intensidade à separação entre as esferas de intervenção de resolução (*maxime* nessa sua parte executiva) e de intervenção de supervisão.

**195** Esse grau de intensidade na garantia de tal separação é obtido de forma mais radical na solução Espanhola de completa separação institucional, mas é também concretizado em moldes menos extremos na solução francesa, afigurando-se, pois, que ambas se mostram preferíveis ao modelo atualmente consagrado em Portugal. Poder-se-á,

mesmo, considerar, ponderando em abstrato as vantagens e riscos inerentes a cada solução, que a opção acolhida em França representará porventura o melhor equilíbrio neste domínio.

**196** Na verdade, essa opção compatibiliza “sinergias” entre o exercício das funções de resolução e de supervisão – mediante um canal privilegiado de fluxos de informação e de avaliações de aspetos cuja ponderação está insita na interação necessariamente muito intensa entre aquelas funções – com uma efetiva separação e ausência de confusão de planos orientada para prevenir conflitos de interesses. Daí resulta, também, a vantagem complementar de não acrescentar complexidade institucional ao sistema com a criação de mais uma entidade completamente distinta, embora a criação de uma entidade distinta replique a estrutura criada no quadro da arquitetura institucional europeia, com a separação entre o Mecanismo Único de Supervisão Bancária e o Conselho Único de Resolução (CUR / SRB), adotando-se aí mecanismos *ad hoc* para garantir uma necessária interação e cooperação estreitas entre essas entidades (designadamente, através do memorando de entendimento entre o BCE e o CUR / SRB, de 22 de dezembro de 2015).

**197** Em contrapartida, podem opor-se a essas vantagens teóricas de um maior equilíbrio associado à solução francesa eventuais elementos de contexto ou dinâmicas institucionais em cada jurisdição que introduzam dificuldades em operacionalizar com a maior eficácia um modelo de funcionamento de uma instituição autónoma dentro de outra instituição. Essas dificuldades tendem a avulmar-se caso este tipo de figurino institucional, com os delicados equilíbrios que comporta, não esteja previamente testado na *praxis* institucional de determinada jurisdição (aumentando então os riscos para gerar uma prática institucional satisfatória nesse domínio e avultando, pelo contrário, as vantagens da maior clarificação institucional dirigida à prevenção de conflitos de interesses que caracteriza a solução adotada em Espanha).

**198** Já em sentido diverso, a solução presentemente acolhida em Portugal parece menos adequada para encontrar o necessário equilíbrio entre, por um lado, a profunda interação operacional ligando as funções de resolução e de supervisão e, por outro lado, a prevenção de conflitos de interesses entre as mesmas, que tendem a afetar negativamente a supervisão, justificando-se *de iure condendo* uma transição ou para a solução utilizada em França ou para a solução utilizada em Espanha (sopesando no contexto concreto nacional o tipo de vantagens e riscos diferenciados dessas opções).

**199** Em qualquer caso, uma reorganização ou recomposição institucional ou orgânica como a que aqui se preconiza deverá ter repercussões em termos de representação (*lato sensu*) da função de resolução no pilar do CNSF correspondente à estabilidade financeira.

**200** Assim, face a uma reorganização desse tipo, que temos como desejável *de iure condendo*, sob a forma de uma das duas opções alternativas que acima se expuseram, duas soluções tenderão a configurar-se para tal representação da função de resolução nesse pilar do CNSF:

- i) ou o presidente de uma futura autoridade nacional distinta de resolução, em caso de adoção de uma solução próxima da consagrada em Espanha;
- ii) ou um representante de um novo conselho específico de resolução no BP, com maior autonomia e diferenciação institucional em relação ao Banco – concretamente, um membro externo ao BP nesse conselho – em caso de adoção de uma solução próxima da consagrada em França,

deverão integrar o órgão de topo de um CNSF reestruturado, quando este funcionar na sua composição respeitante ao pilar da estabilidade financeira e supervisão macroprudencial.

**201** O terceiro eixo da reforma aqui preconizada para o CNSF envolve uma alteração da estrutura orgânica e dos

mecanismos e processos decisórios internos do Conselho, por forma a assegurar maior continuidade dos trabalhos do Conselho e maior equilíbrio entre as três autoridades de supervisão aí congregadas, bem como, reflexamente, uma sua maior co-responsabilização na coordenação de funções de supervisão e nas ações daí resultantes.

**202** Nesse quadro, admitimos que se justificará uma solução mista para a estrutura orgânica e a correspondente coordenação do CNSF e das suas áreas de atividade. Tratar-se-á de uma solução em que o Banco de Portugal deixe de assumir exclusivamente a liderança ou coordenação do CNSF (como se verifica no atual figurino), sem prejuízo de o Governador do Banco de Portugal coordenar o órgão cimeiro de um CNSF reformado como nova pessoa coletiva pública nova. Assim, o processo de institucionalização do CNSF que se propõe deverá implicar a existência de dois níveis orgânicos de funcionamento deste Conselho, como decorrência natural (orgânica) dessa nova realidade institucional.

**203** Pensamos num primeiro nível orgânico correspondente a um Conselho Geral do novo CNSF, equivalendo, de algum modo, ao nível atual dos membros permanentes do Conselho (na configuração do regime presentemente em vigor), cuja presidência seria assegurada pelo Governador do Banco de Portugal. Complementarmente, a maior estruturação institucional do CNSF reformado justificará um segundo nível orgânico, correspondente a um Comité Executivo cuja coordenação seja rotativamente assumida pelos presidentes das três autoridades nacionais de supervisão financeira.

**204** Consideraríamos aqui um princípio de rotação semestral nessa coordenação do Comité Executivo, traduzindo uma solução com algum paralelismo com o regime consagrado em relação ao Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão Financeira. Este segundo nível orgânico, relativo ao novo Comité Executivo, deverá constituir o verdadeiro centro operacional de

funcionamento de um CNSF reestruturado, cabendo ao Conselho Geral o estabelecimento de grandes linhas e prioridades de atuação do CNSF, bem como a confirmação de certas deliberações com maior peso institucional, sob proposta inicial do Comité Executivo (v.g. a apresentação de propostas legislativas conjuntas, a criação de novas áreas temáticas de intervenção do CNSF para além daquelas que se encontrem tipificadas na lei a cada momento, ou o exercício formal de alguns poderes jurídicos vinculativos afetando terceiros e que sejam, de modo muito limitado, atribuídos ao novo CNSF).

**205** Paralelamente, no segundo nível orgânico do Comité Executivo justificar-se-á prever a existência de subcomités (equivalendo a sub-estruturas orgânicas), coordenados em geral por aquele Comité. A função essencial desses subcomités executivos será a de enquadrar funcionalmente as diversas áreas obrigatórias de intervenção do CNSF a serem tipificadas na Lei (além de outras áreas de trabalho que o Conselho Geral decida criar a título permanente ou com duração limitada, podendo originar também subcomités próprios de acompanhamento).

**206** Também a este nível de estruturação orgânica se admite ser vantajoso contemplar uma solução mista, favorecendo o equilíbrio institucional que se toma como um elemento decisivo para um efetivo comprometimento funcional das autoridades de supervisão financeira no CNSF (corrigindo alguns desequilíbrios institucionais originários que, de algum modo, não favoreceram um maior envolvimento dessas autoridades no CNSF).

**207** No quadro dessa solução mista, alguns subcomités – em determinadas matérias – teriam um coordenador fixo designado por uma das três autoridades de supervisão. Tal significa que o novo regime legal do CNSF deverá especificar determinadas áreas de intervenção obrigatória do Conselho em que caberá de modo fixo a certa autoridade indicar um seu representante para coordenar o respetivo subcomité executivo.

**208** Em contrapartida, noutras áreas de intervenção obrigatória do CNSF a respetiva coordenação ao nível dos subcomités executivos correspondentes não seria atribuída em termos fixos, *ope legis*, a cada autoridade, mas seria assegurada numa base rotativa por representantes de cada uma das autoridades de supervisão a indicar pelas mesmas para os vários períodos em causa.

**209** Noutro plano, esta estrutura orgânica deverá também integrar um Secretário-Geral permanente do CNSF, nomeado pelo Governo através de Resolução do Conselho de Ministros e obrigando à sua audição pela Assembleia da República. A esse Secretário-Geral, respondendo perante o Conselho Geral e a Comissão Executiva, justifica-se atribuir funções gerais de coordenação dos quadros técnicos próprios (permanentes) do CNSF, os quais deverão apoiar de modo continuado os trabalhos dos vários subcomités executivos (de acordo com programações periodicamente estabelecidas para o efeito).

**210** Noutra perspetiva, considerando que o CNSF reformado integraria um segundo pilar essencial correspondente a uma área de garantia de estabilidade financeira e supervisão macroprudencial, o Conselho Geral deste novo CNSF deverá apresentar uma composição especial para essa área de estabilidade financeira.

**211** Essa composição especial deverá envolver, além do Governador do Banco de Portugal e dos Presidentes das outras duas autoridades de supervisão, um representante do Ministério das Finanças, da autoridade de resolução (na nova configuração orgânica que esta possa vir a apresentar) e um determinado número de membros externos, a serem designados pelo Governo através de Resolução do Conselho de Ministros, com audição prévia da Assembleia da República e das três autoridades de supervisão financeira, de entre personalidades de reconhecida competência e especialização na matéria, (na linha da introdução em instâncias com funções em matéria de supervisão macroprudencial de uma sensibilidade

própria de especialistas externos, não comprometidos em funções governamentais ou nas autoridades de supervisão, que é contemplada, embora com contornos formais distintos, quer no Reino Unido, quer em França).

**212** A institucionalização ora proposta para o CNSF e o seu correspondente reflexo na estrutura orgânica preconizada nos pontos precedentes deste Sumário Executivo obriga, também, a equacionar a questão do tipo e extensão de poderes públicos que possam ser atribuídos ao novo Conselho, como nova entidade administrativa independente, embora representando essencialmente uma emanção das três autoridades de supervisão (uma vez que o seu Conselho Geral reproduz as lideranças desses três supervisores).

**213** Considerando que um novo CNSF, nos moldes aqui preconizados, seria, apesar do reforço institucional em causa, uma entidade subsidiária das três autoridades de supervisão, afigura-se adequado que os poderes juridicamente vinculativos que lhe sejam atribuídos se mostrem limitados.

**214** Nesse quadro, as iniciativas estabelecidas por força da intervenção do CNSF seriam preferencialmente materializadas através do exercício dos poderes próprios das três autoridades congregadas no Conselho.

**215** De qualquer modo, admite-se que, a título excecional, se tal se mostrar necessário em certo tipo de intervenções no setor financeiro (*maxime*, à luz de princípios de necessidade e proporcionalidade), o CNSF possa dispor dos seguintes tipos de poderes:

a) poder de emitir normas regulamentares próprias, ressalvando sempre na área bancária a sua limitação a instituições ainda sujeitas a supervisão direta do BP e não interferindo na área própria de intervenção do MUS (BCE) quanto a instituições de crédito significativas (sujeitas a supervisão direta do MUS), e importando também ressaltar, para evitar sobreposições, que, mesmo nas instituições de crédito não significativas existe alguma possibilidade de intervenção do MUS, por

força do artigo 6.º, n.º 5, b) do Regulamento (UE) n.º 1024/2013 (Regulamento relativo ao MUS);

b) poder de emitir certas injunções a instituições financeiras – envolvendo reflexamente a obrigatoriedade para estas de adotar certas medidas – como sucede com o *Haut Conseil de Stabilité Financière (HCSF)* (em França desde 2013), que em domínios ligados à estabilidade do sistema financeiro detém poderes jurídicos vinculativos próprios e não relativos a meras recomendações ou orientações;

c) poderes diretos de solicitação de informações a certas entidades, embora em regra esse poder deva ou possa ser exercido satisfatoriamente através das três autoridades de supervisão congregadas no CNSF.

**216** A solução regra deverá corresponder à aprovação por parte do CNSF de diretrizes com vista a propor a adoção de normas regulamentares, de injunções ou outras atuações por parte dos três supervisores congregados no CNSF, ao abrigo dos seus poderes próprios.

**217** Em termos da envolvente europeia, como elemento condicionador de reformas do modelo de supervisão financeira em Portugal, importa ter presente que se verificou uma verdadeira mudança de paradigma em dois tempos.

**218** Tal sucedeu com a criação em 2010 da *EBA*, *EIOPA* e *ESMA* e com o desenvolvimento subsequente da União Bancária e a criação do MUS desde 2013-2014. Foram, assim, profundamente alterados as perspetivas e a envolvente europeias entre esses dois momentos charneira de evolução da arquitetura regulatória e de supervisão na UE.

**219** Deste modo, o quadro de expectativas razoáveis que teria cabimento ponderar quanto a tal envolvente europeia nesse espaço de tempo intermédio (2010-2014), para efeitos de planeamento de reformas de modelos nacionais de supervisão, foi também drasticamente modificado.



**220** No contexto da criação do MUS e de outros pilares da União Bancária concorrem um conjunto de aspetos que, combinados entre si, geram uma nova dimensão complexa de coordenação de múltiplos elementos de supervisão bancária, os quais ultrapassam a mera esfera dos poderes de supervisão direta do MUS quanto a instituições de crédito significativas.

**221** Esta dimensão acaba por condicionar mais fortemente, em termos supranacionais, o exercício de funções de supervisão bancária pelas autoridades dos Estados-Membros e torna operacionalmente mais difícil a constituição *ex novo* de autoridades de supervisão que integrem essas funções de supervisão bancária com outros segmentos de supervisão financeira não sujeitos ao mesmo tipo de coordenação e intervenção supranacional europeia (o que sempre obrigaria, também, a separar orgânica e funcionalmente esses diferentes segmentos de supervisão, mesmo que estes fossem formalmente integrados na mesma autoridade, com as dificuldades e inconsistências daí resultantes).

**222** É expeável que venham a desenvolver-se dinâmicas de supervisão em que o MUS pretenda, a partir do núcleo dos seus poderes tipificados de atuação (“para fins de supervisão prudencial”) – e ao abrigo de deveres de cooperação previstos no artigo 6.º do Regulamento MUS – obter outras informações e avaliações incorporando elementos de supervisão comportamental. Uma vez mais, tal gera para o específico segmento de supervisão bancária uma dimensão global de intervenção supranacional dificilmente antecipável neste momento em toda a sua extensão.

**223** Nessa conformidade, também neste plano, num cenário hipotético de constituição *ex novo* de autoridades nacionais de supervisão integrando essas funções de supervisão bancária com outros segmentos de supervisão financeira não sujeitos ao mesmo tipo de intervenção supranacional europeia,

acabaria por ser necessário separar orgânica e funcionalmente esses diferentes segmentos de supervisão, ainda que estes fossem formalmente integrados na mesma autoridade, com as dificuldades e inconsistências daí resultantes (em função dos diferentes níveis de intervenção supranacional a que esses segmentos setoriais se encontram sujeitos).

**224** Neste contexto, tendo ainda a mudança de paradigma introduzida com a criação do MUS em 2014 desencadeado possíveis dinâmicas de reforma da arquitetura europeia de supervisão suscetíveis de alargamento a outros segmentos setoriais dessa supervisão (além do bancário), até porque os obstáculos jurídicos a tal alargamento das estruturas supranacionais de supervisão relacionados com a chamada jurisprudência Meroni vêm sendo progressivamente superados, torna-se ainda mais evidente que essa arquitetura europeia não se encontra estabilizada.

**225** Num tal quadro, em que se podem antecipar novos desenvolvimentos próximos neste domínio, afigura-se como solução mais adequada a manutenção de autoridades setoriais de supervisão em Portugal, porventura com alguns ajustamentos dos respetivos poderes e áreas de intervenção nos moldes contemplados em Conclusões precedentes, gerando ou consolidando um verdadeiro modelo híbrido de supervisão na linha das mais recentes tendências internacionais de reforma destes modelos, e, em especial, enquadrando *ex novo* essas autoridades com uma coordenação muito reforçada por parte de um CNSF profundamente reestruturado nos moldes da reforma que aqui se contempla *de iure condendo*.

**226** Essa solução no sentido de uma reforma mais mitigada do modelo de supervisão permite assegurar um sistema nacional de supervisão financeira com características fundamentais de adaptabilidade a futuros desenvolvimentos europeus neste domínio, cujo sentido e contornos importa acompanhar em permanência.





## Bibliografia

- AAW**, *ECB Legal Conference 2015 – From Monetary Union to Banking Union, on the Way to Capital Markets Union – New Opportunities for European Integration*, ECB December, 2015, Frankfurt AM.
- Abrams**, R e **Taylor**, Michael, *Issues in the Unification of Financial Sector Supervision*, No. 213, International Monetary Fund, 2000.
- Abrams**, R e **Taylor**, Michael, *Assessing the Case for Unified Financial Sector Supervision. Current Developments in Monetary and Financial Law*, London School of Economics (UK) Financial Markets Group, 2003, 2, 463.
- Acharya**, Viral e **Richardson**, Mathew, "Causes of the Financial Crisis", in *Critical Review: A Journal of Politics and Society*, volume 21, issue 2-3, 2009, Special Issue: Causes of the Financial Crisis, pp. 195 ss.
- Acharya**, Viral e **Richardson**, Mathew (Editors), *Restoring Financial Stability – How to Repair a Failed System*, NYU Stern, Wiley, 2009.
- Aghion**, Philippe, **Bolton**, Patrick e **Dewatripont**, Mathias, "Contagious Bank Failures in a Free Banking System", in *European Economic Review*, vol. 44, 2000, No. 4-6, pp. 713 ss.
- Alexander**, Kern e **Moloney**, Niamh, *Law Reform and Financial Markets*, Edward Elgar Publishers, Cheltenham 2011.
- Alexander**, Kern e **Dhumale**, R, *Research Handbook on International Financial Regulation*, Edward Elgar Publishers, Cheltenham 2012.
- Alexander**, Kern, "Regulating the Structure of the EU Banking Sector", in *European Business Organisation Law Review*, 2015, pp. 227 ss.
- Allen**, Frankin e **Herring**, Richard, "Banking Regulation versus Securities Market Regulation", *Financial Institutions Center Working Papers*, No. 01-29, July, Philadelphia, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania, 2001.
- Almaça**, José António Figueiredo, *El Mercado Ibérico de Seguros*, Editorial Mapfre, 1999.
- Armour**, John, "Making Bank Resolution Credible", *ECGI – Law Working Paper* No. 244/2014 – February 2014.
- Armour**, John, **Mayer**, C. e **Polo**, A., (2011), "Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets", *Oxford Legal Studies Research Paper* No. 62/2010; *ECGI – Finance Working Paper* No. 300/2010.
- Arnone**, Marco e **Gambini**, Alessandro, "Architectures of Supervisory Authorities and Banking Supervision", in Masciandaro, Quintyn (eds.), *Designing Financial Supervision Institutions: Independence, Accountability and Governance*, Elgar, 2006.
- Babis** e **Ferran**, "The European Single Supervisory Mechanism", *University of Cambridge Legal Studies Research Paper* No.10/2013 (March, 2014).
- Barth**, James R., **Caprio Jr.**, Gerard e **Levine**, Ross, *Guardians of Finance – Making Regulators Work for Us*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, 2012.
- Baums**, Theodor e **Cahn**, Andreas (Orgs.), *Hedge Funds; Risks and Regulation*, Berlin, Walter de Gruyter, 2004.
- Binder**, *The European Banking Union: Rationale and Key Policy Issues*, in Binder and Gortsos (Eds.), *Banking Union: A Compendium* (Nomos, 2016), disponível em [ssrn.com/abstract=2597676](https://ssrn.com/abstract=2597676).
- Bjerre-Nielsen**, Henrik, *Denmark*, in *Handbook of Central Banking and Financial Authorities in Europe: New Architectures in the Supervision of Financial Markets*, edited by Donato Masciandaro, Elgar, 2005, pp. 175 ss.
- Black**, Julia, "The Rise, Fall and Fate of Principles Based Regulation", *LSE Law, Society and Economy Working Papers* 17/2010, London School of Economics and Political Science Law Department.
- Bonde**, Ingrid, Sweden, in *Handbook of Central Banking and Financial Authorities in Europe: New Architectures in the Supervision of Financial Markets*, cit., pp. 182 ss.
- Boot**, Arnoud, "Banking at the Cross Roads: How to deal with Marketability and Complexity?", *Amsterdam Center for Law & Economics – Working Paper* No. 2011-07.

- Brantner, F., Giegold S. e Repasi, R.**, *Legal issues of the Single European Supervisory Mechanism*, disponível em: [www.sven-giegold.de/wp-content/uploads/2012/10/Legal-issues-of-the-Single-European-Banking-Supervision\\_Giegold-Brantner-Repasi.pdf](http://www.sven-giegold.de/wp-content/uploads/2012/10/Legal-issues-of-the-Single-European-Banking-Supervision_Giegold-Brantner-Repasi.pdf).
- Bruno, Eugenio A.**, Editor, *Global financial Crisis – Navigating and Understanding the Legal and Regulatory Aspects*, Globe Business Publishing Ltd, 2009.
- Bussal Jean-Pierre**, "Retail Investors Protection Act: Improved transparency on the unregulated capital market" – *expert article* – BaFin, 15 January 2015, acessível em [http://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2015/fa\\_bj\\_1501\\_kleinanlegerschutzgesetz\\_en.html](http://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2015/fa_bj_1501_kleinanlegerschutzgesetz_en.html).
- Cabo, Sérgio do**, *A Delimitação de Setores na Jurisprudência da Comissão Constitucional e do Tribunal Constitucional*, Lisboa, FDL, 1991.
- Calvão da Silva, João**, *Direito Bancário*, Almedina, Coimbra, 2002.
- "Regulação e Supervisão Financeiras: Lições da Primeira Crise Global", in *Revista Brasileiro de Direito Comparado*, 40-41, 1.º e 2.º semestre 2011, pp. 105 ss.
- Câmara, Paulo e Magalhães, Manuel** (Coordenadores), *O Novo Direito Bancário*, Almedina Coimbra, 2012.
- Câmara, Paulo**, *Regulação e Valores Mobiliários*, in *Regulação em Portugal: Novos Tempos, Novo Modelo?*, Eduardo Paz Ferreira, Luís Silva Moraes, Gonçalo Anastácio (Coordenadores), Almedina, Coimbra, 2009, pp. 127 ss.
- Capriglione, Francesco**, *European Banking Union: A Challenge for a More United Europe* (September 2, 2013). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2319297> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2319297>.
- Carmichael, Jeffrey**, "Implementing Twin Peaks. Lessons from Australia", in *Institutional Structure of Financial Regulation: Theories and International Experiences*, Chapter 5, edited by Robin Hui Huang & Dirk Schoenmaker, Part II, International experiences, series editor: *Routledge Research in Finance and Banking Law*, Routledge Oxford, 2014, pp. 1-280.
- Catarino, Luís Guilherme**, *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros – Limites ao Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*, Almedina, Coimbra, 2009.
- Catillon, Vincent**, *Le Droit dans les Crises Bancaires et Financières Systémiques*, LGDJ, Paris, 2011.
- Cervellati, Enrico Maria e Fioriti, Eleonora**, *Financial Supervision in EU Countries*. Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=873064>.
- Chamon, Merijn**, "EU Agencies Between Mero-ni and Romano or the Devil and the Deep Blue Sea", in *Common Market Law Review*, 2011, pp. 1055 ss.
- Chen Chen, Hu**, "Twin Peaks Financial Regulatory Regime in China: A Desirability Analysis", *LSN Research Paper Series No. 15-06*.
- Chiti, Edoardo e Gustavo Teixeira, Pedro**, "The Constitutional Implications of the European Responses to the Financial and Public Debt Crisis", in *Common Market Law Review*, 2013, pp. 683 ss.
- Cihák, M e Podpiera, R.**, "Is One Watchdog Better Than Three. International Experience with Integrated Financial Sector Supervision", *IMF Working Paper*, WP/06/57, 2006.
- "Integrated Financial Supervision: Which Model?", in *The North American Journal of Economics and Finance*, 19(2), 2008, pp. 135 ss.
- Coeuré, Benoît**, "The Way Back to Financial Integration – International Financial Integration and Fragmentation: Drivers and Policy Responses" – *Conference Organised by the Banco de España and the Reinventing Bretton Woods Committee*, Madrid, 12 March, 2013.
- Cordeiro, A. Menezes**, *Manual de Direito Bancário*, Almedina, Coimbra, 2014.
- Craig, P.**, *EU Administrative Law*, OUP, 2010.
- Crockett, Andrew**, "Why is Financial Stability a Goal of Public Policy", in *Maintaining Financial Stability in a Global Economy. A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, New York, Books for Business, 2001.
- de Haan, J., Oosterloo, S. e Schoenmaker, Dirk**, *Financial Markets and Institutions: A European Perspective*. Cambridge: Cambridge University Press, 2015.

- De Luna, Martinez e Rose, T.A.**, "International Survey of Integrated Financial Sector Supervision", *Policy Research Working Paper*, 2003.
- Di Giorgio, Di Noia, Carmine e Piatti, Laura**, *Financial Market Regulation: The Case of Italy and a Proposal for the EuroArea*, *Financial Institutions Center, The Wharton School*, 2000.
- Dombret, Andreas e Lucius, Otto**, Editors, *Stability of the Financial Sector – Illusion or Feasible Concept?*, Elgar, 2013.
- Edey, Malcom**, "Macprudential Supervision and the Role of Central Banks", *Paper presented at the Regional Policy Forum on Financial Stability and Macprudential Supervision Hosted by the Financial Stability Institute and the China Banking Regulatory Commission*, Beijing, PRC, in *Speeches*, 28 September 2012.
- Eichengreen, Barry**, *European Monetary Unification, – Theory, Practice and Analysis*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, 1998.
- Engrácia Antunes, J. A.**, *A Supervisão Consolidada dos Grupos Financeiros*, Publicações da Universidade Católica, Porto, 2000.
- Escritt, Thomas e Deutsch, Anthony**, "Netherlands nationalizes SNS Reaal at cost of \$5 billion", *Reuters*, US ed., Friday, 1 February, 2013.
- Estache, Antonio e Martimort, David**, "Politics, Transaction Costs, and the Design of Regulatory Institutions" (March 1999). *World Bank Policy Research Working Paper* No. 2073. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=620512>.
- Ferran, Eilís e Alexander, Kern**, "Can Soft Law Bodies be Effective? Soft Systemic Risk Oversight Bodies and the Special Case of the European Systemic Risk Board", June, 2011, *Legal Studies Research Paper Series*, p. 6.
- Ferran, Eilís, Moloney, Niamh, Hill, Jennifer e Coffee, Jr., John**, *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Cambridge University Press, 2012.
- Ferran, Eilís**, "Examining the UK's Experience in Adopting the Single Financial Regulator Model". *Brooklyn Journal of International Law*, 2003, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=346120> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.346120>.
- Ferran, Eilís**, "European Banking Union: Imperfect, But It Can Work" (April 17, 2014). *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper* No. 30/2014. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2426247> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2426247>
- "Crisis-Driven Regulatory Reform: Where the World is the EU Going?", in *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Eilís Ferran, Niamh Moloney, Jennifer Hill, John Coffee, JR, Editors, Cambridge University Press, 2012, pp. 48 ss.
- Ferrarini, Guido A. e Chiarella, Luigi**, "Common Banking Supervision in the Eurozone: Strengths and Weaknesses" (August 1, 2013). *ECGI – Law Working Paper* No. 223/2013.
- Flood, Mark D., Katzand, Jonathan, Ong, Stephen J. e Smith, Adam D.**, "Cryptography and the Economics of Supervisory Information: Balancing Transparency and Confidentiality" (September 10, 2013). *FRB of Cleveland Working Paper* No. 13-12, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2354038>.
- Freeman, Jody e Rossi, Jim**, "Agency Coordination in Shared Regulatory Space", in *Harvard Law Review*, 2012, 106, pp. 1131 ss.
- Gauvent, Sophie**, "ACP-AMF: Des Différences Malgré la Coordination", in *Revue Banque*, 2012, No. 751.
- Gleeson, Simon**, *International Regulation of Banking*, Oxford University Press, 2010.
- Godwin, Andrew J. e Schmulow, Andrew**, "The Financial Sector Regulation Bill in South Africa: Lessons from Australia", *CIFR – Centre for International Finance and Regulation, Working Paper* No. 052/2015.
- Godwin, Andrew J e Ramsay, A. I.**, "Twin Peaks – the Legal and Regulatory Anatomy of Australia's System of Financial Regulation", in *Journal of Banking and Finance Law and Practice* (30), 2015, pp. 481 ss.
- Goodhart e Schoenmaker, Dirk**, "Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision Be Separated?", in *Oxford Economic Papers*, 1995, pp. 539 ss.
- Goodhart, Charles e Tsomokos, Dimitrios**, "Analysis of Financial Stability", *LSE Financial Markets Group Paper Series*, 2007.



- Goodhart, Charles e Tsomocos, Dimitrios** (2012), *The Challenge of Financial Stability: A New Model and its Applications*, Edward Elgar, 2012.
- Goodhart, Charles e Avgouleas, Emiliios** (2016), "A Critical Evaluation of Bail-in as a Bank Recapitalization Mechanism", in Evanoff, Douglas D. and Haldane, Andrew and Kaufman, George G., (eds.) *The New International Financial System: Analyzing the Cumulative Impact of Regulatory Reform. World Scientific Studies in International Economics*, 48. World Scientific, Singapore, 2016.
- Goodhart, Charles**, "The Organizational Structure of Banking Supervision", in *Economic Notes* 31(1), 2002, pp. 1ss.
- Financial Supervision from an Historical Perspective: Was the Development of Such Supervision Designed, or Largely Accidental?* in Mayes, D.G., & Wood, G.E., *The Structure of Financial Regulation*. London: Routledge, Chapman and Hall; New York: Routledge, 2007
- "How Should We Regulate the Financial Sector?", in *The Future of Finance, The LSE Report*, 2010.
- "The Macro-Prudential Authority, Powers, Scope and Accountability", in *OECD Journal: Financial Market Trends*, vol. 2011, issue 2.
- "Linkages Between Macro-Prudential and Micro-Prudential Supervision", in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2015, 30 (10). 607-609.
- Grant, Wyn e Wilson, Graham** (Editors), *The Consequences of the Global Financial Crisis – The Rethorics of Reform and Regulation*, Oxford University Press, 2012.
- Griller e Orator, A.**, "Everything under control? The 'way forward' for European agencies in the footsteps of the Meroni doctrine", in *1 European Law Review* 2010 (34), 3-35.
- Gros, Daniel e Schoenmaker, Dirk**, "European Deposit Insurance and Resolution in the Banking Union", in *Journal of Common Market Studies*, 2014, vol. 52, No. 3, pp. 529 ss.
- Gros, Daniel e Belke, Ansgar**, *Banking Union as a Shock Absorber – Lessons from the Eurozone from the US*, CEPS, Brussels, 2015.
- Grote, Rainer e Marauhn, Thilo** (editors), *The Regulation of International Financial Markets – Perspectives for Reform*, Cambridge University Press, 2006.
- Gualandri, Elisabetta e Noera, Mario**, *Towards a Macroprudential Policy in the EU: Main Issues* (December 5, 2014), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2534450> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2534450>.
- Hadjiemmanuil, Christos**, "Bank Resolution Financing in the Banking Union", LSE, *Law Society and Economy Working papers*, 6/2015.
- "Financial Stability and Integration in the Banking Union" (September 1, 2015), in Franklin Allen, Elena Carletti & Joanna Gray (eds), *The New Financial Architecture in the Eurozone* (San Domenico di Fiesole: European University Institute, 2015). Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2739780>
- Hodges, Christopher**, "Delivering Redress through Alternative Dispute Resolution and Regulation", in WH van Boom and G. Wagner (eds), *Mass Torts in Europe: Cases and Reflections* (De Gruyter 2014).
- Hopt, Klaus J.**, "Better Governance of Financial Institutions", *Max Planck Institute for Comparative and International Private Law and ECGI Law Working Paper No. 207/2013*. April 2013.
- Hodges, Christopher and others**, *Consumer ADR in Europe*, Hart Publishing 2012.
- Hoon Lim, Cheng, Krznar, Ivo, Lipinsky, Fabian, A. Otani e X. Wu**, "The Macroprudential Framework: Policy Responsiveness and Institutional Arrangements" (July 2013). *IMF Working Paper No. 13/166*, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2307408>.
- Kawai, Masahiro**, *Financial Market Regulation and Reforms in Emerging Markets*, Brookings Institution Press, esp pp. 187 ss.
- Kerjean, Stéphane**, "The Legal Implications of the Prudential Supervisory Assessment of Bank Mergers and Acquisitions under EU Law", *ECB Legal Working paper Series*, No. 6, June 2008.
- Kim, B e Kwon, W. Jean**, *Financial Supervision, Financial Crisis and Life Insurance Companies: International Evidence in OECD Countries* (November 20, 2015), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=26934100> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2693410>

- Kremers**, Jeroen, **Schoemaker**, Dirk e **Wierdsma**, P., "Cross-Sector Supervision: Which Model?", *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 2003(1), pp. 225 ss.
- Kremers**, Jeroen e **Schoemaker**, Dirk, "Twin Peaks: Experiences in the Netherlands", *LSE Financial Markets Group Paper Series, Special paper 196*, December 2010.
- Laas**, Daniela e **Franziska Siegel**, Caroline, *Basel III versus Solvency II: An Analysis of Regulatory Consistency under the New Capital Standards* (February 27, 2015), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2248049> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2248049>.
- Lamandini**, Marco, **Ramos Muñoz**, David, **Javier Solana**, "The ECB as a Catalyst for Change in EU Law. Part II: SSM, SRM and Fundamental Rights", in *Cuaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, Banca di Italia, n.º 79 – novembre 2015.
- Lannoo**, Karel, *The Roadmap to Banking Union: A Call for Consistency*, CEPS Commentary, August 2012.
- The Great Financial Plumbing - From Northern Rock to Banking Union*, Centre for European Policy Studies (CEPS), Brussels Rowman & Littlefield International, London. Published by Rowman & Littlefield International, Ltd., 2015
- Lastra**, Rosa "Banking Union and Single Market: Conflict or Companionship?", in *36 Fordham Int. LJ.* (2013), pp. 1189 ss.
- Lastra**, Rosa e **Garicano**, Luis *Towards a New Architecture for Financial Stability; Seven Principles*, in *International Law in Financial Regulation and Monetary Affairs*, edited by Thomas Cottier, John H. Jackson, Rosa M. Lastra, Oxford University Press, 2012, p. 73.
- Lastra**, Rosa e **Buchheit**, Lee, Editors, *Sovereign Debt Management*, edited by Oxford University Press, 2014.
- Lee**, Emily, "The Soft Law Nature of Basel III and International Financial Regulations", in *Journal of International Banking Law and Regulation*, August 1, 2014, Vol. 29 (10), pp. 603 ss.
- Lessambo**, Felix, *The International Banking System – Capital Adequacy, Core Businesses & Risk Management*, Palgrave Macmillan, 2013.
- Llewellyn**, D., *Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Issues – World Bank Seminar – Aligning Supervisory Structures with Country Needs*, Washington DC, 2006.
- Lobo Xavier**, Pedro, "Das Medidas de Resolução de Instituições de Crédito em Portugal – Análise do Regime dos Bancos de Transição", in *Revista de Concorrência e Regulação*, n.º 18, abril-junho 2014, pp. 149 ss.
- Masciandaro**, Donato e **Quintyn**, M., "Regulating the Regulators: The Changing Face of Financial Supervision Architectures Before and After the Crisis", in *European Company Law*, 6(5), 2009, pp. 167 ss.
- Masciandaro** Donato, **Pansini R.** e **Quintyn**, M., "The Economic Crisis: Did Supervision Architecture and Governance Matter?" in *Journal of Financial Stability*, 9(4), 2013, pp. 578 ss.
- Masciandaro**, Donato e **Volpicella**, Alessio, "Central Banking, Macroprudential Supervision and Insurance" (February 1, 2014). *Baffi Center Research Paper* No. 2014-150. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2392349> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2392349>
- "Governing Macro Prudential Policy: Do Central Bankers Do it Better?" (March 1, 2014). *Baffi Center Research Paper* No. 2014-153. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2418194> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2418194>
- Masselink**, Maarten e **van den Noord**, Paul, *The Global Financial Crisis and its effects on the Netherlands*, ECFIN (Economic analysis from the European Commission's Directorate-General for Economic and Financial Affairs) *Country Focus*, vol. 6, No. 10 (4 December, 2009), p. 3.
- Mayes**, D. G., "Banking Crisis Resolution Policy – Lessons from Recent Experience – Which Elements are Needed for Robust and Efficient Crisis Resolution?" *CESifo Working Paper Series* No. 2823, October 2009.
- Máximo dos Santos**, Luís, "O Novo Regime Jurídico de Recuperação de Instituições de Crédito: Aspectos Fundamentais", in *Revista de Concorrência e Regulação*, n.º 9, janeiro-março 2012, pp. 203 ss.

- Melecky, Martin e Podpiera, Anca Maria**, "Institutional Structures of Financial Sector Supervision, Their Drivers and Historical Benchmarks", in *Journal of Financial Stability*, 9(3), 2013, pp. 428 ss.
- "Placing Bank Supervision in the Central Bank: Implications for Financial Stability Based on Evidence from the Global Crisis" (June 22, 2015). *World Bank Policy Research Working Paper* No. 7320. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2621874>
- Moloney, Niam**, "European Banking Union: Assessing its Risks and Resilience", in *Common Market Law Review* 51(2014), pp. 1609 ss.
- Moloney, Niamh, Ferran, Eilís e Payne, Jennifer**, *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press, 2015.
- Morais, Luís Silva**, "Droit des Assurances – L'Intégration juridique dans l'Espace de l'Union Européenne en Matière d'Assurances" – Rapport National – Portugal – Journées 2000 – Association HENRI CAPITANT, in *Revista da Faculdade de Direito de Lisboa*, 2001, pp. 201 ss.
- "A Função Reguladora e as Estruturas de Regulação na UE", in *A Europa e os Desafios do Século XXI*, Paulo de Pitta e Cunha, Luís Silva Morais (Organizadores), Almedina, Coimbra, 2008.
- "Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras – Algumas Questões Essenciais e Justificação do Perímetro do Regime face às Especificidades da Supervisão Financeira", in *Revista da Concorrência e Regulação (C&R)*, n.º 17, janeiro/março, 2014, pp. 99 ss.
- Morrison, A., Wilhelm, W. e Younger, R.**, (2012), *Reputation in Financial Markets, Chapter 8, Investing in Change: the Reform of Europe's Financial Markets*, AFME, 2012.
- Ogus, Anthony**, *Regulation. Legal Form and Economic Theory*, Hart Publishing 2004.
- Olavo, Carlos**, "Supervisão em Base Consolidada", in *Revista da Banca*, n.º 34, 1995, pp. 25 ss.
- Padmanabhan, Divya**, *Regulation of Financial Services in France* (October 21, 2013), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2352195> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2352195>.
- Papathanassiou, C.**, "A European Framework for Macro-Prudential Oversight", in *Financial Regulation and Supervision – A Post-Crisis Analysis*, Eddy Wymeersch, Klaus Hopt, Guido Ferrarini, Oxford, 2012, II, 6.
- Payne, Jennifer**, "The Way Forward in European Securities Regulation: Regulatory Competition or Mandatory Regulation?" (November 2006). *BETTER REGULATION*, Steve Weatherill, ed., Hart Publishing, 2007.
- Pina, Carlos Costa**, *Instituições e Mercados Financeiros*, Almedina, Coimbra, 2004.
- Prati, Alessandro e Garry J. Schinasi** (1999), "Financial Stability in European Economic and Monetary Union", *Princeton Studies in International Finance* No. 86, August.
- Restoy, Fernando**, *La organización de la supervisión financeira Participación en el acto de presentación de la "Guía del Sistema Financiero Español" / Analistas Financieros Internacionales (AFI) – Funcas* – janeiro 2016, disponível em <http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Subgobernador/Arc/Fic/restoy180116.pdf>.
- Richman, Barak D. e Christopher, Boerner**, "A Transaction Cost Economizing Approach to Regulation: Understanding the NIMBY Problem and Improving Regulatory Responses" (March 1, 2011). *Yale Journal on Regulation*, Winter 2006; *Duke Law School Legal Studies Paper* No. 56. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=717961>.
- Santos, Hector**, "UK Financial Regulation: After the Crisis", *Paper – Annual Lubbock Lecture in Management Studies*, Oxford, edited by Said Business School, University of Oxford, 12 March 2010.
- Santos Quelhas, José Manuel**, *Sobre as Crises Financeiras, o Risco Sistémico e a Incerteza Sistemática*, Almedina, Coimbra, 2012.
- Saraiva Matias, Armindo**, *Direito Bancário*, Coimbra Editora, 1998.
- Schmulow, Andrew**, "Approaches to Financial System Regulation: An International Comparative Survey", CIFR – Centre for International Finance and Regulation, Working Paper No. 053/2015, January 2015.

- Schoenmaker**, Dirk e **Siegmann**, A., "Can European Bank Bailouts Work?", in *Journal of Banking and Finance*, 2014 (48), 334-349.
- Schoenmaker**, Dirk e **Wierds**, Peter, "Macroprudential Supervision: From Theory to Policy", *Bruegel Working Paper*, 2015/15, November 2015.
- Schoenmaker**, Dirk (2015), "The New Banking Union Landscape in Europe: Consolidation Ahead?", in *The Journal of Financial Perspectives*, 2015, 3 (2), 189-201.
- Sharp**, Richard, *The Financial Policy Committee of the Bank of England; an experiment in macroprudential management – The view of an external member* – Speech given by London School of Economics, London, June, 2014.
- Singh**, Dalvinder, **Labrosse**, John Raymond, "Developing a Framework for Effective Financial Crisis Management", in *OECD Journal: Financial Market Trends* – volume 2011, issue 2.
- Stirbu**, Corneliu, "Financial Market Integration in a Wider European Union" (October 2004). *HWWA Discussion Paper* No. 297 – disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=617223> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.617223>
- Taylor**, Michael e **Fleming**, Alex, "Integrated Financial Supervision: Lessons from Northern European Experience", *Policy Research Working Paper* No. 2223, World Bank, Washington, 1999.
- Taylor**, Michael, *Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century*, Centre for the Study of Financial Innovation, December 1995.
- Twin Peaks Revisited... A Second Chance for Regulatory Reform*, CSFI, September 2009.
- "The Road from Twin Peaks – And the Way Back", in *Connecticut Insurance Law Journal*, vol. 16(1), 2009, pp. 61 ss.
- Troeger**, T. H., *The Single Supervisory Mechanism – Panacea or Quack Banking Regulation? Preliminary Assessment of the Evolving Regime for the Prudential Supervision of Banks with ECB Involvement*, August 16, 2013, Goethe Universitaet, Frankfurt a.M, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2311353>.
- Valiante**, Diego, **Assi**, Bashir, "Mifid Implementation in the Midst of the Financial Crisis – Results of an ECMI Survey", *ECMI Research Report*, No. 6 – February, 2011.
- Valiante**, Diego, *Europe's Untapped Capital Market – Rethinking Financial Integration After the Crisis* – With contributions from Cosmina Amariei and Jan-Martin Frie, *Final Report of the European Capital Markets Expert Group*, Chaired by Francesco Papadia, 2016.
- Van Oyen**, Martin, "Ringfencing or Splitting Banks: A Case Study On The Netherlands", *The Columbia Journal of European Law Online*, vol. 19, No. 1 (Summer 2012), p. 6.
- Véron**, Nicolas, *Testimony on the European Debt and Financial Crisis*, Bruegel Policy Contribution, Issue 2011/11, September 2011.
- Europe's Single Supervisory Mechanism and the Long Journey Towards Banking Union*, Bruegel Policy Contribution – Issue 2012/16, October 2012.
- Véron**, Nicolas e **Wolff**, Guntram, *Capital Markets Union: A Vision for the Long Term*, Bruegel Policy Contribution, April 2015.
- Wymeersch**, Eddy, **Hopt**, Klaus e **Ferrarini**, Guido, *Financial Regulation and Supervision – A Post-Crisis Analysis*, Oxford, 2012.
- Wymeersch**, Eddy, *Europe's New Financial Regulatory Bodies* (April 11, 2011), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1813811> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1813811>.
- Wojcik**, Karl-Philipp, "Bail-In in the Banking Union", in *Common Market Law Review*, 53, 2016, pp. 91 ss.
- Yataganas**, X.A., *Delegation of Regulatory Authority in the European Union*, The Jean Monnet Center for International and Regional Economic Law & Justice at NYU School of Law, disponível em <http://centers.law.nyu.edu/jeanmonnet/archive/papers/01/010301-04.html>.

### Relatórios de peritos, estudos diversos e documentos de organismos internacionais

G. Corrigan, *Financial Market Structure: a Longer View*, Federal Reserve Bank of New York, 1987 – Corrigan Report.

**Ministério das Finanças**, *Livro Branco Sobre o Sistema Financeiro – As Instituições de Crédito*, vol. 1 (*Relatório Principal*), Lisboa, 1991.

- Stan Wallis, Bill Beerworth, Professor Jeffrey Carmichael, Professor Ian Harper & Linda Nicholls, *Financial Stability Inquiry*, Series edited by the Treasury of the Commonwealth Government of Australia, The Treasury, 31 March 1997 – Wallis Report, 1997.
- Financial Sector Assessment Program – PORTUGAL – Basel Core Principles for Effective Banking Supervision – Detailed Assessment of Observance*, December 2006, IMF.
- The Structure of Financial Supervision – Approaches and Challenges in a Global Marketplace*, 30, Group of Thirty, Washington DC, 2008.
- OECD, *The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies*, OECD, Paris, 2009.
- The High Level Group on Financial Supervision in the EU*, Chaired by Jacques de Larosière, Report, Brussels, 25 February, 2009
- The Turner Review – A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, March 2009, Financial Services Authority.
- Banking Supervision and Regulation – HOUSE OF LORDS – Select Committee on Economic Affairs – 2nd Report of Session 2008-09, Banking Supervision and Regulation*, vol. I – Report / volume II: Evidence, Ordered to be printed 19 May 2009 and published 2 June 2009.
- Consulta Pública – “Reforma da Supervisão Financeira em Portugal” – XVII Governo Constitucional – setembro de 2009.
- De Wit Commission (2010) Parlementair Onderzoek Financieel Stelsel*, Den Haag.
- Scheltema Commission (2010), Onderzoek DSB Bank*, Den Haag.
- De Nederlandsche Bank, “DNB Supervisory Strategy 2010 – 2014 and Themes 2010”, series edited by De Nederlandsche Bank, De Nederlandsche Bank, April, 2010.
- Objectives and Principles of Securities Regulation – International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*, June, 2010.
- Central Bank Governance and Financial Stability – A Report by a Study Group*, Chair: Stefan Ingves, Governor, Sveriges Riksbank, Bank for International Settlements, Basel, 2011.
- International Monetary Fund, “*Kingdom of the Netherlands-Netherlands: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation – Technical Note on Financial Sector Supervision: The Twin Peaks Model*”, in *Financial Sector Assessment Program Update*, IMF Country Report No. 11/208, Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund, July, 2011.
- Core Principles for Effective Banking Supervision – Basel Committee on Banking Supervision*, September 2012.
- High-level Expert Group on Reforming the Structure of the EU Banking Sector*, Chaired by Erkki Liikanen – Final Report, Brussels, 2 October 2012
- “Bank Regulation and Supervision around the World: A Crisis Update” – *World Bank Policy Research Working Papers*, December 2012.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Supervision Guideline, Guideline on Carrying Out and Ensuring the Quality of the Ongoing Monitoring of Credit and Financial Services Institutions by the Deutsche Bundesbank*, of 21 May 2013.
- Performances of the Australian Securities and Investment Commission*, series edited by Economics References Committee, Parliament of Australia, The Senate, Senator Mark Bishop (Chair), June 2014.
- The Council of Financial Regulators, “The Council of Financial Regulators”, series edited by the Council of Financial Regulators, Reserve Bank of Australia, 2001-2014.
- Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF), *Relatório do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões – 2014* (e edições anteriores do Relatório – 2013; 2012; 2011; 2010).
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), *Relatório Anual – 2014* (e edições anteriores do Relatório – 2013; 2012; 2011; 2010).
- Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF) – *Relatório de Atividades de 2014* (e edições anteriores do Relatório – 2013; 2012; 2011; 2010).
- Financial System Inquiry – based on Terms of Reference for the Financial System Inquiry (the*



*Inquiry*) – David Murray AO (Chair), Kevin Davis, Craig Dunn, Carolyn Hewson e Brian McNamee, "Financial System Inquiry Final Report", series edited by The Treasury of the Australian Government, The Treasury, Commonwealth Government of Australia, November, 2014.

*Treating Customers Fairly in the Financial Sector – A Draft Market Conduct Policy Framework of South Africa* – Discussion Document, December 2014.

*ECB Banking Supervision and Beyond – Report of a CEPS Task Force*, Chairman, José Maria Roldán, Rapporteur, Karel Lannoo, CEPS, Brussels, December 2014

*Insurance Core Principles – International Association of Insurance Supervisors (IAIS)*, 2011 – Updated 2015.

*HCSF – Haut Conseil de Stabilité Financière – Rapport Annuel*, juin 2015.

*The failure of HBOS plc (HBOS) – A report by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Prudential Regulation Authority (PRA)*, November 2015.

Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira*, novembro 2015 (e edições anteriores do Relatório – maio 2015; novembro 2014; maio 2014; novembro 2013; maio 2013; novembro 2012; maio 2012; novembro 2011; maio 2011; novembro 2010; maio 2010).

Banco Central Europeu, *Relatório Anual do BCE sobre as Atividades de Supervisão – 2015*, março 2016 (e edição anterior do Relatório – 2014, março 2015).



