

**UNIVERSIDADE DE LISBOA  
FACULDADE DE DIREITO**



**FACULDADE DE DIREITO**  
Universidade de Lisboa

**Os Poderes de Regulação e Supervisão da European Securities and  
Markets Authority e o Regulador e Supervisor em Portugal (CMVM)**

Mestrado em Direito e Prática Jurídica

Especialidade em Direito Financeiro e Fiscal

**Daniela Morgado Tavares**

LISBOA

Julho – 2019

**UNIVERSIDADE DE LISBOA**  
**FACULDADE DE DIREITO**

**Os Poderes de Regulação e Supervisão da European Securities and  
Markets Authority e o Regulador e Supervisor em Portugal (CMVM)**

**Mestrado em Direito e Prática Jurídica**

**Especialidade em Direito Financeiro e Fiscal**

**Daniela Morgado Tavares**

Dissertação de Mestrado para obtenção do grau de Mestre em Direito Financeiro e Fiscal, realizada sob a orientação da Professora Doutora Rute Saraiva.

LISBOA

Julho - 2019

## **Agradecimentos**

Aos meus pais, por acreditarem sempre em mim, a vocês devo tudo.

À minha avó Júlia, por pedir tanto por mim.

Aos meus avós, Edviges, Artur e Jaime por me guiarem sempre no caminho certo.

À minha orientadora, Professora Doutora Rute Saraiva, por toda a ajuda e disponibilidade na orientação deste trabalho.

## Índice

Resumo/Abstract.....	4
Glossário.....	5
<b>I. Introdução.....</b>	<b>7</b>
<b>II. Estado Regulador</b>	
1. Surgimento do Estado Regulador.....	9
2. Os modelos de Regulação (ou supervisão) do Sector Financeiro.....	17
3. Regulação do Estado.....	22
3.1 Regulação Transversal.....	26
3.2 Regulação Sectorial.....	27
3.3 Regulação dos mercados financeiros e de capitais em particular.....	29
4. Instrumentos Jurídicos de Regulação .....	31
<b>III. A CMVM como entidade reguladora.....</b>	<b>38</b>
1. Princípios.....	47
2. Entidades Sujeitas à Supervisão da CMVM.....	49
3. Procedimentos de Supervisão.....	52
4. Exercício da Supervisão.....	55
5. A Reorganização do Sistema de Supervisão Financeira e evolução do estatuto da CMVM .....	57
<b>IV. A ESMA</b>	
1. 1. Estatuto e Competências.....	70
2. Relações entre a ESMA e as ANC, em especial a CMVM.....	73
2.1. Uso de “Poderes Soft”.....	79
3. Outras relações institucionais no âmbito do SESF.....	90
4. ESMA e a Futura União de Mercado de Capitais .....	95
<b>V. Conclusão.....</b>	<b>102</b>
<b>VI. Bibliografia.....</b>	<b>105</b>

## **Resumo**

Os mercados económicos dependem de serem regulados para que consigam corrigir as lacunas existentes no mercado. Assim sendo, o objecto do presente trabalho abrange não só o contexto histórico com a manifestação das entidades reguladoras independentes a nível mundial, como igualmente no caso concreto de Portugal. Analisando as entidades administrativas independentes com funções de regulação e supervisão na actividade económica no nosso ordenamento jurídico, nomeadamente a CMVM e a ESMA.

No presente trabalho, procedeu-se à contextualização histórica que originou o Estado Regulador, com as inerentes razões económico-sociais e alterações de paradigma. Foram analisadas as duas autoridades independentes, a CMVM e a ESMA bem como as suas funções reguladoras e a sua principal finalidade, colmatar as falhas de mercado, e por fim, foi analisada a futura União de Mercado de Capitais.

Palavras-chave: Regulação; Autoridades Reguladoras Independentes; Estado Regulador, Supervisão, Mercados Financeiros

## **Abstract**

Economic markets depend on being regulated so that they can correct market gaps. Therefore, the purpose of this thesis is not only the historical context with the manifestation of independent regulatory worldwide, but also in the case of Portugal. Analyzing the independent administrative entities with regulatory and supervisory functions in economic activity in our legal system, namely the CMVM and ESMA.

In the present work, we proceeded to the historical contextualization that originated the Regulatory State, with the inherent economic-social reasons and paradigm changes. The two independent authorities, the CMVM and ESMA, as well as their regulatory functions and their main purpose, were analyzed to close market failures, and finally the future capital market union was analyzed.

Keywords: Regulation; Independent Regulatory Authorities; Regulatory Status, Supervision, Financial Markets

## **Glossário**

AdC: Autoridade da Concorrência  
AES: Autoridades Europeias de Supervisão  
AMT: Autoridade da Mobilidade e dos Transportes  
ANC: Autoridades Nacionais de Competência  
ARI: Autoridades de Regulação Independentes  
ASF: Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões  
BCE: Banco Central Europeu  
BdP: Banco de Portugal  
CEE: Comunidade Económica Europeia  
CESR: Comité europeu do Risco Sistémico  
Cfr: Conforme  
CMVM: Comissão dos Mercados e Valores Mobiliários  
CNBV: Comissão Nacional de Bancária e Valores  
CRP: Constituição da República Portuguesa  
CVM: Código dos Valores Mobiliários  
EBA: Autoridade Bancária Europeia  
ECON: Comissão dos Assuntos Económicos e Bancários  
EM: Estados Membros  
ESRB: Comité Europeu do Risco Sistémico  
ERS: Entidade Reguladora da Saúde  
ERSE: Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos  
ESA: Autoridades Europeias de Supervisão  
ESMA: European Security and Markets Authority  
FMI: Fundo Monetário Internacional  
FSA: Financial Services Authority  
IOSCO: Organização Internacional dos Valores Mobiliários  
ISP: Instituto de Seguros de Portugal  
MUS: Mecanismo Único de Supervisão  
MFAP: Ministério das Finanças e da Administração Pública  
Nº: número  
P.: Página

PME: Pequenas e Médias Empresas

Segs: Seguintes

SESF: Sistema Europeu de Supervisão Europeia

TFUE: tratado DE Funcionamento da União Europeia

TJUE: Tribunal de Justiça da União Europeia

UE: União Europeia

Vide:Veja-se

## **I. Introdução**

Vivemos num período que se encontra em constante mudança, demarcada cada vez mais pela globalização, onde a figura da regulação é central no domínio do Direito Económico, e onde se observa uma profunda alteração no modelo de desenvolvimento económico e social na maioria das sociedades modernas e desenvolvidas, como consequência principal da globalização económica e social.

O exercício do mercado global assenta necessariamente na liberdade de criar e investir, bem como, nas barreiras que obrigatoriamente são determinadas pelo Estado com vista a evitar os monopólios por parte de todos os agentes económicos numa determinada área.

Esta evolução obriga naturalmente a que seja necessária a revisão do papel do Estado, nomeadamente das suas funções sociais, supervisão das actividades económicas e integração dos diferentes operadores com distintas culturas de organização, progredindo e evoluindo do modelo de Estado Vertical e integrado, para um modelo de Estado de Garantia, onde permanece a proteção e são garantidos os direitos básicos e essenciais do cidadão, assim como a fiscalização dos bens económicos e sociais.

No entanto, nem sempre foi assim, houve uma primeira fase marcada por ideais nitidamente liberais que estabeleciam a ideia que de seria necessária uma separação total entre o Estado e a Economia. Onde, ainda na primeira metade do século XX, surgiu a era intervencionista que exigia ideais absolutamente inversos ao período Liberal, onde o Estado e a economia consistiam como se um complemento um do outro.

A actividade regulatória faz cada vez mais parte do nosso quotidiano, num universo onde a economia se mostra cada vez mais competitiva, exige-se um pensamento de modo a actuar de forma coerente, eficiente e que particularmente não colida com a função dos agentes económicos, mas que ao mesmo tempo proporcione corrigir as falhas de mercado.

Os efeitos da crise que culminou em 2008 obrigaram os Estados a reverem os seus modelos de regulação e supervisão das entidades financeiras e levar os agentes económicos a considerarem a necessidade de uma melhor comunicação entre o sistema financeiro e o sistema jurídico na definição e concretização de medidas regulatórias e de supervisão.

A análise da presente dissertação versa o estudo da entidade reguladora independente de regulação e supervisão em Portugal, a Comissão dos Mercados e Valores Mobiliários, bem como a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA), um organismo da União Europeia que tem como objetivo proteger os investidores e garantir a sua integridade, estabilidade e o bom funcionamento dos mercados financeiros.

Onde se concluirá com o estudo da futura União de Mercados de Capitais.

## **II. Estado Regulador**

### **1. O surgimento do Estado Regulador**

O princípio de um novo paradigma de Estado na Europa: o Estado Regulador.

O Estado Regulador emergiu sob o predomínio do movimento do neoliberalismo enquanto ideologia política que se fundou como um movimento ideológico em escala mundial, decidido a transformar o mundo à sua imagem e assim tornar-se um projecto político e económico dominante no capitalismo dos anos 80 e 90 do século passado.

Original do movimento liberal, o neoliberalismo pode ser definido como um conjunto de ideais políticos e económicos capitalistas por forma a impedir a não participação do Estado na economia, existindo uma total liberdade de comércio (mercado livre), garantindo este princípio o desenvolvimento económico e social de um país.

Movimento este, que teve início na exposição da teoria económica do liberalismo, em especial a crítica ao planeamento económico Keynesiano (economista britânico John Maynard Keynes) nos anos 30 e 40 do século XX na Europa, que se fortaleceu após a II Guerra Mundial e transformou os programas do governo a partir da crise capitalista dos anos 70.

Este economista, defendia a ideia de que o Estado teria que ser livre por forma a intervir na situação económica do país, visando o pleno emprego e utilizando o mercado para como objecto. O conceito do keynesianismo seria o de preservar o crescimento em paridade com o aumento da capacidade produtiva da economia, de forma a que fosse suficiente para garantir o absoluto emprego, no entanto, sem excesso, porquanto poderia incitar ao aumento da inflação.

Tal conjuntura desencadeou no continente Europeu assim como por todo o mundo, uma onda de privatizações que assentaram sobretudo em consequência da crise internacional do petróleo, ocorrida no ano de 1973, conhecida como a primeira crise do petróleo, uma crise económica e comercial com proporções de escala mundial desenca-

deada pelos maiores países produtores de petróleo, em geral, localizados no Oriente Médio, repercutindo-se na disposição política nos países do pós-Guerra Mundial, e à qual, infelizmente, se seguiu uma crise económica fomentada pela elevada taxa de desemprego, o sucedeu em inflação e estagnação dos mercados financeiros, que conseqüentemente gerou uma repentina e inesperada mudança na estrutura política durante a década de 80, numa altura em que se começou a perceber que o estado do Bem – Estar estava em dissolução, enquanto se iniciava assim a era do Estado-Mínimo.

A partir desta altura, o movimento de privatizações instalou-se, incluindo nos sectores de produção e distribuição de bens básicos e essenciais à vida da população.

Com todas estas reformas económicas e sociais, surgiram questões, o que forçaram a que fosse repensada a importância do papel do Estado nas condições que, entretanto, a Europa e o mundo tinham estabelecido, sendo que o principal instrumento da transformação de um Estado intervencionista em Estado Regulador consistiria na liberalização e na inevitável privatização do sector público, especialmente as *utilities* (bens indispensáveis).

Podemos definir o Estado Liberal, como assinala Georges Burdeau<sup>1</sup>, como sendo o regime político que procura reconhecer a coexistência da liberdade de autonomia e da liberdade de participação. Esta definição explana, de acordo com o autor, entre outras coisas, que “*a solidariedade que une o Estado Liberal ao individualismo, uma vez que um regime que entronca na liberdade-autonomia não pode ser senão individualista*”, mas dá também a saber o porquê da limitação das capacidades dos governos, “*essa não intervenção do Poder na qual reside, aos olhos do profano, a essência última do Estado liberal. Com efeito, quaisquer que sejam as exigências que permitem fazer valer a liberdade de participação, elas acabam por se retrair face às exigências da liberdade de autonomia*”.

---

<sup>1</sup> Cfr. Georges Burdeau, *Traité de Science Politique*, volume VI, 3.a edição, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, Paris, 1987, p.16.

Nesta senda, o movimento liberal envolveu e permitiu que exclusivos públicos se introduzissem na concorrência privada, que terminaria a primeira fase da desintervenção do Estado na economia, sendo que, esta liberalização concluiu com a liberalização da televisão, dos transportes aéreos, da produção de eletricidade, das telecomunicações, em suma, com praticamente todos os serviços primários.

Sendo certo que os mercados necessitam de regulação pública, principalmente devido a motivos como possíveis falhas de mercado ou outros, mas, com este novo modelo de Estado Regulador, tanto as empresas públicas como as empresas privadas passaram a ser dominadas pelo mesmo tipo de regulação, de notar que, mesmo que a empresa se mantenha no sector público, esta passará a ser também objecto de regulação.

Ora, sempre se dirá que a privatização consiste na alienação das empresas públicas<sup>2</sup>, no entanto, por diversos contextos a privatização dos mercados foi realizada por meio de fases, sendo que em outros momentos o Estado preservou os direitos especiais nas empresas privatizadas resultantes da privatização (golden shares)<sup>3</sup>.

A liberalização e privatização de serviços públicos tradicionais provocaram novos impulsos para os quais é relevante que se conheçam as experiências que aconteceram noutros países onde estes movimentos se encontram já estabelecidos.

O movimento de privatizações consistiu, especialmente, na venda a privados de participações públicas em empresas públicas, o que prevaleceu com forte expansão em Inglaterra, nos anos 80 do século passado, tendo-se alargado durante as décadas seguintes, a outros Estados-Membros da União Europeia.

---

<sup>2</sup> O conceito de privatização pode revestir outros sentidos, mormente a privatização da gestão, mantendo-se na mesma sob a égide do Estado, ou a dependência da gestão dos serviços públicos ao direito privado, pela da sua empresarialização, mantendo-se, todavia, na esfera da propriedade e da gestão pública.

<sup>3</sup> Golden Share é a participação accionista detida pelo Estado numa empresa pública total ou parcialmente privatizada, que, apesar de ser minoritária, confere direitos especiais de carácter estratégico, estes direitos especiais, compreendem igualmente a definição da estratégia e políticas que a empresa segue, assim como lhe confirmam um papel decisivo no que concerne à definição dos princípios gerais de política de participação em sociedades.

É certo que o ritmo da liberalização e da privatização não foi igual em todos os países, até porque, nos dias de hoje, é visível que persistem diferenças. No caso da Europa, países como França, onde actualmente ainda se defende e protege um importante sector público empresarial, onde o sector do transporte ferroviário e o sector da energia são públicos, ao invés do que sucedeu em Portugal, onde a se procedeu à privatização do sector público empresarial, e inclusive, nos últimos anos, os sucessivos governos, provavelmente movidos pela necessidade de obter recursos financeiros e devido à pressão decorrente do pensamento liberal, alienaram as grandes empresas de serviços públicos, como a electricidade (EDP), o gás (GALP), as telecomunicações (PT), e o serviço postal (CTT).

Em suma, com a privatização do sector empresarial, o Estado deixa de ser um produtor económico passando a ser unicamente um Estado Regulador.

Assim, começou a ganhar força a noção de “Economia de Mercado Regulada”, sobre a qual se foi concebendo um conceito de Estado Regulador, que com o fracasso do modelo de Estado Social, que se iniciou na ultima década do século XX em praticamente todos os países da Europa Ocidental, se percebeu que seria necessário e indispensável conceber um novo modelo de Estado.

Durante este período de crise no Estado Social, os defensores das teorias socialistas de Karl Marx, Robert Owen e Pierre-Joseph Proudhon<sup>4</sup> acreditavam que o período que se vivia, correspondia apenas a um breve momento, como uma transição do paradigma da intervenção do Estado na economia, onde importa salientar que era frequente designar-se o modelo de Estado Social como sendo um Estado de Providência ou um Estado Assistencial, e Estado Administração ou Estado Constitutivo.

---

<sup>4</sup> O Socialismo refere-se a qualquer uma das várias teorias de organização económica que defendem a administração e propriedade pública ou colectiva dos meios de produção e distribuição de bens, propondo-se a edificar uma sociedade qualificada pela igualdade de oportunidades e meios para todos os indivíduos.

A expressão de Estado de Bem-Estar (Welfare State) é, somente mais uma expressão dentro do amplo conceito de Estado Social, que destaca sobretudo os aspectos económicos deste modelo de Estado criador de bens e prestador de serviços, evidenciado no entanto, em sentido contrário, pelo autor Niklas Luhmann<sup>5</sup> que defende que o conceito de “Welfare State” é mais amplo do que o de Estado Social, uma vez que o mesmo abrange mais do que a mera adopção de medidas sociais e de recompensa que, de acordo com este autor, o conceito de Estado Social já traduz.

Contudo, no final do século XX, e no princípio do presente século, um novo modelo de Estado nascia a partir da crise do Estado Providência<sup>6</sup>. Assim sendo, a nova figura do Estado capitalista, era o Estado Regulador, o que fez com que essa regulação fosse entregue a agências, a autoridades que passariam a defender e assegurar a concorrência e confiança nos mercados, ou seja, a regulação social dos mercados iniciava a tendência de ser confiada a agências criadas única e exclusivamente para fiscalizar e regular.

Imposto pelas Instituições Comunitárias, a liberalização do mercado dos serviços públicos traduziu-se nitidamente, pela lógica do mercado e da concorrência, na desregulação desses sectores. A imposição resultante das necessidades decorrentes do mercado interno único acabou por conduzir à privatização das empresas públicas produtoras e distribuidoras de serviços públicos, servindo a regulação como uma proteção deste recuo histórico.

No entanto, os defensores do Estado Regulador fizeram um grande esforço para tentar aclarar que com este novo modelo não houve um abandono ou desistência de Estado Intervencionista, mas apenas que a sua finalidade seria exatamente o de condicionar ou delimitar a conduta dos agentes económicos, a favor da necessidade de salvaguardar o interesse público.

---

<sup>5</sup> Cfr. Niklas Luhmann, *Political Theory in the Welfare State*, tradução de., Berlim, 1990, p. 21 e p. 23.

<sup>6</sup> Este termo a cair em desuso, cria a ideia de Estado como responsável (directa ou indirectamente) pelo bem-estar da população. Traduz o conceito anglo-saxónico de Estado de bem-estar (Welfare state), indicando a intervenção do Estado em todos os domínios. Procura responder, por um lado, às necessidades de desenvolvimento económico estimulando a procura e, por outro, às exigências de segurança, saúde e bem-estar dos indivíduos e dos movimentos sociais.

Não sendo benéfico deixar o mercado entregue a si próprio, protestam os defensores do Estado Regulador a necessidade de o estado definir o estatuto jurídico do mercado e sustentam que esta responsabilidade pública de regular é uma forma do Estado intervir na economia, chamada, por isso mesmo, como economia de mercado regulada.

A regulação do mercado seria então o meio de um Estado conseguir garantir a realização do interesse publico e o respeito pela ordem publica económica, mostrando-se o direito da regulação como a “disciplina jurídica do mercado e da economia, como o novo direito público da economia”.<sup>7</sup>

Importa salientar, mais uma vez, que a ideologia do movimento liberal emergiu com a ideia de que a função de regulação deveria ser seguida, não pelo Estado enquanto ele próprio, mas sim por meio das agências (entidades ou autoridades) reguladoras independentes. Sendo que estas são uma invenção norte-americana, que chegou à Europa através do modelo adoptado pelo Reino Unido<sup>8</sup>, no entanto, não é geral e absolutamente aceite entre a doutrina norte americana o momento em que realmente se dá o nascimento deste tipo de paradigma sob a forma de Estado Regulador naquele país.<sup>9</sup>

Para muitos, este modelo de Estado surgia partir do movimento New Deal, o que se deu por volta dos anos trinta do século XX, no entanto, existem autores que entendem que apenas na década de 60 se mostraram sinais de um avanço que prosseguiria na ideia de um Estado Regulador.<sup>10</sup>

---

<sup>7</sup>Cfr. Gonçalves, Pedro Costa – “Direito Administrativo da Regulação”, em Estudos de Homenagem ao Professor Doutor Marcello Caetano no Centenário do seu Nascimento, Coimbra, Coimbra Editora, 2006, p. 535-573

<sup>8</sup> Cfr. Vital Moreira e Maria Fernanda dos Santos, Autoridades Reguladoras Independentes, p. 17-21.

<sup>9</sup> Cfr. Paul Teske, Regulation in the States, Brookings Institution Press, Washington, DC, 2004, em especial p. 22 e segs.

<sup>10</sup> Cfr. Harold Seidman e de Robert Gilmour, Politics, Position and Power, 4.a edição, Oxford University Press, New York, 1986, p. 119.

O plano de substituir o estado por estas agências reguladoras passa a ideia que o estado se considera incapaz de administrar o sector público da economia e por isso também incapaz de exercer a função de regulação. Esta solução respeita o dogma liberal da divisão entre o Estado e a economia, entendendo que o estado deve observar-se afastado da economia, porque a economia é a esfera do sector privado e o Estado é uma instância política.

No que respeita, ao caso específico português, e já após a Revolução de Abril de 1974 e de todas as nacionalizações que se acompanharam, deu-se início a um processo de crescente abertura à iniciativa económica privada, essencialmente a partir da década de 90 do século passado.

Inicialmente o Estado reduziu a sua participação na economia retirando-se da produção direta de bens e após privatizou os serviços públicos, melhor dizendo, a gestão dos mesmos. Todavia, como afirma Paulo Otero,<sup>11</sup> a intervenção administrativa apenas se alterou, porque o antecedente “Estado prestador” se converteu no “Estado regulador”. A liberalização de determinados sectores, que se encontravam vedados à iniciativa económica, cominou numa tendência desreguladora, não no sentido liberal, mas no facto de ser essencial descobrir uma nova configuração de regulação.<sup>12</sup> Este procedimento passou em primeiro lugar, pela percepção de que não existem apenas duas posições de intervenção pública, do Estado liberal, ou do Estado social, mas também uma posição que se poderá dizer intermédia de responsabilidade pública, onde surge o Estado Regulador e de Garantia.<sup>13</sup>

---

<sup>11</sup> Cfr. Paulo Otero, *Legalidade e Administração Pública: o sentido da vinculação administrativa à juridicidade*, Almedina, 2007, p. 298 e segs.

<sup>12</sup> Cfr. João Luís Mendonça Gonçalves, “da independencia das autoridades reguladoras independentes”, dissertação de mestrado em Direito e Gestão”, Universidade Católica de Lisboa, 2014 p. 8.

<sup>13</sup> Cfr. Pedro Costa Gonçalves, “Entidades Privadas com Poderes Públicos”, Almedina, 2008, p. 163 e segs., bem como, do mesmo autor, Pedro Costa Gonçalves, “Reflexões sobre o Estado Regulador e o Estado Contratante”, Coimbra 2013, p. 54. O autor explica que no Estado Liberal está explícita uma responsabilidade de base, enquanto que no Estado Social existe uma obrigação de execução. A responsabilidade de base aparece num nível legislativo, ao invés, na responsabilidade de execução, em que o Estado tem de concretizar limitadas tarefas.

Nesta senda, pode concluir-se, que o Estado tem a poderosa tarefa de certificar e de proporcionar os fins de interesse público, tendo por um lado a finalidade de garantir o bom funcionamento do mercado e da concorrência e, por outro lado, a garantir a confiança e segurança dos mercados <sup>14</sup>, a protecção dos direitos dos consumidores, estabelecendo o equilíbrio entre ambos.

O que se pretende é que o Estado regulador fique reduzido ao mínimo indispensável, mas que possa garantir que o mercado funciona a preços suportáveis por todos os cidadãos, sendo esta a função de garantia do Estado, tendo como principal instrumento os poderes de regulação.

Um dos objetivos prioritários deste sistema regulador no modelo pós-intervencionista é exactamente a ideia de “criar mercado”, sempre que tal seja possível, onde subsistam monopólios públicos (regulação para a concorrência), e assim, obter a liberalização generalizada dos antigos serviços que eram exclusivos públicos.

O Estado regulador tem como objecto proceder à ruptura dos segmentos das “indústrias de rede” capazes de serem abertas à concorrência, como é o caso da produção de electricidade, os serviços das telecomunicações ou os serviços de transportes.

---

<sup>14</sup> Cfr. Ferreira, Eduardo Paz e Luís Morais, “Regulação em Portugal: Novos tempos, novo modelo?” Almedina, 2009

## **2. Os modelos de Regulação (ou supervisão) do Sector Financeiro**

O sistema financeiro assenta numa visão tripartida que compreende a actividade bancária, a actividade seguradora e a actividade dos mercados de valores mobiliários.

Este sistema financeiro denomina-se como um método e conjunto de instituições-que certificam a canalização da poupança para o investimento nos mercados financeiros, por meio de compra e venda de proveitos financeiros, exercendo um papel de intermediação entre os agentes económicos que ora se assumem como aforradores ora como investidores.

O termo “Regulação” poderá ser entendido como a capacidade normativa concedida ao Regulador, comprometendo-se a acompanhar o mercado e o sector económico em causa, produz normas e deliberações de carácter genérico e, contrariamente, o termo “Supervisão” compreende-se como os poderes de acompanhamento da actividade das entidades reguladas, os actos administrativos.

Assim, pode dizer-se que o termo “supervisão” padece de um sentido amplo, que alcança quer a regulação, quer a supervisão, em sentido estrito.

O desempenho da regulação pelo Estado manifesta-se no estabelecimento de regulamentos gerais e abstractos de modo economicamente distribuído, com a intenção de fortalecer ou controlar a livre concorrência, abrangendo diversos poderes, que se podem reunir em:

- 1- Poderes de informação e acompanhamento, cujo propósito é o de o agente regulador se informar acerca das situações que caem sob a sua alçada assistindo ao desempenho das entidades reguladas e realizando uma verificação preliminar para que a informação possa ser dirigida ao público;
- 2- Poderes normativos, o regulador projecta as regras gerais e abstratas para o sector regulado;
- 3- Poderes de decisão concreta, onde se incluem os poderes do regulador de conceder autorizações e licenças, de manter registos, entre outros.;

- 4- Poderes de fiscalização concreta, através dos quais o regulador certifica o cumprimento daquilo que tenha sido por si definido;
- 5- Poderes sancionatórios, através dos quais o regulador cumpre as suas funções de prudência e retribuição de violações praticadas pelas entidades reguladas.<sup>15</sup>

Os modelos de supervisão financeira compreendem a forma de organização das instituições oficiais responsáveis pela regulação e supervisão dos mercados financeiros, incorporando os mercados bancários, os mercados dos seguros e os mercados de capitais, e assenta em princípios fundamentais como a transparência, a independência, a responsabilidade e a integridade.

Foram surgindo diferentes modelos de supervisão que se julgam mais adequados a cada situação, aspectos como a evolução histórica do país, a estrutura do sistema financeiro, o peso do Estado nos mercados financeiros, a organização política ou a própria dimensão do país, são aspectos que delimitam as características de todo o sistema e que, por isso, são importantes na concepção de um modelo de supervisão financeira mais adequado.

A principal distinção entre os diferentes modelos de supervisão financeira é quanto ao número de entidades envolvidas na regulação e supervisão. Alguns modelos prevêm a existência de várias entidades especializadas responsáveis por cada um dos sectores do sistema financeiro e outros prevêm apenas um órgão responsável por todos os aspectos de regulação no sistema financeiro. Apresentam-se de seguida alguns exemplos:

---

<sup>15</sup> Cfr. António Menezes Cordeiro, Manual de Direito Bancário, 3ª Edição, 2006, Almedina, p. 739 e segs.

O modelo de supervisão financeira Monista que se caracteriza pela existência de uma única autoridade de supervisão, com poderes de actuação que abrange todo o sistema financeiro, independentemente da área de actividade, ou dos objectivos da regulação, e fundamenta-se como uma autoridade de controlo com responsabilidade em todos os mercados e agentes, e detém funções que alcançam praticamente todos os objectivos da regulamentação, que vai desde a solidez do sistema financeiro, apoio ao consumidor e eficácia dos mercados.

As desvantagens deste modelo serão sempre o facto de o sucesso do mesmo estar fortemente e quase unicamente subordinado num digno grau de estrutura interna, de organização e de coordenação de forma a não ser demorado o processo de resolução. Também os problemas relacionados com objectivos de conflitos de regulação, como seja o “trade off”<sup>16</sup> entre competição e estabilidade. Este modelo já se encontrou presente na fase inicial da regulação do sistema financeiro, sendo que esta posição era exercida muitas vezes pelo Banco Central.

O modelo de supervisão financeira *twin peaks*,<sup>16</sup> que estabelece a existência de duas entidades de supervisão autónomas e independentes entre si, mas ambas com poderes transversais sobre todos os sectores do sistema financeiro. A essência deste modelo encontra-se na divisão da supervisão prudencial da supervisão comportamental em dois reguladores distintos com competências e poderes específicos.

O modelo de supervisão financeira tripartido, é o modelo mais tradicional, a sua estrutura assenta na divisão natural entre os três subsectores de actividade: banca, mercado de valores mobiliários e seguros. A distribuição é, portanto, realizada de acordo com o tipo de instituição financeira, sendo que cada segmento tem a sua autoridade de supervisão específica.

---

<sup>16</sup> O *trade-off* envolve um conflito de escolha e uma conseqüente relação de compromisso, porque a escolha de uma coisa em relação à outra, implica não usufruir dos benefícios da coisa que não é escolhida. Isso envolve que para que aconteça o *trade-off*, um elemento que faz a escolha deve conhecer os lados positivos e negativos das suas oportunidades

<sup>17</sup> Eilís Ferran, Institutional Design – The Choices for National Systems, in moloney/ferran/payne, the Oxford Handbook of Financial Regulation, 2015, e Sofia Nascimento Rodrigues, A Reforma do Sistema Português de Supervisão Financeira, in direito dos valores mobiliários, volume x, 2011.

Comum a todos os modelos é a necessidade de enquadrar um conjunto de elementos de regulação e supervisão sobre o sector financeiro que se resume a estabilidade financeira, supervisão prudencial e supervisão comportamental.

A supervisão prudencial, que se materializa na criação e aplicação das normas que visam a boa e prudente gestão das instituições, sendo que visa preservar a solvabilidade e a liquidez das instituições e garantir a estabilidade e resiliência das mesmas.

Esta modalidade de supervisão tem uma função essencialmente preventiva, mas não substitui a gestão competente e o controlo interno eficaz das instituições financeiras.

É ainda necessário referir que existem outros intervenientes importantes cujas funções e competências devem ser aludidas, como é o caso dos auditores internos e externos, que fazem parte do grupo de trabalhos destas instituições.

A supervisão prudencial realiza um importante papel ao nível da construção da confiança pública no sistema, sendo um elemento fundamental para o bom funcionamento, uma vez que nenhum agente quererá actuar num mercado em que não confia e que não apresenta garantias mínimas para poder desenvolver a sua atividade.

A supervisão comportamental, institui as regras de conduta das instituições de crédito, das sociedades financeiras e das instituições de pagamento que garantam a transparência de informação nas fases contratuais e pré-contratuais, nomeadamente no domínio da publicidade, e a equidade nas transacções de produtos e serviços financeiros entre as entidades supervisionadas e os seus clientes, permitindo também o direito dos mesmos apresentarem directamente reclamações ao supervisor.

A supervisão comportamental <sup>18</sup> é aquela que aborda de forma directa o contacto e as relações entre o prestador de serviços e o consumidor final.

---

<sup>18</sup> Cfr. A Reforma Institucional da Regulação Financeira no pós-Crise, p. 26 e segs.

Em oposto à orientação para a actividade retalhista das instituições financeiras, característica da supervisão comportamental, a supervisão prudencial preocupa-se essencialmente com aspectos do funcionamento interno das sociedades (com a infraestrutura financeira em que se apoiam), quer tomadas isoladamente (micro-prudencial) quer em conjunto (macro-prudencial).<sup>19</sup>

Em Portugal vigora o sistema de supervisão institucional, com as três autoridades estabelecidas e independentes que supervisionam o sistema financeiro nacional, estruturadas nos respectivos subsectores, o bancário, o mobiliário e o segurador: o BdP, a CMVM e ASF, respectivamente.

---

<sup>19</sup> Relativamente à supervisão macroprudencial, Claudio Borio, “Implementing the macroprudencial approach to nancial regulation and supervision”, p.101 e segs. Sobre a relevância da supervisão macroprudencial, ver Relatório De Larosière de 2009. Relativamente à supervisão macro-prudencial realizada pelo Comité Europeu do Risco Sistémico, p. 159 e segs.

### 3. Regulação do Estado

A Regulação em sentido estrito consiste em permitir as condições de exercício das actividades reguladas, a execução de um papel orientador do sistema, o estabelecimento de regras e condutas, garantindo o equilíbrio de um determinado sistema ou mecanismo.

Em sentido restrito, a regulação envolve as actividades de regulamentação, supervisão, da aplicação de padrões e de sanções.

Pedro Costa Gonçalves<sup>20</sup>, afirma que o conceito de Regulação do Estado corresponde a uma responsabilidade estadual de disciplina sobre o funcionamento da economia e do mercado, bem como a função de proteger os bens públicos, sendo uma regulação económica e social e, portanto, um sistema de orientação de condutas, que funciona de uma forma muito positiva através da emissão de recomendações ou de forma negativa, através de proibições e sanções.

Nas palavras do Professor, J. L. Saldanha Sanches<sup>21</sup>, a Regulação “*é a concepção de normas jurídicas que visam disciplinar o exercício de certas actividades, como modo de acesso a certos bens ou o desempenho de certas actividades comerciais.*”

---

<sup>20</sup> Cfr. Pedro Costa Gonçalves, “Reflexões sobre o Estado Regulador e o Estado Contratante”, Coimbra 2013, p. 12 a 95. O autor reconhece os cinco estágios de um processo regulatório: a agenda (identificação da matéria que vai ser objeto de regulação), a negociação das regras, implementação das regras pelos regulados e pelos reguladores, acompanhamento e controlo e a imposição do cumprimento das regras ou reacção ao incumprimento das mesmas.

<sup>21</sup> Cfr. J. L. Saldanha Sanches, “A regulação: história breve de um conceito”, in Revista da Ordem dos Advogados, 2000, p. 5 e sgs.

Por outro lado, o Professor, Vital Moreira <sup>22</sup> distingue que o Estado Regulador assenta em duas ideias, inicialmente, que se devem instituir regras de conduta e só depois as implementar, restabelecendo o funcionamento do sistema regulador de forma equilibrada, *“imposição de regras e controlos pelo Estado com a intenção de dirigir, restringir ou alterar o comportamento económico das pessoas e das empresas, e que são apoiadas por sanções em caso de desrespeito.”* O mesmo, reconhece ainda três formas de regulação, aquela que é exercida pelo Governo, pelos Ministérios e departamentos governamentais das áreas económicas, a que é executada por organismos reguladores relativamente independentes e a regulação exercida por organismos reguladores independentes.

De acordo com Vital Moreira, os poderes de regulação das entidades reguladoras independentes são basicamente três, a aprovação das normas adequadas (poder normativo), em seguida, a sua correta implementação (poder executivo) e por fim, a fiscalização do cumprimento ou não das mesmas e a correspondente punição pelas infrações.

A liberalização imposta pelo Direito da União Europeia com vista à conclusão dos regimes de monopólio que ainda vão permanecendo em alguns Estados-Membros e em particular em alguns sectores económicos tradicionais, destacando, no entanto, que persiste uma completa estabilidade do modelo de Estado Regulador.

---

<sup>22</sup> Cfr. Vital Moreira, *Auto-regulação profissional e administração pública*, Almedina, 1997, p.34 a 47.

Concretamente no plano nacional, Portugal viu o seu processo de estabilização do modelo de Estado Regulador sofrer recentemente um forte e decisivo impulso, devido ao peculiar contexto político, económico e financeiro que transportou em 2011 o nosso país a recorrer ao auxílio financeiro da União Europeia e do Fundo Monetário Internacional, que conduziu à assinatura de um Memorando de Entendimento sobre as Condicionalidades da Política Económica com uma estrutura tripartida constituída pela Comissão Europeia, pelo Banco Central Europeu e pelo Fundo Monetário Internacional, que aparenta não deixar muitas dúvidas a este respeito pois as regras explanadas no referido Memorando são claras, acelerar a privatização de empresas públicas responsáveis pela prestação de serviços públicos, liberalizar os mercados, reforçar a concorrência, assim como os poderes dos reguladores sectoriais e suprimir os direitos especiais do Estado em empresas privadas (golden shares).<sup>23</sup>

Estas orientações viriam a ser, entretanto, incorporadas no Programa do XIX Governo Constitucional,<sup>24</sup> o qual conjecturou mudanças substanciais nos sectores dos transportes ferroviários, dos serviços postais, das comunicações eletrónicas e da energia, sobretudo na privatização de empresas públicas que eram consideradas essenciais para a economia nacional e de omissão dos direitos especiais (golden share) do Estado enquanto accionista em algumas empresas. A intenção seria desenvolver a concorrência nos mercados através da sua participação no sector privado e na diminuição da intervenção direta do Estado.

---

<sup>23</sup> Esta medida mostra-se, em conformidade com a recente jurisprudência comunitária nesta matéria que por duas vezes analisou os direitos especiais detidos pelo Estado Português em empresas como a Portugal Telecom, SGPS, SA e a EDP – Energias de Portugal, SA incompatíveis com as disposições do Tratado relativas à livre circulação de capitais (cfr. o Acórdão do Tribunal de Justiça da União Europeia, de 8 de Julho de 2010, enunciado no processo C-171/08 (processo Portugal Telecom) bem como Acórdão do mesmo Tribunal, de 11 de Novembro de 2010, proferido no processo C-543/08 (processo EDP).

<sup>24</sup> Cfr. Programa do XIX Governo Constitucional, Presidência do Conselho de Ministros, 2011, p. 139.

As opções políticas são adoptadas de acordo com o preceituado na Constituição sobre qual deverá ser o papel do Estado em matéria de intervenção económica, sendo que a CRP opera “(...) *como um limite da liberdade de decisão política e de conformação legislativa, definindo as respectivas fronteiras, que não podem ser ultrapassadas, e determinando o respectivo sentido, que não pode ser invertido ou desviado*”.<sup>25</sup>

Neste recente contexto, a questão será, a de saber se haverá margem de forma a poder proteger a completa afirmação de um Estado Regulador à luz da actual Constituição.

Se tivermos em conta que a Constituição de 1976 remonta a um período especial da nossa democracia, reconhecida, na sua primeira versão, por um vigoroso peso socialista, que na altura já se apresentava em verdadeira ruptura com as correntes neoliberais que começavam a surgir e a conquistar a Europa.

A ideia seria limitar pela Constituição da República Portuguesa, quais são as tarefas do Estado e em que medida se apresentam conciliáveis com o modelo de Estado Regulador, implicando ter de ser feito um exame do âmbito e respetivos limites da reserva do sector empresarial do Estado, principalmente interrogando até de que forma esta reserva a favor do sector público coloca em causa um modelo de interferência indireta do Estado na economia, importa igualmente elucidar de que forma o principio da subsidiariedade da intervenção pública alcança, em concreto, no nosso ordenamento jurídico e de que forma o mesmo se conjuga com um novo paradigma de relação entre o Estado e a sociedade, característico do Estado Regulador.

---

<sup>25</sup> Cfr. J. J. Gomes Canotilho e Vital Moreira, *Constituição da República Portuguesa Anotada*, volume I, 4.a edição revista, Coimbra Editora, 2007, p. 942.

A Regulação de um Estado, pode ser transversal ou sectorial, sendo que a primeira actua sobre todo o mercado, assegurando a concorrência dos mesmos, enquanto a segunda, actua sobre determinados sectores da economia, tendo em conta as suas particularidades.

### **3.1 Regulação Transversal**

O Estado Regulador tem como principal tarefa estabelecer um conjunto de regras gerais que possam ser aplicáveis a todos os setores da economia. Estas regras têm como propósito o correcto auxilio e exercício do mercado, de forma obter a protecção de todos os intervenientes nos mercados.<sup>26</sup> A regulação transversal é essencialmente uma forma de regulação económica e social, a ser aplicada aos agentes económicos, como é o caso da Regulação da Concorrência.<sup>27</sup>

A Autoridade da Concorrência<sup>28</sup>, doravante AdC, foi criada para adaptar o mercado, definindo os seus limites e criando regras que proibam abusos por parte dos agentes económicos e a sua actuação é transversal a toda a actividade económica, não existindo por isso, sectores económicos excluídos do círculo da sua intervenção. No seu exercício, a mesma dispõe de poderes sancionatórios, de supervisão e de regulamentação, de acordo com o preceituado nos seus estatutos aprovados pelo D.L nº 10/2003, de 18 de Janeiro e pela Lei da Concorrência, a Lei nº 18/2003, de 11 de Junho, revogada pela actual Lei nº 19/2012, de 8 de Maio.

A Regulação Transversal tem assim como finalidade o acompanhamento do mercado e consequentemente a sua fiscalização. As autoridades competentes são por via de regra as Autoridades Administrativas gerais, desde o Ministério da Economia e o Ministério do Ambiente às Câmaras Municipais.

---

<sup>26</sup> Cfr. Pedro Costa Gonçalves, “Reflexões sobre o Estado Regulador e o Estado Contratante”, Coimbra, Coimbra Editora, p.80-81

<sup>27</sup> Cfr. Pedro Costa Gonçalves, Regulação, Electricidade e Telecomunicações - Estudos de Direito Administrativo da Regulação, Coimbra Editora, 2008, p. 17.

<sup>28</sup> Criada pelo Decreto-Lei nº 10/2003, de 18 de janeiro e revogado pelo Decreto-Lei nº 125/2014, de 18 de agosto, que aprova os estatutos da Autoridade da Concorrência.

## 3.2 Regulação Sectorial

A Regulação Sectorial diferencia-se da Regulação Transversal, porquanto a primeira é aplicável a todos os sectores da economia, enquanto a segunda regula especificamente cada sector económico. Cabe ao Estado a tarefa de reconhecer quais as áreas que fundamentam uma regulação específica e adequada a cada sector.

Os diplomas supra referidos de 2003 beneficiam a separação funcional de tarefas entre as autoridades, definindo princípios gerais de relacionamento entre a AdC e as Autoridades Reguladoras sectoriais em matéria de práticas restritivas e operações de concentração de empresas.<sup>29</sup>

Na regulação por contrato, os agentes económicos e o Estado têm a possibilidade de acordar as regras para o exercício da atividade. No modelo misto, é feita uma conexão entre ambas as formas de regulação.

A Regulação pode ser realizada por agências ou autoridades, por contrato ou por modelo misto. Na regulação por agências ou autoridades existe uma estrutura administrativa no sentido de conduzir, auxiliar e controlar as condutas dos agentes regulados, sendo por isso uma regulação económica por parte do Estado, conhecida como uma forma de determinar regras e normas, ou até mesmo de direcionar o campo de desenvolvimento da actividade económica.

---

<sup>29</sup>Os diplomas ao instituírem um processo de informação e consulta recíprocas auxiliaram na superação de conflitos relativamente à aplicação do direito da concorrência por parte das autoridades competentes. A mesma solução é visível na experiência comparada - espanhola, francesa e italiana. Marques, Almeida e Forte, *Concorrência e Regulação*, Coimbra Editora, 2005, p. 221-227; p. 240-245 e p.255- 259.

Em Portugal, a figura das ARI remonta à 4ª revisão constitucional, em 1997, cujo artigo 267º, nº3 da CRP dispõe: “*A lei pode criar entidades administrativas independentes.*”<sup>30</sup>. Mas não foi assim tão simples de regulamentar, uma vez que o surto de desconfiança e conservadorismo enraizado numa cultura paternalista do Estado, sempre se revelou um obstáculo à inovação e materialização de uma política de concorrência efectiva.

Uma realidade limitada, mas que felizmente foi sendo, pouco a pouco, desmistificada. O aparecimento das ARI sensivelmente na década de 80/90 do século passado, remonta ao modelo institucional de regulação norte-americano com a criação das “*independent agencies*” e “*independent regulatory commissions*”,<sup>31</sup> uma realidade já com mais de um século.

Algumas entidades reguladoras em operação no território nacional são: o Banco de Portugal, entidade reguladora do sector bancário, a CMVM – Comissão de Mercado e Valores Mobiliários, a AMT – Autoridade da Mobilidade e dos Transportes, a ASF – Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões, a ERS – Entidade Reguladora para a Saúde.

---

<sup>30</sup>Note-se contudo que, por vezes, o legislador se refere a entidades reguladoras independentes com sentido semelhante ao de autoridades reguladoras independentes. É disso exemplo a epígrafe do art. 6º do D.L nº 10/2003 que refere autoridades reguladoras sectoriais, enquanto o corpo do artigo utiliza a expressão entidades reguladoras sectoriais. Uma imprecisão que suscita dificuldades de qualificação dos conceitos, ao incluir-se ao lado de reguladores como a ANACOM e a ERSE o IMOPPI, um Instituto Público que não goza de um estatuto de independência semelhante aos primeiros. Marques, Almeida e Forte: 2005, p. 10. O que leva a concluir pela existência de reguladores fortes verdadeiramente autónomos, enquadrados na categoria das autoridades administrativas independentes e reguladores fracos, próximos das formas directas da administração pública estadual

<sup>31</sup> Entidades autónomas, não sujeitas ao poder de direcção do Presidente, assumindo funções ‘quase legislativas’ e ‘quase jurisdicionais’.” Paz Ferreira e Luís Morais, 2009, p. 27.

A crescente interação entre as duas políticas — a de regulação (sectorial) e a da concorrência (transversal) — e a eventual conformidade entre os fundamentos dos quadros normativos que lhes dão corpo não fazem desaparecer, necessariamente, o problema da articulação entre as autoridades responsáveis por cada uma delas.

Na maioria dos casos analisados, mantêm-se duas autoridades separadas, uma responsável pela regulação sectorial e outra pela concorrência; as suas competências podem ser mais ou menos sobrepostas; e qualquer delas deve hoje proteger directa ou indirectamente a existência de concorrência nos mercados respectivos.<sup>32</sup>

### **3.3 Regulação dos Mercados Financeiros e de Capitais em particular**

O sistema financeiro apresenta um impacto de grande complexidade na economia real.

As instituições financeiras são distinguidas das empresas pelo reduzido peso dos activos reais no seu balanço.

Nas palavras de Carlos Costa Pina<sup>33</sup> “*o sistema financeiro compreende o conjunto ordenado de princípios e regras relativos à organização e funcionamento das instituições e dos mercados financeiros aos ativos que nos mesmos são transacionados (...), e às operações que tendo estes por objeto, naqueles têm lugar*”

---

<sup>32</sup> Marques, Almeida e Forte, *Concorrência e Regulação (A relação entre a Autoridade da Concorrência e as Autoridades de Regulação Sectorial)*, Coimbra Editora, 2005,

<sup>33</sup> Cfr. Carlos Costa Pina, *Instituições e Mercados Financeiros*, Almedina, Janeiro 2005, p. 21.

O desenvolvimento das economias está dependente do mercado de capitais, tornando-se um instrumento essencial que visa permitir que as empresas se aperfeiçoem e se tornem capazes de financiar as ideias dos indivíduos.

O mercado de capitais difere do sistema financeiro, porquanto o mercado de capitais é um plano de distribuição dos valores mobiliários eficientes em oferecer liquidez aos títulos de emissão das empresas, possibilitando o processo de capitalização. Encontra-se incorporado pelas bolsas de valores, sociedades correctoras e outras instituições financeiras.

O seu fim é a canalização dos recursos financeiros das sociedades para o comércio, a indústria e outras actividades económicas.

Ao invés, o sistema financeiro compreende o conjunto de instituições financeiras que asseveram a canalização da poupança para o investimento nos mercados financeiros, através da compra e venda dos resultados financeiros. investidores.

Nos dias de hoje, com a Regulação dos Mercados Financeiros e de Capitais, subsiste muita ponderação relativamente às falhas do mercado, e, desta forma, a necessidade de estabelecer objectivos a alcançar com a regulação.

A imperfeita regulação financeira pode deslocalizar investimento, o que afetará o desenvolvimento da economia. Importa salientar que uma boa entidade de regulação não é condição suficiente para que se consiga desenvolvimento económico, no entanto será sempre condição indispensável, desta maneira, é função indispensável da Autoridade que regule em desenvolver a concorrência e conseqüentemente a transparência, atestando a integridade da informação disponibilizada ao mercado, bem como dos contratos financeiros transacionados, o que provocará a confiança de todos os agentes económicos no sistema financeiro.

A regulação do mercado de capitais em Portugal e praticamente por todo o mundo tem tido uma origem mais reactiva do que proactiva, pois analisando os principais marcos da regulação financeira durante o último século, conseguimos perceber que foram as crises financeiras que originaram o extenso intervencionismo público na economia e a consequente necessidade de regulação.

#### **4. Instrumentos Jurídicos de Regulação**

Nas palavras de Eduardo Paz Ferreira e de Luís Morais<sup>34</sup>, a regulação económica consiste na “*intervenção indirecta na actividade económica produtiva – indirecta, porque se elimina a participação pública directa na actividade empresarial – incorporando algum tipo de condicionamento ou coordenação daquela actividade e das condições do seu exercício, visando garantir o exercício equilibrado da mesma actividade em função de determinado objetivos públicos*”.

A regulação económica pode ter diferentes propósitos, consoante o momento da actividade económica, podendo tratar-se de uma regulação estrutural visando a regulação no sentido de estruturar cada sector que será regulado, principalmente no caso da regulação do acesso à actividade com as exigências da criação de bancos ou companhias de seguros, ou mesmo do acesso dos operados às próprias redes, seja de serviços ou transportes.

---

<sup>34</sup> Cfr. Eduardo Paz Ferreira e Luís Morais, Regulação em Portugal: Novos tempos, novo modelo? Coimbra: Almedina, 2009, p. 22.

A regulação pode ter ainda como finalidade o planeamento e direcção dos operadores, de forma jurídica com a organização como sociedade comercial, ou com o seu sistema de governo (corporate governance), com a política de retribuições (recompensas de gestão e benefits), as divergências, entre outras, nos dias de hoje, são temas correntes na regulação financeira, sendo que, esta pode incidir sobre as características e a capacidade dos produtos e dos serviços, ou mesmo sobre o modo de produção e prestação, o que acaba por ocorrer com a regulação da qualidade e autenticação de produtos e serviços.

Por último, pode tratar-se de “regulação comportamental”, ou seja, com o comportamento dos agentes económicos, nomeadamente na sua relação com os consumidores.

Ingresso agora, no plano dos instrumentos jurídicos de regulação atribuídos pelo Estado às Entidades Administrativas Independentes e Institutos Públicos.

A origem das normas regulatórias advém do poder público e é dirigida também à própria Administração, por forma a dar-lhe atribuições para o exercício do poder de regulação administrativo, contudo e como sustenta, Paula Costa e Silva, a competência das entidades reguladoras independentes não pode consistir em “*inovação normativa, mas tão somente a execução, por complementação legalmente habilitada, de normas preexistentes*”.<sup>35</sup>, veja-se ainda, na mesma linha de pensamento, Gomes Canotilho e Vital Moreira<sup>36</sup> que admitem o mesmo entendimento, ao afirmarem que o nº 6 do artigo 112º da CRP que os actos desta natureza se consideram vedados de interpretar, modificarem, suspenderem ou revogarem a lei, sob pena de interferência da actuação administrativa na esfera legislativa.

---

<sup>35</sup> Cfr. Paula Costa e Silva, “As autoridades independentes. Alguns aspetos da regulação económica numa perspetiva jurídica” in Revista O Direito, ano 138o, III (2006), p. 555.

<sup>36</sup> Cfr. Gomes Canotilho e Vital Moreira, Constituição da República Portuguesa Anotada, 3a ed., Coimbra, 1993, sub art. 112º.

Para identificar os princípios e regras gerais de criação, organização e funcionamento das ARI foi editada a Lei nº 67/2013, chamada de Lei-quadro das entidades reguladoras (LQER) em Portugal. Esta, para além de identificar as entidades reguladoras já existentes à época da sua publicação, determina a adequação de seus estatutos às novas regras e proporciona, ou pelo menos não obsta à criação de novas entidades, desde que cumpram o disposto na LQER.

A LQER identifica as ARI como pessoas colectivas de direito público, dispõe sobre a sua isenção parcial dos poderes de direcção e de supervisão do Governo<sup>37</sup> e limita as suas autonomias administrativas e financeiras.

Para o cumprimento do seu exercício, as ARI gozam de uma ampla margem de discricionariedade, fruem um elevado nível de especialização técnica e dispõem de alguns poderes para proporcionar uma actuação efectiva, como por exemplo, os poderes normativos, o poder sancionatório, o poder de fiscalização, entre outros.

Para que consigam cumprir adequadamente as suas funções, seja qual for a esfera de jurisdição e a extensão das suas atribuições, as ARI dispõem, conforme alínea “e” nº 2 do artigo 3º da LQER, de poderes de regulação, de regulamentação, de supervisão, de fiscalização e de sanções a aplicar aos infratores.

Destes, salientam-se os poderes de supervisão, por exemplo, o poder de ordenar inspeções e auditorias, os poderes sancionatórios, que autorizam a aplicação de coimas (sanções pecuniárias) e de sanções acessórias, como a suspensão ou encerramento de serviços e estabelecimentos. As ARI aproveitam ainda os poderes de autoridade administrativa para ordenar medidas provisórias, além da possibilidade de emitir injunções.

---

<sup>37</sup> Cfr. Rui Machete, o papel dessas entidades “representa um modo de prossecução do interesse público diferente da realizada pelas autoridades públicas tradicionais dependentes do executivo”, *O Direito Administrativo português no último quartel do século XX e nos primeiros anos do século XXI*, in Estudos de Direito Público, 2004. Coimbra Editora, Coimbra, p. 288.

O poder de supervisão garante o eficiente cumprimento das normas regulamentares emitidas pelas próprias ARI e actos normativos aplicáveis ao sector regulado.

A fiscalização configura-se como um poder/dever das entidades fiscalizadoras no cumprimento da lei e as condições da prestação dos serviços ou da exploração da actividade regulada. É uma forma de certificar a adequação do comportamento dos agentes regulados aos conselhos legais e normativos do sector.

Ligado aos poderes de supervisão e fiscalização reside o poder sancionatório como efeito de violação ou de falta de cumprimento das normas aplicáveis. No caso português, a CRP admite a utilização do poder sancionatório, especificamente, em casos de ilícitos administrativos<sup>38</sup> .

O Estado auxilia-se dos instrumentos como forma de assistência à tarefa de regular, sendo estes indiferentes para a acepção do respectivo conceito, razão pela qual o conceito de regulação deve compreender todas as medidas de condicionamento da actividade económica, quer sejam executadas através de leis, de regulamentos, actos ou contratos administrativos ou até por meios judiciais.

Em sentido amplo, a regulação pública inicia-se sempre com a deliberação político-legislativa de subordinar determinada actividade económica à regulação pública. Um Estado de direito, é aquela cuja totalidade da actividade administrativa tem por base a lei, e assim sendo a actividade administrativa regulatória funda-se necessariamente numa lei.

---

<sup>38</sup> Cfr. Vital Moreira, A nova entidade reguladora da saúde em Portugal, in Revista de Direito Público Económico, Editora Fórum, Belo Horizonte, ano 2, 2004 n° 5, p. 131.

A resolução político-legislativa inicial elucida em regra a dominação de regular os princípios básicos do regime regulatório criado e os principais instrumentos postos à disposição das autoridades reguladoras, sendo por isso, que a linha regulatória se inicia sempre com a lei, que pode ir longe na pormenorização das meios e das incumbências regulatórias, ou, por outro sentido se pode abster de o fazer, incumbindo esse desenvolvimento na Administração regulatória, sendo que, a concepção de regulação administrativa só compreende os instrumentos administrativos, minimizando portanto a atividade legislativa e a atividade judicial. Em sentido estrito, a linha regulatória segue três fases:

1. A manifestação e emissão de regras de procedimento (rule making ou rule setting);
2. A aplicação e supervisão no uso das normas regulatórias (rule implementation e rule supervision);
3. Aplicação de sanções se for caso de incumprimento das normas (rule enforcement);

Os poderes da administração regulatória não se distinguem estruturalmente da Administração Pública em geral. Porém, a administração regulatória é qualificada em geral por dois traços específicos: amplos poderes discricionários das entidades reguladoras, particularmente as Autoridades Reguladoras Independentes, quer ao nível regulamentar, quer ao nível da fiscalização administrativa, quer, por último, ao nível do poder sancionatório; concentração dos poderes normativos e sancionatórios na mesma autoridade administrativa, a autoridade reguladora, distintamente do que ocorre na administração global, em que tais fases se encontram em geral desagregadas, cabendo a diferentes organismos administrativos.

Quanto ao grau de regulação, é habitual a distinção entre “regulação dura” (hard regulation) e “regulação leve” (soft regulation ou light-handed regulation). Como o nome diz, a primeira traduz-se no uso de instrumentos fortes de intervenção regulatória, incluindo normas regulamentares, supervisão intensa e aplicação de sanções, impondo assim os comportamentos dos agentes, enquanto a segunda forma designa a regulação levada a cabo com instrumentos menos intrusivos da actividade regulada, nomeadamente por via de recomendações e advertências, sugerindo e incentivando os agentes económicos.

Uma outra perspectiva relativa a estratégia regulatória é a retratada na pirâmide de Ayres e Braithwaite<sup>39</sup>, que 1992 foi concebida a teoria da regulação em resposta ao crescente debate sobre a postura da Regulação do Estado.

Defendem uma estratégia gradual, elaborada em sequência, de meios e de instrumentos de regulação, iniciando por aqueles que serão menos invasivos na independência dos regulados e acolhendo-os posteriormente, se se der um caso de fracasso, métodos ou configurações gradualmente mais fortes.

Ayres e Braithwaite, empregam duas extensões aquando da utilização da estratégia da regulação gradual, especialmente no modo e formato regulatório, que começa na autorregulação, (que se entende como a regulação conduzida pelos próprios destinatários da regulação, ou seja, expressa a regulação dos mercados pelos próprios agentes económicos interessados, em oposição à heterorregulação, onde a regulação é efectuada pelo Estado), após pela correção até à regulação pública directa.

Exprimem também quanto a modelos de “enforcement”, sendo que estes vão desde a o aviso até à censura e consequentes multas, pelas interrupções ou até pela possível conduta de retirar licenças, terminando muitas vezes em sanções criminais. Nada mais é do que uma estratégia que cumpre o princípio de subsidiariedade das formas mais fortes de regulação em relação às configurações mais “débeis”, e, em ultimo caso, só quando estas se manifestem verdadeiramente ineficazes é que é necessário recorrer a meios mais “fortes”, subindo ao longo da escala já apresentada.

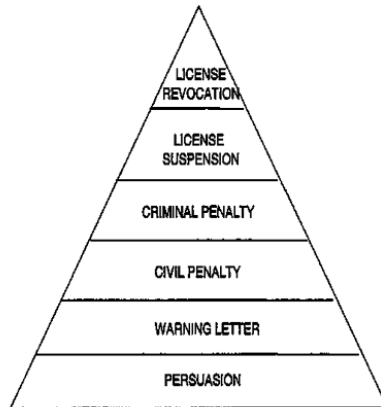
O poder de supervisão, pode tratar-se de um controlo prévio ou contínuo, conforme a escala de regulação gradual.

Neste sentido veja-se a imagem apresentada de seguida que bem ilustra a pirâmide das entidades, bem como a conduta a que as mesma se devem submeter .

---

<sup>39</sup> Cfr. Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate (Oxford Socio-Legal Studies), 1992

## Pyramid of responsive regulation (Ayres & Braithwaite 1992)



Fonte : <https://badblood.blog/2016/03/04/regulating-hiv-transmission/ayres-braithwaite-responsive-regulation/>

De modo a simplificar o entendimento da estratégia gradual, os autores desenham duas pirâmides, tendo na base respetivamente as formas de autorregulação e as sanções mais leves e tendo no topo da pirâmide respetivamente a regulação estadual direta e as consequentes sanções criminais.

A escolha da figura da pirâmide revela imediatamente que as medidas mais frequentes devem ser as da base da pirâmide, ou seja, as formas mais frágeis de regulação e que as mais fortes apenas podem ser empregues a título excepcional e subsidiário.

Por fim, a perspectiva aumenta progressivamente a discricionariedade das autoridades de regulação em prejuízo da previsão e da falta de segurança do sistema regulatório.

### **III. A CMVM como Entidade Reguladora**

Portugal, na sua função reguladora, também manifestou a tendência de privatização e criação de Autoridades Independentes.

Após o Banco de Portugal ser considerado como a Entidade Reguladora das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, seguiu-lhe a CMVM como a Entidade Reguladora do Mercado de Valores Mobiliários, respectivamente em 1991 e 1995, foram depois igualmente convertidas como autoridades reguladoras independentes, o Instituto dos Seguros de Portugal, a Autoridade Nacional das Comunicações, e mais tarde nasceu a Autoridade da Concorrência, que foi igualmente classificada como Entidade Reguladora Independente.

A ideia de aplicar a actividade reguladora nas autoridades independentes é a de “desgovernamentar” a regulação, fazendo assim, a separação de funções entre, os órgãos legislativos do Estado, o Parlamento e o Governo, sendo que estes devem instituir, respectivamente, os quadros legislativos e as linhas de estratégia da actividade reguladora e, por outro lado, a actividade reguladora em si mesma, que comporta a regulamentação “secundária” do quadro legal e na imposição do mesmo, mediante acções de supervisão e sancionamento das infrações ao referido quadro regulatório.

Relativamente à independência destas Entidades Reguladoras face às actividades reguladas, pode esclarecer-se que quando se fala em regulação independente pretende-se dizer independente em relação ao Governo. Sendo as autoridades reguladoras independentes ou não nesse sentido, devem, no entanto, ser sempre independentes em conformidade aos interesses regulados, sendo tão ou mais importante do que a independência em face ao Governo.

Os instrumentos destinados a garantir outra vertente da independência e a reduzir os perigos de uma possível captura regulatória, contam-se especialmente os seguintes:

- a) Escolha dos reguladores:

É essencial que exista uma garantia de independência e celeridade dos membros dos órgãos reguladores, pois, quão mais jurisdição pessoal e influência tiver o regulador no seu meio de regular, mais segura será a sua independência face a pressões externas. Por isso mesmo a lei deverá sempre elucidar de forma adequada as formalidades pessoais bem como o procedimento de escolha dos membros do órgão regulador.

Habitualmente exige-se a nomeação combinada pelo Ministro da área em causa e pelo Primeiro-Ministro ou designação em Conselho de Ministros.

Em Portugal as entidades reguladoras são criadas pela lei, como disposto no artigo 7º da LQER, a criação das ARI é sempre precedida por um estudo preliminar sobre a necessidade e interesse público na sua criação, avaliando as consequências financeiras e de funcionamento para o Estado, os efeitos sobre as atividades económicas dos sectores privado, público, cooperativo e social em que vai atuar e consequências para os respetivos consumidores.

b) Inelegibilidades, divergências e impedimentos:

Estes mecanismos aparentam uma enorme variedade, sendo que impedem a designação a quem tenha interesses em entidades subordinadas à competência regulatória da autoridade em causa, proíbem qualquer conflito de interesses entre os reguladores e as entidades reguladas, sobretudo a proibição de deter participações sociais nas empresas em causa, e ainda impossibilitam os reguladores de poderem passar para o serviço dos regulados logo depois do fim do seu mandato.

c) A participação dos consumidores:

O risco de captura regulatória surge através dos operadores que estão submetidos ao método da regulação e, por esse motivo, a melhor atitude a tomar será a participação institucional da outra parte interessada no funcionamento da autoridade reguladora, sendo certamente dos consumidores, pois a sua participação tem lugar habitualmente em conselhos consultivos dentro das próprias autoridades reguladoras, ou em conselhos tarifários tripartidos.

d) Garantias de clareza e participação procedimental pública:

A melhor prática contra a captura regulatória sempre será a transparência nas condutas, por forma a se alcançar a participação activa de todos os interessados no processo de regulação.

Segundo Fernando Araújo<sup>40</sup> “*o risco de captura é real quando o mercado esteja mais concentrado num dos lados, seja oferta ou na procura.*” No caso dos monopólios naturais, onde certos sectores de actividade por terem muitos custos fixos (isto é, custos que sejam os mesmos, quer a empresa tenha muitos ou poucos clientes), é difícil existir mais que uma empresa, então, a captura nestes casos seria inevitável.

Outra configuração de captura é a aplicação do chamado mecanismo de revolving doors<sup>45</sup>, que possibilita a captura por meio de duas hipóteses, pela cedência temporária de trabalhadores das empresas reguladas para os quadros ou para a direcção da entidade regulador, ou quando os quadros ou os dirigentes da entidade reguladora não forem originários da empresa regulada, pela promessa de aquisição por meio de colocação em momento posterior na empresa regulada, em condições favoráveis.

Por forma a agir contra a captura regulatória será sempre pela transparência de comportamentos, pela participação de todos os interessados no processo de regulação, sobretudo quando tenham sido contrariadas na fase procedimental. E também a obrigatoriedade de apresentação de um relatório anual público sobre a actividade reguladora realizada, tanto mais eficaz quanto ele possa vir a ser debatido pelas comissões parlamentares competentes.

O risco de captura regulatória emerge dos operadores sujeitos à regulação, e por isso um dos melhores antídotos será a participação institucional da outra parte interessada na actividade das ARI. A sua intervenção é decisória em todos os procedimentos regulatórios, nomeadamente os que concernem com a fixação de tarifas ao consumo, regulamentos de qualidade e segurança, tratamento das queixas dos clientes, entre outros.

---

<sup>40</sup> Cfr. Araújo, Fernandom “De acordo com a “teoria da escolha pública”, é de prever que ocorra uma “captura do regulador” sempre que, no “mercado da regulação”, a oferta se apresente menor do que a procura”

Num Estado de direito democrático não pode existir independência sem responsabilidade pelo exercício dos cargos públicos. A “accountability” é uma exigência básica de todo o poder público da concepção republicana de governo. Um défice de responsabilidade (“accountability gap”) pode pôr em causa a legitimidade das autoridades reguladoras independentes.

Analisando o paradigma nacional merece uma especial referência a categoria das autoridades reguladoras independentes que surgem, cada vez mais, como uma nova Administração Pública, exibindo um distinto nível de diferenciação técnica e uma larga margem de discricionariedade, tendo em conta o adequado cumprimento das suas funções. Como Rui Machete <sup>41</sup> salienta acerca da regulação por parte das entidades reguladoras independentes *“representa um modo de prossecução do interesse público diferente da realizada pelas autoridades públicas tradicionais dependentes do executivo; o interesse público concreto defendido pelas entidades administrativas independentes é bem delimitado, não é o interesse público primário geral do comum das autoridades administrativas estaduais”*

Carlos Blanco de Morais<sup>42</sup> afirma que as autoridades administrativas independentes podem ser caracterizadas como *“(...) toda a instância de natureza pública criada pela Constituição ou pela lei tendo em vista o exercício predominante da função administrativa, sem que, para esse efeito, o mesmo centro de poder ou os seus membros se encontrem sujeitos a vínculos de subordinação a qualquer órgão jurídico-público, ou a interesses organizados que respeitem ao domínio sobre o qual incide a sua actividade”*. Definição que abrange diferentes entidades, tanto as que suportam como as que não suportam personalidade jurídica, com diferenciados poderes, como autoridades independentes de tipo consultivo, bem como autoridades independentes de fiscalização e controlo, a autoridades independentes dotadas de poderes de administração objectiva.

---

<sup>41</sup> Cfr. Rui Machete, O Direito Administrativo português no último quartel do século XX e nos primeiros anos do século XXI, in Rui Chancerelle Machete, Estudos de Direito Público, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, p. 288

<sup>42</sup> Cfr. Carlos Blanco de Morais, As Autoridades administrativas independentes na ordem jurídica portuguesa”, Revista da Ordem dos Advogados, ano 61, 2001, pp. 101 e segs.

Autores, como Luís Morais,<sup>43</sup> qualificam como Autoridades Reguladoras Autónomas, sendo que consideram que não será aconselhada a sua adjectivação como entidades independentes, pois existe, na verdade um défice de responsabilidade dessas autoridades perante as entidades de legitimidade democrática directa.

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários surge no plano regulação nacional quando no início dos anos 90, o caos do pequeno e inexperiente mercado de valores mobiliários português exigia bastante organização quer relativamente aos agentes de mercado que eram detentores de uma grande capacidade de negociação quer quanto às regras do mercado. Assim sendo, foi então adoptado o Regimento do Ofício do Corretor, que supunha a presença de um grupo de corretores dedicados e dotados de competência exclusiva apenas para a intermediação dos negócios com valores e com o Regulamento da Bolsa, que se começava a afirmar no território nacional pela primeira vez, sendo que a especificidade jurídica do mercado dos valores mobiliários, pois até então era visto como um fragmento das bolsas de valores.

Foram estabelecidas as operações, os horários de negociação, as datas de liquidação das transações, assim como os lotes mínimos e os máximos e onde ficou previsto operações sobre produtos derivados.

Estes acontecimentos alcançaram um importante marco no mercado de capitais português que a partir daqui viu a sua vigência se estender por 73 anos, até à Revolução de Abril de 1974.

---

<sup>43</sup>Cfr. Luís Silva Morais, “Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras” in Revista da Concorrência e da Regulação, ano V, n.o 17, Janeiro/Março, 2014

Pese embora se tenha assistido a uma evolução económica na década de 60 e nos primeiros anos da década de 70 o mesmo não se observou no desenvolvimento das estruturas antiquadas e desajustadas da Bolsa de Valores de Lisboa, onde era possível observar graves dificuldades no ajuste de operações devido ao aumento do volume de negócios. Para colmatar estas falhas foi criado o Decreto-Lei no 8/74, reestruturando as regras de funcionamento das bolsas de valores.

Na década de 80, e no rescaldo da crise na bolsa de 1987, o mercado nacional ficou frágil e enfraquecido, despontando um sentimento de receio por parte dos investidores. No esforço de reconquistar a credibilidade do mercado de capitais, foi concebida a figura de Auditor-Geral do Mercado de Títulos, incumbido da supervisão dos mediadores no mercado, e o Conselho Nacional das Bolsas de Valores (CNBV), que estava delegado de transmitir os acontecimentos e aconselhar o Ministro das Finanças sobre as questões relacionados com o mercado de valores mobiliários. Também outras medidas foram criadas no sentido de defender e transparecer a clareza do mercado, exemplo disso foi a obrigatoriedade de as empresas cotadas no mercado oficial terem que divulgar os elementos contabilísticos com em períodos semestrais.

Com a adesão de Portugal à CEE em 1986 sente-se que a nova realidade económica portuguesa do pós adesão obriga que seja criada uma organização jurídica mais contemporânea e atual. Assim, no âmbito da CNBV surge, em Junho de 1988, um segmento especializado com a finalidade de produzir um pacote de estudos que acabou na aprovação do Código do Mercado de Valores Mobiliários em Abril de 1991. Nesta senda, os mercados de valores mobiliários foram desregulamentados e liberalizados, as Bolsas que até então eram detidas pelo Estado, passam para a integrar a administração das Associações de Bolsa e é regulado o mercado de balcão pela primeira vez de forma metódica e organizada, quanto ao mercado primário, foi eliminada a necessidade de permissão administrativa para as ofertas públicas, foram implementadas medidas austeras no âmbito da informação, aceitando o princípio do full disclosure, ou seja, a divulgação total de informação.

Reforçou-se a atenção conferida ao sistema de registo, controlo e depósito dos valores mobiliários e ao equilíbrio e liquidação das operações, que causaram graves problemas durante os booms nos anos 1973 e 1987, passou a tratar-se com especial relevância o enquadramento de sanções nos ilícitos de mercado, designadamente o insider trading e a manipulação do mercado, e, de primordial importância, foi então criada a entidade responsável pela regulação, supervisão, fiscalização e promoção dos mercados de valores mobiliários: a CMVM.

Contudo, a globalização dos mercados de valores mobiliários estabelece a necessidade de aceitação de uma regulamentação que seja flexível, de forma a não expor a integração do mercado português, e assim, com o CVM pretendeu-se que fosse autossuficiente, preceituando tudo com minúcia, o que o tornou muito rígido e inflexível, acabando por se tornar progressivamente desadequado à nova realidade. O Decreto-Lei no 486/99, de 13 de Novembro, que institui o novo CVM, vem modificar claramente este tipo de regulação, contudo, não influenciando a continuidade dos mercados e prevenindo possíveis ruturas sistémicas, o novo CVM, inovador à escala europeia, procura executar cinco ideias essenciais, codificar, modernizar, simplificar, flexibilizar e internacionalizar.

De forma estratégica e avançada comparativamente com maioria dos mercados europeus, foi também aprovado em 1999 o novo regime jurídico que reestrutura as entidades gestoras de mercado de valores mobiliários, sendo especialmente relevante o desmembramento das bolsas e a sua passagem das Associações de Bolsa a sociedades anónimas.

O mercado de capitais nacional suportou ao longo de mais de um século e meio um contínuo aumento de regulação, o qual foi auxiliado pelo evolução, crescimento e desenvolvimento do próprio mercado, sendo de extrema importância a atividade da regulação para o desenvolvimento do mercado de capitais universal e claro, para o nosso mercado de capitais português de uma forma particular.

A CMVM foi pensada para ter como a missão de supervisionar e regular os mercados de valores mobiliários, os instrumentos financeiros em geral, e a atividade dos agentes que neles actuam.

A CMVM é uma pessoa coletiva de direito público, provida de autonomia e liberdade na sua gestão administrativa, financeira e patrimonial, regendo-se pelo que estabelece os seus Estatutos <sup>44</sup>, pelo Código dos Valores Mobiliários e, no que neles não estiver conjecturado ou for incompatível, pelas normas aplicáveis às entidades públicas empresariais e LQER.

Relativamente ao controlo externo da actividade o Ministério das Finanças tutela a CMVM, enquanto que o Tribunal de Contas fiscaliza a legalidade e regularidade das receitas, despesas e boa gestão financeira. Como resulta do artigo 4º dos seus Estatutos, a CMVM tem por função regular e supervisionar os mercados de instrumentos financeiros, assim como as entidades que neles operam, de acordo com o preceituado no Código dos Valores Mobiliários e na legislação complementar, onde se encontra estatuído as seguintes atribuições:

- a) Regular e supervisionar os mercados de instrumentos financeiros, diligenciando pela proteção dos investidores;
- b) Garantir a solidez dos mercados financeiros, colaborando para a identificação e prevenção do risco sistémico;
- c) Cooperar no desenvolvimento dos mercados de instrumentos financeiros;
- d) Conferir esclarecimentos e apoio aos investidores que não sejam qualificados;
- e) Auxiliar o Governo e o respetivo membro responsável pela área das finanças, a pedido destes ou por iniciativa própria, na definição das políticas no que concerne aos instrumentos financeiros, respetivos mercados e entidades que nestes intervém;
- f) Representar as demais funções que lhe sejam atribuídas por lei.

---

<sup>44</sup> Cfr. Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 5/2015, de 8 de Janeiro

A CMVM exerce a sua autoridade no âmbito do Sistema Europeu de Supervisores Financeiros e do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, incluindo-se nos respectivos órgãos, prestando no âmbito da prossecução das suas atribuições e quando isso se mostre essencial ou vantajoso, identificar formas de colaboração e associação:

- a) Com diferentes entidades reguladoras, nomeadamente o Banco de Portugal, a Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões e a Autoridade da Concorrência;
- b) Com autoridades de outros Estados que executem iguais exercícios de supervisão e de regulação no domínio dos instrumentos financeiros e do sistema financeiro em geral;
- c) Com organizações internacionais e respetivos membros, no sector do setor financeiro;
- d) Com associações pertinentes, particularmente com associações de investidores, a Direção- Geral do Consumidor, na propagação e dinamização dos direitos e interesses dos investidores não habilitados do sector de atividade sob supervisão;
- e) Com outras entidades de direito público ou privado.

Outras atribuições decorrem do artigo 5º dos Estatutos da CMVM sendo que lhe incumbe a designação de mercado devendo, nomeadamente, propagando e incentivando a compreensão dos mercados e das normas legais e regulamentares aplicáveis; melhorar, incitar ou apoiar, por si ou em conjunto com outras entidades, estudos, inquéritos, publicações, ações de formação ou outras ações semelhantes.

A actividade de investimento mobiliário tem como principal objectivo direccionar o aforro para a obtenção de títulos ou valores mobiliários.

Esta actividade por forma de investimento directo em valores mobiliários e outros instrumentos financeiros desenvolve-se no Mercados Regulamentados.

A CMVM abarca um conjunto de regras explícitas ou implícitas que afectam o modo como os mercados financeiros e os seus agentes actuam.

## 1.Princípios

Os princípios que controlam o Mercado de Valores Mobiliários são o princípio de segurança do mercado, o princípio da transparência, prevenção do risco sistémico e o princípio da defesa do investidor.

A IOSCO apresenta os Princípios da Regulação dos Mercados, sendo estes os objectivos e Princípios para a regulamentação de Valores Mobiliários com vista evolução e correcta aplicação da actividade reguladora.<sup>45</sup>

- a) Princípios Relacionados ao Regulador
- b) Princípios para auto-regulação
- c) Princípios para a Aplicação do Regulamento sobre Títulos Mobiliários
- d) Princípios para Cooperação no Regulamento
- e) Princípios para Emissores
- f) Princípios para auditores, agências de classificação de crédito e outros fornecedores de informação
- g) Princípios de Investimento Colectivo
- h) Princípios para Intermediários de Mercado
- i) Princípios para os mercados secundário e outros
- j) Princípios Relacionados com a Compensação e Liquidação

Estes princípios são baseados em três propósitos de regulamentação dos valores mobiliários sendo estes:

- 1 – A proteção dos investidores;
- 2 - Garantia que os mercados serão justos, eficientes e transparentes;
- 3 - Diminuição do risco sistémico.

---

<sup>45</sup> Cfr. Objectives and Principles of Securities Regulation, May 2017 <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf> e Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf> )

Admitindo que estes são de facto princípios benéficos, não se pode deixar de ponderar em que medida, nos mercados de limitada dimensão com poucos intermediários e agentes se obtém a segurança do mercado e tendem a preservar e proteger, dando espaço para uma intervenção reguladora mais reforçada.

O artigo 358º do CVM estatui os princípios norteadores da conduta da CMVM a aplicar na sua atividade regulatória dos mercados, sendo que a supervisão desenvolvida pela CMVM atende aos seguintes princípios:

- 1- Proteção dos investidores;
- 2- Eficiência e regularidade de funcionamento dos mercados de instrumentos financeiros;
- 3- Controlo da informação;

Relativamente aos propósitos a alcançar e aos princípios que orientam as actividades de regulação e de supervisão e fiscalização, destaca-se a prevenção do risco sistémico, consecutivo, já que poderá originar preocupação na liquidez dos mercados e na confiança e credibilidade dos sistemas de pagamento e de liquidação. A eficiência é outro objectivo a ter em atenção, sendo que o que se pretende é a redução de disparidades na informação, prevenção de de *insider trading*, recuperar a confiança no mercado, promover a concorrência, conduta dos participantes no mercado de capitais de acordo com elogiados padrões éticos.

Por fim é de extrema importância a proteção ao investidor, como o principal fim público sendo que cabe à CMVM prosseguir em conformidade, assegurando que a formação dos preços sucede da forma transparente e eficiente, dotada de toda a informação disponível, sempre existindo uma séria concorrência entre os intervenientes no mercado de valores mobiliários, eficiente para poder potenciar a competitividade dos mercados de capitais nacionais.

## **2. Entidades sujeitas à supervisão da CMVM**

Estão sujeitas à supervisão da CMVM as pessoas colectivas e entidades, os emittentes de valores mobiliários, os intermediários financeiros, entidades gestoras de mercado, consultores autónomos, os fundos de investimento, titulares de participações qualificadas em sociedades abertas, fundos de garantia, sistemas de indemnização dos investidores e as respectivas entidades gestoras, auditores e sociedades de notação de risco, fundos e as sociedades de capitais de riscos.

Tal como preceituado no CVM no artigo 359º, no campo de actuação das actividades referentes aos meios financeiros, existem entidades que se encontram sujeitas a um controlo de supervisão por parte da CMVM, sem esquecer as capacidades conferidas a outras autoridades, sendo elas:

- 1- Entidades administradoras de mercados regulamentados, de sistemas de negociação multilateral ou estruturado, de sistemas de liquidação, de câmara de compensação, de sistemas centralizados de valores mobiliários, de registo inicial ou de gestão de sistema de registo centralizado e contrapartes centrais;
- 2- Mediadores financeiros e consultores para investimento;
- 3- Emitentes de valores mobiliários;
- 4- Investidores profissionais referidos nas alíneas a) a f) do n.º 1 do artigo 30.º do CMV e titulares de participações qualificadas;
- 5- Fundos de garantia e procedimentos de indemnização dos investidores e respectivas entidades gestoras;
- 6- Auditores registados na CMVM;
- 7- Sociedades de titularização de créditos;
- 8- Sociedades de capital de risco, sociedades de empreendedorismo social e sociedades de investimento alternativo especializado;
- 9- Titulares de posições curtas relevantes sobre ações e dívida soberana e adquirentes de protecção em swaps de risco de incumprimento soberano, bem como pessoas que detenham posições em instrumentos financeiros derivados de mercadorias ou quaisquer ativos ou passivos no mercado do ativo subjacente;

- 10- Participantes, operadores, gestores de mercados de licenças de emissão e produtos derivados de licenças de emissão, leiloeiros e supervisores de leilões de licenças de emissão;
- 11- Orgãos que elaborem, administrem e forneçam em matéria de índices de referência;
- 12- Pessoas que exerçam a actividade de negociação algorítmica ou que sejam membros ou participantes de uma plataforma de negociação;
- 13- Prestadores de serviços de comunicação de dados de negociação;
- 14- Instituições de investimento coletivo sob forma societária;
- 15- Sociedades de capital de risco, sociedades gestoras de fundos de capital de risco e sociedades de empreendedorismo social;
- 16- Outras pessoas que exerçam, a título principal ou acessório, actividades comparadas com a emissão, a distribuição, a negociação, o registo ou o depósito de instrumentos financeiros ou, em geral, com a organização e o funcionamento dos mercados de instrumentos financeiros.

Os indivíduos ou instituições que pratiquem actividades de carácter transnacional estão igualmente subordinadas à supervisão da CMVM sempre que essas actividades detenham uma ligação significativa com os mercados regulados, atitudes de negociação estruturados, operações ou instrumentos financeiros sujeitos à lei portuguesa. Todas as entidades sujeitas à supervisão por parte CMVM precisam de lhes conceder toda a cooperação que lhes seja solicitada.

Estão ainda sujeitas à supervisão da CMVM os seguintes indivíduos e entidades:

- 1- Os emissores de valores mobiliários;
- 2- Os indivíduos que sejam intermediários financeiros;
- 3- Os consultores autónomos e independentes;
- 4- Investidores institucionais;
- 5- Fundos de investimento;
- 6- Titulares de participações consideradas em sociedades abertas;
- 7- Os fundos de garantia, os sistemas de indemnização dos investidores e as consequentes entidades gestoras;
- 8- Os auditores e as sociedades de notação de risco;
- 9- Os fundos e as sociedades de capital de risco;

10- Os fundos e as sociedades dotadas de titularidade de crédito e ainda as sociedades gestoras de fundos de titularização de créditos;

11- Quaisquer outras pessoas que pratiquem, em vínculo profissional ou suplementar, actividades relacionadas com os valores mobiliários.

A supervisão dos mercados de valores mobiliários compreende o controlo exercido sobre a organização e funcionamento dos mercados desta natureza e sobre alguns aspectos essenciais da organização e da actividade dos agentes que intervenham nos mercados, sendo um conceito amplo que se expressa na fuscalização, na vigilância, no acompanhamento da actividade dos agentes e dos mercados, é orientada pelos princípios da preservação da solvabilidade e da liquidez das instituições e prevenção de riscos próprios, da prevenção de riscos sistémicos e do controlo da idoneidade dos titulares dos órgãos de gestão, das pessoas que dirigem efetivamente a actividade e dos titulares de participações qualificadas, como resulta do disposto no artigo 30º do Regime Geral das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras.

São alvo da supervisão prudencial da CMVM as entidades gestoras de mercados regulamentados, de sistemas de negociação multilateral, de sistemas de liquidação, de câmara de compensação, de contraparte central e de sistemas centralizados de valores mobiliários e os fundos de investimento.

A CMVM realiza uma supervisão presencial aos intermediários financeiros e às entidades gestoras de mercados, dos sistemas centralizados de valores e de sistemas de liquidação, sendo que este método de supervisão é cumprido por equipas que, mediante ações de rotina, auxiliam a actividade destas instituições, seja nas suas instalações ou através da Internet ou qualquer outro meio eletrónico de controlo direto e contínuo.

A CMVM regulamenta o bom funcionamento dos mercados de valores mobiliários, concretizando ofertas públicas, operando em todas as entidades que atuam nesses mercados e, em todas as matérias que interligadas a esta área de actividade.

### **3. Procedimentos de Supervisão**

A CMVM, enquanto entidade reguladora do Mercado de Valores Mobiliários tem realizado esforços a fim de centrar os seus planos de actividade na supervisão dos mercados e nos agentes que nele actuam, em aprimorar o tratamento das reclamações dos investidores, melhorar a informação e a formação dos investidores, fortalecendo os instrumentos de análise e tratamento da informação, qualificar recursos, agilizar os procedimentos de gestão interna e administrativos, bem como reforçar o controlo interno e preparar o diagnóstico e avaliação do FMI.

A CMVM, de acordo com o disposto no Código dos Valores Mobiliário, tem como missão a regulação e supervisão dos mercados de valores mobiliários e dos instrumentos financeiros, bem como a actividade de todos os agentes que neles actuam.

A supervisão técnica e especializada dos mercados regulamentados é uma resposta às transformações e desafios do Sistema Financeiro, e os poderes de controlo das autoridades de supervisão justificam-se para a prevenção dos riscos de funcionamento do sistema, assegurando os níveis de eficiência económica, grantindo assim a idoneidade dos agentes económicos e a protecção dos investidores.

A supervisão praticada pela CMVM compreende o acompanhamento constante da actuação das pessoas ou entidades, que intercedem no mercado de capitais com a finalidade de detectar e prevenir os actos ilícitos praticados pelos agentes, fiscalizar o cumprimento de regras, detectar infracções bem como a punição desses actos transgredidos, aplicando coimas. Actua igualmente no deferimento de registos de pessoas e operações a fim de certificar se as regras aplicáveis foram cumpridas.

No artigo 360º do CdVM encontram-se patentes os procedimentos no âmbito de atribuições de supervisão que a CMVM deve adoptar, sendo os seguintes:

- 1- Auxiliar a actividade das entidades subordinadas à sua supervisão e o funcionamento dos mercados de instrumentos financeiros, dos sistemas de liquidação de instrumentos financeiros, de câmara de compensação, de contraparte central, dos sistemas centralizados de valores mobiliários, do registo inicial ou da administração de sistema de registo centralizado;

- 2- Controlar e fiscalizar o cumprimento da lei e dos regulamentos;
- 3- Aprovar os actos e conceder as autorizações previstas na lei;
- 4- Efectuar os registos previstos na lei;
- 5- Instruir os processos e punir as infrações que sejam da sua competência (relativamente a qualquer individuo ou agente económico)
- 6- Dar ordens e formular recomendações concretas;
- 7- Difundir informações;
- 8- Publicar estudos.
- 9- Avaliar e divulgar regularmente, após consulta aos interessados, as práticas de mercado que podem ou não ser aceites, reapreciando-as quando necessário, bem como as suas características, termos e condições de conformidade com os princípios consagrados no artigo 358.º e com o restante quadro legal e regulamentar aplicável, comunicando a respetiva decisão ao Comité das Autoridades de Regulação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários.

A regulação, a fiscalização e a supervisão do Mercado dos Valores Mobiliários em Portugal é exercida pela CMVM, no entanto, nem sempre se opera de forma isolada, pois, através dos mecanismos de colaboração e cooperação se procede com outras entidades reguladoras como instituições nacionais e estrangeiras análogas e participando em diversas organizações internacionais.

A regulação do mercado mobiliário tem por base as escolhas políticas de regulação que terão que ser orientadas pela prevenção na resolução das lacunas do mercado, sendo que as medidas a adoptar sempre se desenvolvem por meio de:

- Preparar e aprovar regulamentos e instruções sobre as matérias incluídas na extensão das competências e atribuições da CMVM, como exemplo, o mercado dos instrumentos financeiros, ofertas públicas referentes aos valores mobiliários, atividades praticadas por entidades sujeitas à sua supervisão, e consequentes deveres de conduta;
- Proceder à elaboração e emissão de recomendações gerais dirigidas a uma ou a mais categorias de entidades presentes no seu domínio de supervisão;
- Formular pareceres gerais relativamente a questões colocadas à autoridade reguladora.

A supervisão dos mercados compreende duas vertentes fundamentais: a supervisão a priori e a supervisão a posteriori.<sup>46</sup>

Na supervisão a priori, a questão reside na possível permissão em atribuir registos e autorizar o desempenho da actividade das entidades sujeitas à supervisão da CMVM, a confirmação prévia da informação a ser remetida para o público, assim como os atos indecisos, de natureza formal ou informal, pedidos pelos participantes no mercado relativamente à semelhança legal de condutas e operações a realizar no futuro.

Contrariamente, manifesta-se a supervisão *a posteriori* que envolve o controlo e o acompanhamento da postura e operações levadas a cabo pelos agentes do mercado, pretendendo encontrar e aplicar sanções pelas irregularidades e ilegalidades encontradas no mercado.

A CMVM tem igualmente o poder de supervisionar de forma prudencial no que concerne às entidades gestoras dos mercados regulamentados, dos sistemas de negociação multilateral, de sistemas de liquidação, da câmara de compensação, visando a liquidez e igualdade financeira, prevenindo os riscos próprios de controlo da capacidade dos dirigentes e titulares de participações qualificadas dessas instituições, nesta senda, uma inovação foi aconselhada pelo Código dos Valores Mobiliários por referência ao anterior Código do Mercado de Valores Mobiliários, nos termos do qual a actividade por parte da CMVM se restringia apenas à supervisão comportamental.

---

<sup>46</sup> Cfr. Paulo Camara, Supervisão e Regulamentação do Mercado de Valores Mobiliários, in Direito dos Valores Mobiliários, vol. VIII, 2008, Coimbra Editora, p. 45 e segs.

De todos os poderes de controlo e fiscalização delegados à CMVM, evidenciam-se o cumprimento das inspeções e a realização de inquéritos, destinando-se estes, ao invés da inspecção, a descobrir as infracções. Advém a atribuição a esta autoridade reguladora de consideráveis poderes de instauração de processos, bem como investigar e decidir em matéria contra-ordenacional, conferindo especial relevância e eficácia preventiva.

Em tema penal, no CMV estão tipificados os dois tipos de crimes possíveis nos mercados, o abuso de informação e a manipulação do mercado, assim como o crime de desobediência por recusa em obedecer a ordens por parte da Entidade Reguladora.

#### **4. Exercício da Supervisão**

A CMVM é a autoridade da regulação e supervisão mobiliária em Portugal, que através da fiscalização garante o bom funcionamento da concorrência no mercado dos valores mobiliários.

A CMVM orienta a sua actividade no uso da sua autoridade, competência e poder que a lei lhe confere. Reveste-se de especial importância, nos mercados de capitais o cuidado de proteger o elemento psicológico e a consequente confiança dos agentes e intervenientes nos mercados, de forma a assegurar a existência de liquidez, a rentabilidade dos investimentos e a segurança, sendo capaz de estabelecer credibilidade e integridade no sistema financeiro.

O artigo 358º do CVM, prevê, que deve existir uma sólida protecção dos investidores, eficácia e harmonia no funcionamento dos mercados de instrumentos financeiros, controlo da informação, prevenção do risco sistémico e a prudência e repressão de práticas ilegais, pois estes são os principais fins públicos que cabem à CMVM prosseguir, por meio do estabelecimento de equilíbrio entre a tutela da posição dos investidores e a competitividade e eficiência dos mercados.

Um dos maiores desafios da reforma proposta é a concepção de mecanismos efectivos que previnam outra crise sistémica.

A ideia de tutela do investidor é a prevenção e protecção eficaz contra os riscos, pretende-se aqui não já libertar o investidor dos traços associados às decisões de investimento, é antes garantir que os mesmos são adequadamente estruturados e, naturalmente

compreendidos e prevenidos pelo mercado. A autoridade administrativa procura desta forma atestar que sejam cumpridas as condições e preenchidas as exigências que permitam a assunção pelos investidores dos riscos que se achem normais e aceitáveis para o mercado e com isso possam suprimir os riscos anómalos precavendo a intensificação dos riscos do próprio mercado.

Hoje em dia é cada vez mais difícil criar fronteiras rígidas entre os três subsectores, banca, seguros e mercado de capitais, e deste modo, as tradicionais atividades de investimento mobiliário e seguradora encontram-se cada vez mais interligadas, como tal, é costume ver a Banca conceder serviços financeiros, sendo que os intermediários financeiros se multiplicam o que resulta numa forte intervenção da Banca no mercado dos Valores Mobiliários.

No exercício da supervisão, a CMVM delibera as seguintes distinções pelo disposto no artigo 361º do CVM:

- 1- Exigir quaisquer elementos e informações e examinar livros, registos e documentos, não podendo as entidades supervisionadas invocar o segredo profissional;
- 2- Ouvir quaisquer pessoas, intimando-as para o efeito se necessário;
- 3- Determinar que as pessoas responsáveis pelos locais onde se proceda à instrução de qualquer processo ou a outras diligências coloquem à sua disposição as instalações de que os seus agentes careçam para a execução dessas tarefas, em condições adequadas de dignidade e eficiência;
- 4- Requerer a colaboração de outras pessoas ou entidades, incluindo autoridades policiais, quando tal se mostre necessário ou conveniente ao exercício das suas funções, designadamente em caso de resistência a esse exercício ou em razão da especialidade técnica das matérias em causa;
- 5- Substituir-se às entidades gestoras de mercados regulamentados, de sistemas de negociação multilateral ou organizado, de sistemas de liquidação, de câmara de compensação, de sistemas centralizados de valores mobiliários, de registo inicial ou de administração de sistema de registo centralizado e às contrapartes centrais quando estas não adotem as medidas necessárias à regularização de situações anómalas que ponham em causa o

regular funcionamento do mercado, da atividade exercida ou os interesses dos investidores;

- 6- Substituir-se às entidades supervisionadas no cumprimento de deveres de informação.
- 7- Propagar publicamente o facto de um emitente não estar a observar os seus deveres;
- 8- Determinar que uma entidade reduza ou não aumente a sua posição ou exposição a instrumentos financeiros derivados de mercadorias;
- 9- Proibir ou limitar a comercialização, distribuição ou venda de instrumentos financeiros ou um determinado tipo de atividade ou prática financeira, nos termos previstos no Regulamento (UE) n.º 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014 e respetiva regulamentação e atos delegados, ou em virtude da violação dos deveres relativos à produção ou distribuição de instrumentos financeiros, sem prejuízo do exercício dos poderes de intervenção previstos nos termos do Regulamento (UE) n.º 236/2012, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de março de 2012.

Relativamente à supervisão do sistema financeiro português, cada subsector (banca, seguros e mercado de capitais) detém entidades reguladoras ou de supervisão, sendo as mesmas, o BdP, a ASF e a CMVM e cada uma se confere à sua tarefa, sendo que cabe a essas entidades reguladoras a análise dos modelos de supervisão por forma a analisar qual o melhor percurso a seguir face à realidade actual do sistema financeiro, estudo sobre o qual incidirá o próximo capítulo.

## **5. A Reorganização do Sistema de Supervisão Financeira e a evolução do estatuto da CMVM**

A crise financeira internacional que se iniciou no final do Verão de 2007 mostrou a necessidade de adoptar reformas que fossem decisivas na competência da regulação e da supervisão financeira, como forma de recuperar a confiança dos agentes económicos e superar a crise com um sistema financeiro mais forte, igualmente regulado e com melhores sistemas de supervisão.

Ao longo destes anos foram várias as iniciativas internacionais de forma a reorganizar o sistema financeiro. Podem destacar-se as medidas aprovadas pelo G20, bem como

pela União Europeia, sendo que esta mostrou ter um papel de líder em todo este processo como bem demonstrado pelas inúmeras conclusões aprovadas pelo Conselho Europeu acerca da reforma do quadro de supervisão financeira, no seguimento das recomendações do Relatório de Larosière <sup>47</sup>

Este Relatório proporcionou uma oportunidade única de se conseguir cumprir reformas de relevante importância no quadro material e institucional que administra o sistema financeiro nacional, o qual beneficiou do impulso das alterações que se aproximam na sequência dos trabalhos comunitários, onde o Ministério das Finanças e da Administração Pública, em representação de Portugal, têm sido especialmente dinâmicos.

O surgimento da crise financeira internacional e o seu impacto sobre a segurança do mercado e a própria liquidez do mesmo, bem como a forma como economia real foi finada, encaminhou ao início de um trabalho que se difundiu a uma escala mundial, e especialmente na Europa, onde se reconheceu os motivos da crise e dos agentes responsáveis pelo seu desenvolvimento, como forma de resolver e superar os efeitos, ao mesmo tempo que se fortalecia o quadro de regulação e supervisão financeira, no sentido de suprir as falhas do mercado, atenuando conflitos de interesses, e onde se procurou intensificar a proteção dos investidores e dos consumidores de produtos e serviços financeiros, sentiu-se necessidade de criar forma de responsabilizar os intervenientes nos mercados financeiros pelas suas atitudes, e transformar as instituições financeiras a encontrarem-se mais consistentes, diligenciando os lucros e a estabilidade financeira.

Para que se conseguisse o efeito que se pretendia foram cruciais as recomendações que advieram do Relatório de Larosière que incitou o surgimento da crise financeira e no seguimento de medidas aceites durante a Presidência Portuguesa da União Europeia a fim de reforçar a regulação e a supervisão financeira numa conjuntura que começava a manifestar instabilidade nos mercados financeiros.

---

<sup>47</sup> Vide Relatório De Larosière 2009 - encomendado em outubro de 2008 a um grupo de peritos liderado por Jacques de Larosière, analisou as causas da crise financeira na perspectiva da regulação e da supervisão, sublinhando a importância da independência dos reguladores e recomendando que a CE procedesse regularmente a uma avaliação do cumprimento dessa condição pelas autoridades nacionais.

O relatório final exposto pelo Grupo de Larosière <sup>48</sup> em 25 de Fevereiro de 2009 definiu uma visão equilibrada e pragmática para um novo sistema europeu de supervisão financeira.

O sistema financeiro encontra-se centrado em propostas de reforço da cooperação entre as autoridades nacionais de supervisão, especialmente através da criação de novas Autoridades Europeias de Supervisão e de um organismo a nível europeu incumbido da vigilância dos riscos do sistema financeiro no seu todo.

Este novo enquadramento da supervisão financeira europeia é composto por dois novos pilares, um Conselho Europeu de Risco Sistémico (CERS) , que auxilia e avalia as possíveis ameaças para a estabilidade financeira consequentes da evolução da situação macroeconómica e do sistema financeiro no seu todo (supervisão macro-prudencial), sendo que foi pensado um sistema como um alerta rápido em relação ao possível surgimento de riscos que possam afectar a totalidade do sistema e, quando necessário, formular recomendações de medidas para enfrentar esses riscos, e o Sistema Europeu de Supervisão Financeira (SESF) que abrange uma rede de autoridades nacionais de supervisão que em conjunto actuam com as novas Autoridades Europeias de Supervisão de modo a salvaguardar a solidez financeira das empresas do sector financeiro e a proteger os consumidores de serviços financeiros (supervisão micro-prudencial).

O SESF considera-se como uma rede operacional no território europeu, onde se partilham responsabilidades. Sendo que, foram criadas três novas Autoridades Europeias de Supervisão, a Autoridade Europeia para o sector da Banca (AEB), a Autoridade Europeia para o sector dos Seguros e Pensões Complementares (AESPC) e a Autoridade Europeia para o sector dos Valores Mobiliários (ESMA), todas, dotadas de personalidade jurídica.

---

<sup>48</sup> vide em [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf).)

Essas novas Autoridades Europeias de Supervisão concebidas para o contributo do desenvolvimento de um combinado de regras coerentes, procurando propor-se a melhorar a supervisão das instituições que operam nos Estados Membros a partir do aumento de requisitos de supervisão comuns e apoio na resolução de eventuais divergências entre autoridades nacionais de supervisão.

Com esta iniciativa, a UE conseguiu dar resposta aos pedidos gerados no quadro do G20 para uma acção internacional que permitiu estabelecer um sistema de regulação e de supervisão reforçado e mais racional para o nível mundial no sector financeiro do futuro.

O modelo de reforma da supervisão financeira em Portugal que se desejou instituir, na continuação das iniciativas europeias em matéria e de posição adoptada pelo Governo e que foi discutida no workshop “Financial Supervision and Regulation: Lessons from crisis and challenges ahead”, realizado no Ministério das Finanças e da Administração Pública em 2 de Julho de 2009.

Modelo este, com vista à coordenação da actuação das entidades de supervisão do Sistema Financeiro, que se tornou particularmente necessário com o fim das fronteiras entre os subsectores da actividade financeira e com o surgimento dos denominados conglomerados financeiros, foi criado, no ano 2000, o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, que integra no seu meio o BdP, que preside através do seu Governador, a CMVM e o ISP.

Este Conselho tem por competência a promoção e coordenação da actuação das entidades de supervisão por meio de facilitar a partilha de informação entre as Autoridades, bem como fomentar o desenvolvimento de mecanismos de supervisão dos conglomerados financeiros.

O Conselho Nacional de Supervisores Financeiros foi fortalecido em 2008 que por determinação do Governo procedeu à criação do Conselho Nacional de Estabilidade

Financeira, com a desígnio de conseguir promover a cooperação entre o Ministério das Finanças e da Administração Pública (MFAP), a qual lidera e preside, o BdP, a CMVM e o ISP, e tem como medida principal o aumento da segurança, equilíbrio e estabilidade do Sistema Financeiro Português <sup>49</sup>.

É verdade que com o surgimento e os efeitos da crise financeira internacional foi entendido que seria necessário reunir todos os esforços de forma a garantir o equilíbrio do Sistema Financeiro Nacional e garantir o financiamento da economia real, no momento em que a percepção de estabilidade financeira se encontra a reintegrar-se, o Governo considera apropriado dar visibilidade à sua intenção de criar uma reforma do modelo institucional de supervisão financeira e envolver as autoridades de supervisão e os agentes do mercado num sistema de reflexão e evolução dos aspectos desse mesmo modelo.

Foi efetivado um reforço nas atribuições do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, mais concretamente na questão da partilha de informações entre os agentes supervisores, então, sempre que se trate de informação importante cujo motivo seja a estabilidade do mercado financeiro, foi concebido o Decreto-Lei nº 211-A/2008, de 3 de Novembro, onde se identificou que terão que ser feitos reforços nas imposições de exercício nas capacidades de gerência, por parte do MFAP como decorre do artigo 91º do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras.

Foi igualmente concebido o Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria, de modo a complementar o BdP, a CMVM, o ISP, a Ordem dos Revisores Oficiais de Contas e a Inspeção-Geral de Finanças, concedendo assim múltiplos poderes de supervisão conforme disposto no Decreto-Lei n.º 225/2008, de 20 de Novembro.

---

<sup>49</sup> Memorando de Entendimento celebrado entre as referidas entidades em 27 de Julho de 2007.

De acordo com esta conjuntura, o Governo propôs a introdução de um modelo assente, por um lado, através de uma supervisão macro-prudencial de modo a incidir sobre o Sistema Financeiro geral, como um todo e onde a função primordial é a limitação de riscos e falhas na estabilidade financeira e as perdas que podem advir para a economia real.

O Conselho Nacional de Estabilidade Financeira reúne sempre sob a égide da presidência do MFAP, onde as entidades de supervisão financeira, debatem as questões no fórum privilegiado para as decisões de supervisão macro-prudencial onde terão o seu mandato alargado nesse sentido. Foi também potenciado o mandato do BdP, que representa as autoridades nacionais no Comité Europeu de Risco Sistémico que entrou em vigor em 16 de Dezembro de 2010 e que tem a seu cargo o acompanhamento e observação do risco sistémico em Portugal, expondo no Conselho Nacional de Estabilidade Financeira as recomendações e conselhos que ache pretinentes para fazer atempadamente face a esses riscos.

A organização deste modelo permite incrementar em Portugal um sistema de supervisão macro-prudencial competente e capaz de acompanhar a evolução que se verifica, nesta matéria, a nível Europeu: por um lado, o BdP, ao integrar o Comité Europeu de Risco Sistémico o que ajuda na interação em matéria de supervisão macro-prudencial entre as autoridades portuguesas e as autoridades competentes dos restantes Estados-Membros da União Europeia; o Conselho Nacional de Estabilidade Financeira, que junta os supervisores financeiros sob a presidência do MFAP, o que se tornou num elevado privilégio de partilha de informação, tomada de decisões e responsabilidades em matéria de equilíbrio financeiro.

A supervisão micro-prudencial, a supervisão que incide sobre cada Instituição ou cada Mercado Financeiro individualmente, propõe, com base nas melhores práticas internacionais e na experiência que acumulou em Portugal neste domínio, executar uma estrutura dual (modelo twin peaks). Ou seja, o Banco de Portugal encontra-se incumbido de toda a supervisão prudencial das Instituições e Mercados Financeiros, envolvendo a extensão das suas competências à supervisão prudencial na área dos seguros e fundos de pensões, assim como na área da gestão de mercados e de sistemas de negociação. No

plano da supervisão comportamental, que versa acerca da conduta dos agentes nos Mercados Financeiros e a protecção dos investidores e consumidores de produtos e serviços financeiros, nasceu uma nova autoridade de supervisão inteiramente vocacionada para esta dimensão de supervisão financeira e que substituiu as instituições e serviços competentes que existiam, o que proporciona uma administração mais produtiva dos recursos disponíveis.

Os instrumentos de circulação de informação entre o BdP e a nova entidade de supervisão no âmbito do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros foi reforçada, o que passou a ser um foque principal na designação da articulação entre os dois níveis de supervisão, a prudencial e a comportamental.

O modelo conhecido como “twin peaks” descreve-se pelo modo de repartição das responsabilidades de supervisão por duas entidades independentes, sendo que ambas se apresentam capazes de assegurar as faculdades transversais acerca de todos os sectores do sistema financeiro. A divisão de competências é realizada de acordo com a natureza prudencial ou comportamental da supervisão. No modelo twin peaks a supervisão prudencial é praticada com vista à prossecução do objectivo de estabilidade, tanto a um nível macro como micro-prudencial.

Em suma, na perspetiva macro, é salvaguardada a estabilidade do sistema financeiro sendo que o mesmo é seguido pelo do controlo das entidades relevantes para o sistema globalmente considerado, atento o seu nível de risco, enquanto que na supervisão micro, as instituições são controladas e supervisionadas pelas regras de obediência financeira e de verificação dos riscos da actividade. A ideia é garantir que, em contextos de funcionamento regular do sistema financeiro, os entendimentos assumidos pelas instituições financeiras são obedecidos no quadro de um sistema financeiro seguro e eficiente.

O Grupo de Trabalho<sup>50</sup> liderado por Carlos Tavares, que com base na avaliação do funcionamento do atual modelo e na observação da evolução do sistema europeu de supervisão financeira, apresentou no âmbito da reforma do sistema de supervisão financeira, um relatório onde expunha a necessidade de introduzir melhorias que orientem a um modelo mais eficiente e capaz de reduzir os custos de transição e se apresente flexível na evolução de soluções mais minuciosas.

Propunha então o Grupo de Trabalho, o estabelecimento de um “Sistema Nacional de Supervisão Financeira” (SNSF), composto por três entidades:

- 1- Os três atuais supervisores (BdP, ASF e CMVM)
- 2- O Conselho de Supervisão e Estabilidade Financeira (CSEF)
- 3- O Conselho Superior de Política Financeira (CSPF)

Este modelo propõe a manutenção dos supervisores já existentes (CMVM, ASF e BdP), beneficiando com sua experiência nos respetivos sectores, no entanto, impondo uma coordenação reforçada que consiga permitir combinar a independência com um conhecimento global capaz de deter uma actuação coerente sobre cada entidade supervisionada.

Onde se propõe que o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF) seja substituído por uma nova entidade, o Conselho de Supervisão e Estabilidade Financeira (CSEF), com a principal missão de assegurar a troca institucionalizada e regulada de informações e a coordenação da actuação dos supervisores dos sectores, bem como a criação de um Conselho Nacional de Política Financeira (CNPF) como sendo um responsável para a necessária articulação e cooperação entre as entidades a quem foi confiada a capacidade de garantir a estabilidade financeira do país (Governo, Banco Central e Supervisores).

---

<sup>50</sup> <http://www.gpeari.gov.pt/consulta-publica/relatorio-do-grupo-de-trabalho-para-a-reforma-da>

Há uma semelhança entre todos os modelos, a necessidade de se adaptarem a elementos de regulação e supervisão sobre o sector financeiro que se podem sintetizar da seguinte forma: estabilidade financeira; supervisão prudencial; e supervisão comportamental.

Qualquer sistema poderoso de supervisão financeira deve integrar adequadamente estes elementos, no entanto, não há acordo acerca dum modo ideal de integração, não existe um modelo de supervisão que seja ideal e que apresente vantagens evidentes.<sup>51</sup>

Ao contrario, é decisivo garantir em qualquer caso que perante os problemas identificados num sistema financeiro haja um procedimento eficaz dos interesses, considerando, de forma obrigatória como prática, os recursos disponíveis.<sup>52</sup>

Podemos afirmar que pela relevância dos seus efeitos sobre o Sistema Financeiro, a reforma estrutural do modelo de supervisão ganhou em ser precedida de uma análise externa, exaustiva e actual acerca das possíveis fragilidades do antigo sistema e as suas causas.

No que concerne à CMVM, os objectivos que deveriam nortear a reorganização do modelo de supervisão do sistema financeiro são os seguintes:

- 1- Esforço com vista à proteção dos clientes, dos serviços financeiros e dos investidores;
- 2- Solidez do sistema financeiro;
- 3- Desenvolvimento da confiança no sistema e nas instituições por todos os agentes de mercado;
- 4- Conservação das situações de competitividade no sistema e nas instituições que nele operam, em ambiente aberto e internacional, propiciando condições de desenvolvimento e persistente atualização das instituições e operadores em geral.

---

<sup>51</sup> Cfr. Eilís Ferran, “strong (and weak) financial supervision can come in a variety of packages”, cfr. Institutional Design – The Choices for National Systems, 2015.

<sup>52</sup> A good institutional model will not neutralize weak supervisory policies and practices but, on the other hand, dedicated, high-quality supervisory personnel and sensible working practices and arrangements for cooperation can compensate for limitations in the formal institutional arrangements”, cfr. Eilís Ferran.

Em paralelo, a necessidade de proporcionar o aumento de dimensão e a internacionalização de segmentos específicos do sector financeiro, como a administração de ativos, importa referir a este propósito, e em alinhamento com os objectivos próprios da União do Mercado de Capitais, gerada pela Comissão Europeia em 2014, a importância de estimular o aumento de equilíbrio entre o financiamento da economia com o mercado de capitais e o financiamento através do setor bancário.<sup>53</sup>

Um modelo de supervisão consistente será um sistema que pode garantir a eficiência da supervisão e minimizará os encargos para as finanças públicas com o sistema financeiro e que se encontra preparado para a materialização de riscos sistémicos para a comunidade das instituições presentes no sistema financeiro.

Importa fazer uma breve referência aos princípios de reforma do modelo de supervisão em Portugal, sendo que os mesmos devem respeitar certas condutas, princípios nucleares e essenciais, de modo a conduzir o mercado a uma identidade e legitimidade profunda. Foi com este conjunto de princípios que foram avaliadas todas as propostas de transformação da actual organização da supervisão, as sugestões de desenvolvimento e as reflexões sobre certas opções que se encontram hoje vigentes.

Os princípios que produziram a actual organização da supervisão foram:

- 1- A clareza e simplicidade do modelo, todo o modelo de supervisão deve ser, tanto quanto possível, transparente com os seus poderes e responsabilidades de supervisão.<sup>54</sup>

---

<sup>53</sup> Cfr. Nicolas Véron, “CMU has not made much significant progress so far, and this is directly linked to the debate about financial architecture”, Cfr. Charting the next steps for the EU financial supervisory architecture, Bruegel Policy Contribution Issue n° 16, 2017.

<sup>54</sup> Cfr. Eilís Ferran, “Irrespective of the institutional model in use, the mandate must be clear and unambiguous in order to inculcate a strong willingness to take action and fulfil the supervisory role.”

- 2- Independência, deve ser integrado exclusivamente por supervisores independentes e deve prometer uma independência eficaz de todos os supervisores obrigatoriamente conforme os padrões internacionais mais exigentes e universalmente aceites <sup>55</sup>. A exigência de autoridades administrativas reguladoras independentes, qualificadas pela inexistência de relações de direção ou supervisão de outros órgãos públicos ou entidades terceiras, estando hoje patente na Constituição da República Portuguesa, artigo 267º, nº3, sendo que estabelece uma garantia essencial da organização administrativa nacional que vincula o legislador.
- 3- Garantia de recursos, a adaptação dos meios disponibilizados aos supervisores é essencial, se não houverem as condições necessárias e satisfatórias para se favorecerem os meios adequados, nomeadamente meios humanos e materiais, não poderá haver modelo de supervisão que seja eficientemente utilizado com todas as suas capacidades.
- 4- Equilíbrio entre os sectores do sistema financeiro, o modelo de supervisão deve confirmar que as condições de supervisão são idênticas em todos os sectores financeiros supervisionados e refletindo uma verdadeira e material paridade de regimento e de meios entre todos os supervisores.
- 5- Transparência e responsabilização, a fiscalização das autoridades de supervisão integra uma configuração fundamental de garantia e proteção da independência dos supervisores, ou seja, qualquer modelo de supervisão deve observar instrumentos de transparência e de fiscalização dos supervisores, de modo a garantir que a independência se expressa em supervisão eficiente e com resultados adequados: a independência tem sempre de ser contextualizada numa cultura de responsabilidade. <sup>56</sup>

---

<sup>55</sup> Cfr. Relatório Larosière, encomendado em outubro de 2008 a um grupo de peritos liderado por Jacques de Larosière, analisou as causas e remédios da crise financeira na perspectiva da regulação e da supervisão, sublinhando nas suas conclusões a importância da independência dos reguladores e recomendando que a Comissão Europeia procedesse regularmente a uma avaliação do cumprimento dessa condição pelas autoridades nacionais.

<sup>56</sup> Cfr. Marc Quint, Eva Hupkes, Michael Taylor, *Accountability Arrangements for Financial Sector Regulators*, IMF Economic Issues nº 39, 2006, “*properly designed accountability mechanisms keep an independent supervisory agency ‘under control’ but do not directly control its policies and practices*”

- 6- Enquadramento internacional, a reorganização do sistema de supervisão nacional deve observar o futuro sempre considerando o presente, fazer um esforço para perspetivar e antecipar a evolução futura do sistema financeiro e dos seus desafios num quadro de constante mudança internacional.
- 7- Cooperação, deve ser sempre assentar numa colaboração entre supervisores ou entre áreas de supervisão. Os respetivos instrumentos serão tanto mais aperfeiçoados quanto mais dividida for a supervisão e quanto maior for o *gap* criado entre as diversas modalidades de supervisão (comportamental e prudencial) e os divergentes setores financeiros. Muito importante referir aqui a vasta experiência de vários anos e com grandes resultados da CMVM na coordenação com outras autoridades de supervisão, estrangeiras e supranacionais.<sup>57</sup>
- 8- Minimização dos custos e maximização dos benefícios, numa perspetiva mais ativa, o plano de reestruturação do modelo de supervisão deve sempre orientar-se para o objetivo de consguir o melhor efeito possível, seja e eficácia e eficiência com igualmente em robustecimento das autoridades envolvidas.

Pese embora, não exista ainda um consenso referente à proposta de Reforma do Sistema de Supervisão Financeira, destaca-se de forma positiva a separação dos poderes de supervisão e de resolução.

Considera-se que a adoção deste modelo, ainda que sujeito a alguns ajustes, se apresentará como uma solução equilibrada que pode ser implementada de forma breve e sem colocar em risco a capacidade de actuação das autoridades de supervisão durante esse período de transição.

---

<sup>57</sup> No caso específico da CMVM, no plano internacional e nacional, a organização não se encontra confiada às autoridades de supervisão do sector financeiro, estendendo-se a autoridades sectoriais não financeiras: entre outros, é exemplo disso a supervisão dos mercados de energia.

Na verdade, sempre se dirá que não existe um Sistema Financeiro perfeito, até porque a adoção adequada sempre dependerá do contexto institucional que se vive, da realidade do mercado financeiro e da cultura de supervisão, acreditamos que o ideal é instituir uma nova entidade dotada de autonomia jurídica que, de forma inclusiva, capaz de administrar o Sistema Financeiro, como um todo, acima de interesses políticos e corporativos.

## **IV. European Security and Market Authority (ESMA)**

Com a missão de supervisionar o sector mobiliário, surge a European Securities and Market *Authority*, (doravante denominada como ESMA), decorrente do Regulamento nº 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Setembro (doravante abreviadamente como Regulamento ESMA).

A jurisdição da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, tem sede em Paris, inclui na sua jurisdição os mercados de valores mobiliários bem como os instrumentos financeiros derivados, como a actuação dos agentes que naqueles operam.<sup>58</sup>

Tem esta autoridade europeia competências em sede de supervisão e registo das agências de notação de risco.

### **1. Estatuto e Competências**

A ESMA apresenta-se como uma Autoridade Independente da UE cooperando com a finalidade de salvaguardar a estabilidade do sistema financeiro da União Europeia, reforçando a protecção dos investidores e promovendo a estabilidade e ordem aos mercados financeiros.

A ESMA foi instituída como uma consequência directa das advertências presentes no relatório de Larosière, que recomendou a criação de um Sistema Europeu de Supervisão Financeira (SESF) como uma rede descentralizada, sendo que este sistema iniciou a sua intervenção em 1 de janeiro de 2011, de acordo com o seu Regulamento Fundador.

O acto legislativo fundador da ESMA é o Regulamento da União Europeia n.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010, que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados), que altera a Decisão n.º 716/2009 / CE e revoga a Decisão 2009/77 / CE., que substituiu o Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus (CESR).

---

<sup>58</sup> Cfr. o Alerta da ESMA aos investidores sobre os riscos de investir em produtos complexos e a Opinião sobre as práticas na comercialização de produtos financeiros complexos, ambos de Fevereiro de 2014.

Esta autoridade apresenta três objetivos cruciais:

- 1- A protecção ao investidor – de modo a garantir que as carências dos consumidores financeiros sejam conhecidas e solucionadas da melhor forma e fortalecer os seus direitos, bem como reconhecer as suas responsabilidades;
- 2- Os mercados organizados – para que estes consigam progredir na integridade, na transparência, na eficiência e no bom exercício dos mercados financeiros, assim como uma infraestrutura de mercado forte;
- 3- Estabilidade financeira – por modo a fortalecer o sistema financeiro, de modo a que o mesmo adquira mecanismos de defesa contra possíveis choques e manifestar os desequilíbrios financeiros, potenciando o seu crescimento económico.

A ESMA é igualmente competente pela estruturação das medidas aplicadas pelos supervisores de valores mobiliários ou pela adopção de medidas de emergência em situações de crise.

Relativamente à sua estrutura, é o Conselho de Supervisores, quem delibera acerca de todas as decisões políticas, assim como é responsável pela aprovação do trabalho da ESMA, compreende os 28 chefes das autoridades nacionais dos Estados Membros, observadores da Islândia, Liechtenstein e Noruega, Observadores na Comissão Europeia, os representantes da Autoridade Bancária Europeia (EBA), da Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (EIOPA) e do Comité Europeu do Risco Sistémico (ESRB), sendo que será sempre um por organização, um Conselho de Administração, formado pelo presidente da ESMA e um diretor executivo, (em termos de cinco anos sujeitos a uma renovação única), bem como delegados das autoridades de supervisão nacionais e delegados da Comissão, de modo está atestada que a ESMA cumpre de forma eficiente as suas funções.

O modo de funcionamento da ESMA, assenta em quatro atividades, sendo estas:

- 1- Avaliação de riscos para investidores, mercados e estabilidade financeira - fomentando a transparência e a proteção dos investidores, disponibilizando as necessárias informações aos investidores por meio de bancos de dados, e lançando alertas aos investidores.
- 2- Completar um único conjunto de regras para os mercados financeiros da UE - aperfeiçoar o mercado único da UE, fortalecendo normas técnicas e orientando as instituições da UE na evolução de novas leis.
- 3- Promover a normalização das práticas de supervisão - partilhando as melhores práticas e progredir na eficiência, tanto nas CNO como no setor financeiro.
- 4- Supervisionar diretamente organismos financeiros específicos - agências de notação de crédito e repositórios de transações.

Quem beneficia deste bom funcionamento desta autoridade europeia, será sempre a economia, o público em geral, os reguladores de mercados de valores mobiliários, o sector de serviços financeiros, os investidores, consumidores e instituições que prestadoras de serviços financeiros aos mercados financeiros.

A missão da ESMA sempre se dirá que será a de intensificar a protecção dos investidores promovendo mercados financeiros estáveis e eficientes na União, sendo que enquanto instituição independente, a ESMA atinge este objectivo, criando um único livro de regras para os mercados financeiros e prometendo a sua aplicação coerente em toda a UE, participa na regulação das empresas financeiras com um alcance europeu, quer a partir de supervisão directa, ou da estruturação activa do movimento de supervisão nacional.

A sua governação e administração, encontram-se esclarecidas no documento da ESMA de 29 de setembro de 2015 (ESMA / 2015/1475).<sup>59</sup>

---

<sup>59</sup> vide [https://www.esma.europa.eu/system/files\\_force/library/2015/11/2015-esma-1645\\_-\\_final\\_report\\_emir\\_article\\_9\\_rts\\_its.pdf](https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/2015/11/2015-esma-1645_-_final_report_emir_article_9_rts_its.pdf)

A supervisão desta Autoridade Europeia pressupõe uma actividade exercida pela administração que se mostre capaz de limitar da liberdade dos administrados, mediante o exercício de garantir que os intervenientes no mercado onde desenvolvem a sua actividade o faça, de forma justa ao determinado na ordenação do seu sector ou actividade.

A supervisão funciona por forma de controlo, de vigilância de actividades, de intervenções correctivas que podem resultar na aplicação de sanções.

A ESMA é dotada de uma competência internacional para promover e celebrar acordos administrativos com organizações internacionais e estados terceiros à União Europeia, ou a coordenação intracomunitária (art. 4º e 5º do TFUE).

A supervisão afirma-se como um exercício de poderes gerais de vigilância e inspecção, com a finalidade de verificar a adequação de um comportamento no ordenamento jurídico.

## **2. Relações entre a ESMA e as ANC, em especial a CMVM**

A ESMA utiliza a sua organização para reconhecer desenvolvimentos do mercado que possam ameaçar o equilíbrio financeiro, a protecção dos investidores ou a actividade organizada dos Mercados Financeiros. Avaliando os riscos inerentes aos mercados bem como complementa as avaliações de risco feitas por outras Autoridades Europeias de Supervisão (AES) e Autoridades Nacionais Competentes (ANC) e colabora para o trabalho sistémico realizado pelo Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS), que se foca cada vez mais nos riscos de estabilidade financeira.

Internamente, a consequência da função de avaliação dos riscos alimenta a actividade da ESMA sobre um agrupado único de regras, a conformidade da supervisão e a fiscalização directa de Entidades Financeiras específicas, enquanto que externamente, esta entidade diligência pela promoção da transparência e o apoio aos investidores, assim

como disponibiliza informações aos investidores financeiros e aos bancos de dados públicos e, sempre que necessário, detém a faculdade de emitir alertas aos investidores. A função de análise de risco é capaz de perceber os benefícios, bem como os riscos da inovação financeira na UE.

O objectivo de acrescentar um conjunto de regras único para os Mercados Financeiros da UE é o de reforçar o mercado único da União, criando condições equitativas para os investidores e emissores a todos os Estados Membros.

A conformidade da supervisão é a própria implementação e aplicação de forma consistente das mesmas regras, em que é utilizada uma abordagem idêntica para os 28 Estados Membros.

Ao implementar e aplicar de forma sólida as regras, é de certo garantida a confiança e segurança do Sistema Financeiro, o que por sua vez defende os investidores e assegura mercados de forma ordenada.

A supervisão compromete que se tenha que compartilhar as melhores práticas de modo a obter ganhos de eficiência tanto para as ANC quanto para o sector financeiro, esta atividade é concretizada a partir de uma importante aliança de cooperação com as ANC.

A posição que a ESMA mantém no SESF torna-a apreciada para a condução de revisões, delimitando requisitos de informação dos Estados Membros, realizando estudos e programas de trabalho comuns, e mesmo planos de pareceres, diretrizes, perguntas e respostas, assim como erguer uma rede próxima que a auxilie com as melhores práticas de modo a treinar supervisores.

No que concerne às relações entre a ESMA e as Autoridades Nacionais Competentes, o Regulamento nº 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Setembro que instituiu a ESMA, tem no seu diploma consagrado, no artigo 9º que a ESMA cria, como parte componente da Autoridade, um Comité para a Inovação Financeira, que agrupa todas as autoridades nacionais de supervisão competentes com vista a

obter uma abordagem coordenada do tratamento regulamentar e de supervisão das actividades financeiras novas ou inovadoras e a prestar aconselhamento que a Autoridade faculta ao Parlamento Europeu, ao Conselho e à Comissão, bem como o artigo 18º do mesmo diploma onde está explícito que em casos de incidentes adversos que possam colocar em causa o bom funcionamento e a integridade dos mercados financeiros ou a estabilidade de todo ou parte do sistema financeiro da União, a Autoridade promove a coordenação de acções empreendidas pelas autoridades nacionais de supervisão competentes interessadas, bem como com o objectivo de poder executar estas funções de promoção e coordenação, a Autoridade deve ser informada de quaisquer acontecimentos significativos, e ser convidada a participar como observadora em alguma reunião relevante das autoridades nacionais competentes de supervisão interessadas.

O Sistema Europeu de Supervisão Financeira deverá ser estruturado de modo a ultrapassar as falhas que possam surgir e proporcionar um sistema que seja conforme com o objectivo de garantir um mercado de serviços financeiros estável e único para toda a União, que associe as autoridades nacionais de supervisão numa rede reforçada da União.

No que respeita a CMVM, a mesma colabora activamente nos trabalhos da ESMA através da sua actividade internacional, tanto ao nível da participação no Conselho de Supervisores da ESMA como dos respetivos comités permanentes e grupos de trabalho, sendo que alguns se passam a exemplificar.

O Conselho de Supervisores (Board of Supervisors) lidera o trabalho desenvolvido pela ESMA e detém competências e poderes de decisão final na adopção de normas técnicas de regulamentação e de execução, opiniões, recomendações, orientações e outras acções, nomeadamente de aconselhamento técnico às Instituições Europeias, cuja elaboração se pratica no âmbito de diversos grupos de trabalhos especializados.

Tem igualmente competência de supervisão directa em áreas específicas (Agências de Notação de Risco e Repositórios de Transações), onde se inserem os responsáveis máximos das 28 Autoridades Reguladoras Nacionais que integram a ESMA, onde se inclui a CMVM.

O Conselho de Administração (Management Board) da ESMA, composto pelo Presidente da ESMA e por representantes das autoridades nacionais, incluindo a CMVM, e da Comissão Europeia na qualidade de observador, assegura o adequado desempenho pela ESMA da sua missão.

Grupo de Partes Interessadas (Stakeholder Group) que simplifica a consulta, pela ESMA, de partes interessadas em relação a áreas importantes para as responsabilidades da ESMA.

O Comité de Convergência de Supervisão (Supervisory Convergence Standing Committee) visa cooperar na supervisão através da avaliação da efetivação do Direito Comunitário pelos Estados Membros, e da identificação de áreas de regulação e de supervisão no âmbito do mercado de valores mobiliários em que deva haver uma maior convergência.

O Comité Permanente sobre Reporte Financeiro (Corporate Reporting Standing Committee - ESMAFIN) inicia o trabalho da ESMA em questões referentes a contabilidade, auditoria, reporte periódico e armazenamento de informação decorrente de regulação europeia em matéria de valores mobiliários.

O Mecanismo Europeu de Coordenação de Enforcement (European Enforcement Coordination Sessions (EECS) representa um fórum onde as autoridades competentes nacionais da área económica europeia (AEE) partilham conhecimento e experiências sobre o enforcement desenvolvido em cada uma das suas jurisdições em relação a informação financeira em sede de IAS/IFRS.

O Comité Permanente sobre Corporate Finance (Corporate Finance Standing Committee) trata de questões de convergência regulatória suscitadas no âmbito das Diretivas do Prospeto e da Transparência, e no âmbito do Governo das Sociedades, elaborando pareceres à Comissão Europeia, bem como recomendações e projetos de normas técnicas de regulamentação e de execução, a fim de assegurar a convergência regulatória na União Europeia neste âmbito. São ainda analisadas as condições de equivalência dos prospectos de emittentes de países terceiros aos prospectos europeus, nos termos e para os efeitos da regulação europeia.

O Comité Permanente sobre Agências de Notação de Risco (Credit Rating Agencies Standing Committee), que na sequência da revisão do Regulamento 1060/09 acerca das Agências de Notação de Risco, efectuada em Dezembro de 2010, foi concedida à ESMA a responsabilidade pelo registo e supervisão das Agências de Notação de Risco na União Europeia.

O Comité Permanente de Integridade dos Mercados (Market Integrity Standing Committee) ocupa-se dos temas sobre com a integridade do Mercado, nomeadamente os temas relacionados com o abuso de Mercado.

O Comité Permanente de Mercados Secundários (Secondary Markets Standing Committee) relacionado com a estrutura, a transparência e a eficiência dos mercados secundários de valores mobiliários.

O Comité Permanente de Intermediários e Protecção dos Investidores (Investor Protection & Intermediaries Standing Committee) desenvolve o seu exercício nas atividades e serviços de investimento oferecidas pelos intermediários financeiros. Focando-se na protecção dos investidores, elaborando regras de conduta aplicáveis aos intermediários financeiros.

O Comité de Análise Económica e de Mercados (Committee for Economic and Market Analysis - CEMA) dedica-se à análise dos mercados financeiros e a sua evolução, procedendo à avaliação de impacto de propostas de regulação existentes ou a efectuar na esfera da ESMA.

O Grupo de Trabalho sobre Sistemas de Informação (IT Management and Governance Group) tem como ocupação a política de tecnologias de informação da ESMA, destacando-se para os projetos que a ESMA efectua em conjunto com as autoridades de supervisão nacionais.

Para a maioria das relações entre o principal e o agente, o componente não observável é o elemento mais importante que afecta os resultados produzidos pelo agente.

No caso da ESMA, isto não parece ser muito significativo porque, dada a sua função de Regulador das Entidades Nacionais, deve tornar públicas todas as regras que cria e aplica.

Além de que, esta Autoridade Europeia carece de consulta dos seus superiores antes de poder agir, por conseguinte, não há grande problema em observar as acções da ESMA.

No entanto, ainda há um problema em motivar a ESMA a ser inovadora e a elaborar regras que possam revelar-se eficazes para prevenir e remediar as diferenças no mercado. Como na elaboração e aplicação da regulação financeira, a preferência é importante, a sub-regulação pode ser tão problemática quanto o excesso de regulamentação.

Além disso, e talvez mais importante, os *outsiders* não observam os custos internos da ESMA, não nos referindo a custos contabilísticos das funções da ESMA, que são provavelmente bem avaliados pelos seus superiores. Pelo contrário, os custos associados ao esforço, supervisão, motivação do pessoal, entre outros. Seguramente, estes custos internos existem em todas as organizações, e, também para a ESMA, observando um impacto no desempenho desta autoridade.

A situação ideal para as autoridades é quando o agente exerce o máximo de esforço necessário para alcançar o melhor resultado possível, e, no caso da ESMA, o resultado desejado é definido apenas em termos de metas políticas gerais, centrando-se no esforço exercido pela ESMA. Em geral, quanto mais esforço for exercido por esta autoridade, melhor.

O regulamento que institui a ESMA e o regulamento sobre vendas a descoberto impõe obrigações de regulamentação e de agir perante tais normas. Isto pode ser considerado como um dos mecanismos de responsabilização que se aplica à ESMA.

Suponhamos que os princípios da ESMA definem o mecanismo de responsabilização de uma forma que retrate os ganhos para a sociedade consequentes dos regulamentos da ESMA. Podemos pensar nisso como correspondendo ao custo de oportunidade social da inação (sub-regulação) da ESMA. Por conseguinte, se a ESMA não exercer esforços adicionais, os custos sociais são elevados, mas à medida que a ESMA actua, os custos diminuem.

O mecanismo de responsabilização pode ser concebido de tal forma que também crie custos para a ESMA, ou seja, a inação é dispendiosa para a ESMA. Essas economias de escala também propõem que uma única autoridade reguladora é um arranjo mais eficiente, *ceteris paribus*, do que um sistema com múltiplas autoridades

Subsiste também o problema de que um sistema com múltiplas autoridades e jurisdições sobrepostas poderia resultar em conflitos de execução. Por outro lado, a existência de múltiplas Autoridades permite que a União Europeia compare os seus desempenhos.

## **2.1. Uso de “Poderes Soft”**

O crescimento das autoridades administrativas reguladoras nos Estados Membros sucedeu da liberalização e privatização dos mercados financeiros, da necessidade de se dissociar perante a complexidade da sociedade técnica, perante a imposição de se afastar da antiga imposição Weberiana (Max Weber).

Como tal, estas causas instituíram a criação pela União Europeia de agências independentes, imparciais e com autonomia administrativa e financeira, resultando nas Autoridades Independentes que hoje conhecemos.

A constituição da ESMA visa uma intervenção reguladora de forma activa na União com a faculdade de progredir um desenvolvimento de uma cultura de supervisão comum única com a faculdade de progredir num desenvolvimento de uma cultura de supervisão comum e única, com controlo e administração perante as autoridades nacionais competentes.

A ESMA qualifica-se como uma estrutura da União dotada de personalidade jurídica com uma vasta competente jurídica reconhecida pela legislação desses estados às pessoas colectivas, envolvendo a capacidade judiciária.

Tendo assumido as funções do seu antecesor CESR, com a função consultiva, de cooperação e recolha de informação.

Tem como objectivo a avaliação periódica das autoridades nacionais e pode exercer os poderes destas mediante “acordos administrativos”, onde delega competências regulatórias nacionais.

Pode, igualmente, exercer poderes extraordinários aos reguladores nacionais, como dirigir uma injunção/decisão aos agentes de um mercado para a adopção das medidas necessárias à efectivação da sua legislação.

Relativamente à estrutura orgânica interna, comportam um Conselho de Administração que reúne os representantes dos Estados Membros, da Comissão Europeia e do Parlamento Europeu, ou de Comités representativos, onde são representados por um director executivo que representa a agência nos comités.

O órgão principal é o Conselho de Supervisores, no qual, o Parlamento Europeu pode rejeitar à pessoa indicada.

É igualmente constituído pelo Presidente que é nomeado por um período de 5 anos, pelos presidentes das autoridades reguladoras nacionais.

Envolve ainda os representantes das Autoridades Europeias (BCE, SERS, EBA, EIOPA) como observadores. O Conselho delibera por maioria simples, apenas se exigindo maioria qualificada para a aprovação de orientações, recomendações ou adopção de medidas, dirigidas aos Estados Membros ou agentes de mercado.

Foi criado um Director Executivo para a gestão da Autoridade, actua com independência que é reforçada pela actuação conjunta com o Parlamento Europeu.

Comporta um Conselho de Administração com funções administrativas ao programa elaborado anualmente, à gestão do orçamento e a todos os que integram a Autoridade.

É necessário obedecer a princípios públicos de transparência e igualdade, tendo em conta as regras gerais de contratação de funcionários da União Europeia.

A estrutura interna não se apresenta completamente estabelecida, uma vez que o conselho pode instituir comités internos especializados por forma de delegação de competências e tarefas.

A ESMA assume atribuições de integridade, transparência, competência e estabilidade dos mercados, com a finalidade de proteger os investidores.

É uma autoridade com personalidade e capacidade jurídica e uma ampla autonomia administrativa e financeira, detendo controlo e responsabilidade perante o Parlamento Europeu e o Conselho Europeu, no entanto, não se apresenta com responsabilidade civil.

O controlo da legalidade das medidas comunitárias efectiva-se nos termos gerais perante o TJUE (artº 263 do mesmo diploma), havendo um prévio recurso para um órgão administrativo intermédio, a Camara de Recurso.

A ESMA tem como função, uniformizar a aplicação da legislação e as práticas de supervisão através da elaboração de padrões, orientações e recomendações.

O seu regulamento, prevê a possibilidade de dirigir às autoridades reguladoras nacionais, bem como a particulares “convites” à adaptação de uma conduta, onde pode compreender a definição das práticas de supervisão que considere coerentes e eficientes com vista a garantir a aplicação uniforme da legislação da União Europeia.

Prevê o mesmo Regulamento que as autoridades nacionais bem como todos os intervenientes no mercado, devem dar cumprimento às orientações e recomendações, pois, a não se observar tal cumprimento, este, deve ser objecto de comunicação fundamentada (comply or explain) podendo resultar em sanção de incumprimento.

O que tem como consequência os efeitos da soft law, que resultará sempre que se mostre necessário um procedimento legitimante desses actos infringidos, sendo que poderá recorrer judicialmente, como decorre do preceituado no art.º 263 nº5 do TFUE.

Os efeitos típicos da *hard law* e a institucionalização da *soft law*, levam Mollers a falar numa *half law* <sup>60</sup>, como uma via das fontes de direito, aceitando que se encontram vinculados por “formas” de intervenção cujos contornos se encontram definidos. <sup>61</sup>

A multiplicação e propagação de agências independentes na UE é um dos desenvolvimentos institucionais mais importantes da UE, por se considerarem instrumentos eficientes na implementação das políticas estabelecidas pela UE. <sup>62</sup>

A entrega da fiscalização às agências não cresceu somente em termos de quantidade, mas também em qualidade, o que implicou por isso que fossem confiados mais poderes a estas entidades, e igualmente acesso a informações, colaboração, serviço e consultoria e também poderes regulamentares. No geral, existem dois tipos importantes de regras a partir das quais as agências da UE dão um contributo regulamentar e substancial para a atividade dos seus sectores de política, o primeiro, será o de que as agências possam participar, como intervenientes técnicos, em condutas orientando a adoção de regras de execução vinculativas e acolhimento direto das regras práticas.

Em segundo lugar, é muitas vezes e oficialmente concedido o poder de emissão de “*soft powers*”, ou seja, instrumentos de direito, quer aos sujeitos regulados, quer a outras administrações participantes na rede sectorial onde eles atuam. O factor diferencial entre estas agências reguladoras no universo de todas as agências mais amplas é que estes poderes que pese embora não sejam vinculativos, são importantes e não podem ser vistos como insignificantes só porque não são de factor vinculativo, até porque representam uma colaboração para a elaboração de regras.

---

<sup>60</sup> expressão de Thomas Moller, 2010, p. 379-407.

<sup>61</sup> Luís Guilherme Catarino, em Revista do Ministério Público 131, Julho – Setembro 2012, p.120

<sup>62</sup> Cfr. Declaração conjunta e abordagem comum do Parlamento Europeu, do Conselho da UE e da Comissão Europeia acerca das agências descentralizadas, 19 de julho de 2012, p. 1.

A soft law é um instrumento jurídico que oferece flexibilidade a quem o utiliza, mas, a ausência de sanções levanta discussão em torno da segurança jurídica que este proporciona.

A delegação de poderes de regulamentação às agências supervisoras da UE ocorre cada vez mais em áreas como por exemplo, na especialidade da aviação, dos medicamentos e serviços, com a finalidade de ampliar a eficácia da ação da UE, sendo que na verdade, a flexibilidade dos instrumentos de soft law possibilitam uma simples e fácil antevisão acerca da dinâmica dos progressos sociais e tecnológicos.

Apesar de ser crescente a transmissão de autoridade pública às agências importa salientar que se considerada indispensável para que exista eficácia das políticas na UE, o que pode desencadear dúvidas quanto à legitimidade destas agências bem como as suas decisões.

Pese embora integre uma parte cada vez mais relevante do quadro institucional da União Europeia, esta criação de agências da UE e a conseqüente entrega de competências reguladoras são matérias que não são explicitamente reguladas nos Tratados Europeus ou no direito derivado geral, dado que estas agências são habitualmente instituídas por meio de atos de direito derivado e tem por base uma disposição específica do Tratado, como patente nos artigos 114º e 352º do TFUE.

Existe falta de um enquadramento jurídico geral acerca da eventualidade de se poder delegar as capacidades de execução a outras entidades que não sejam a Comissão Europeia e o Conselho Europeu, sendo que os poderes das agências ainda se encontram dependentes dos limites constitucionais que o TJUE manifestou na sua jurisprudência. No célebre acórdão Meroni, o TJUE determinou que os poderes podem ser transmitidos a tais órgãos, mas que tal deve ser limitado a poderes executivos nitidamente esclarecidos e não se estende a outros órgãos, mantendo uma larga margem de discricção.<sup>63</sup>

---

<sup>63</sup>Cfr. Processo 9-56, Meroni e Co., Industrie Metallurgiche, SpA contra a Alta Autoridade da Comunidade Europeia do Carvão e do Aço, 1958.

Como resultado disto, a delegação de poderes de regulação gerais às agências está excluída, no entanto, a cedência de poderes normativos suaves às agências supervisoras provê uma via para contornar os órgãos legislativos corretamente habilitados no processo de decisão, além disso, esta cessão de poderes aparenta ignorar as restrições limitadas pelo acordo Meroni, visto que não são consideradas aptas a desenvolver poderes de elaboração de regras suaves (soft powers) às agências. Importa referir que a doutrina do acordo Meroni (foi reconhecida a existência do princípio do equilíbrio institucional da União) para um plano no futuro não era clara, devido a que este padrão de não-delegação viu a sua eficácia, em parte pelo TJUE no seu processo de venda a descoberto da ESMA <sup>64</sup>

A ESMA é actualmente a única autoridade que compõe as três ESAs <sup>65</sup>, que supervisiona diretamente entidades específicas na UE, ou seja, agências de notação de crédito (CRA) e repositórios de transações. Nestes dois tipos de entidades, a ESMA recebe um número limitado de poderes de supervisão discricionários e excepcionais, isto é, possui a responsabilidade directa pelo registo e supervisão, incluindo o poder de impor sanções financeiras executórias.

A ESMA também recebe poderes sancionatórios, ou seja, o direito retirar o registo, suspender o uso de classificações para fins regulatórios, proibir temporariamente o CRA de emitir classificações de crédito e exigir que o CRA encerre uma infração, incluindo o poder de impor sanções executáveis e multas periódicas aos CRAs. sempre que, intencionalmente ou por negligência, tenham violado as disposições do Regulamento ANR.

---

<sup>64</sup> vide

[http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/ESMA/Documents/esma70-145\\_127\\_consultation\\_paper\\_on\\_the\\_evaluation\\_of\\_certain\\_aspects\\_of\\_the\\_ssr.pdf](http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/ESMA/Documents/esma70-145_127_consultation_paper_on_the_evaluation_of_certain_aspects_of_the_ssr.pdf)

<sup>65</sup> Cfr. Katerina Lagaria, Towards a Single Capital Markets Supervisor in the EU, The Proposed Extension of ESMA's Supervisory Powers - Revista da Concorrência e da Regulação, ano IX, Número 33-34, Janeiro – Junho 2018

O poder da ESMA de impor está sujeito a uma «metodologia em duas fases» muito pormenorizada, constituída pela adefinição de um montante, para o qual as quantias máxima e mínima são atribuídas de acordo com o nível de gravidade do contrato, e o ajuste desse montante de base através do cálculo de certos coeficientes agravantes ou suavizadores relacionadas com as circunstâncias em que a infração foi cometida (previstos no anexo IV do Regulamento ANR). O montante é fixado na parte inferior, no meio ou no montante mais elevado do montante de base, tendo em conta o volume de negócios anual do ORC no exercício precedente.

Deve salientar-se que o TJUE dispõe de competência para rever as decisões da ESMA. impor uma penalidade ne ou periódica, mediante a qual o Tribunal poderá anular, reduzir ou aumentar a sanção pecuniária compulsória imposta.

A ESMA na sua composição goza de uma variedade de poderes “soft” de elaboração de regras para lidar com a falta de eficácia, o que prejudicou o trabalho do seu antecessor (CERS).

O efeito “hard” do soft law da ESMA (normas técnicas, orientações e outros instrumentos não vinculativos) suscita, no entanto, as preocupações de legitimidade de tais instrumentos.

A necessidade de cooperação regulatória internacional na União Europeia, é necessária de modo a evitar lacunas de supervisão, ee actua de forma contínua, no entanto têm surgido questões de legitimidade e de accountability.

O problema da legitimidade e do controlo estão sempre ocultos, como o demonstrou o Acórdão Meroni, um é a contraface do outro (embora alguma jurisprudência recente do TJUE tenha vindo a “limar” a linha dura vertida no Ac. Meroni).

Van Rijsbergen na sua tese de doutoramento<sup>66</sup> testa o enquadramento para cada categoria de actos jurídicos não vinculativos da ESMA em cada fase do ciclo político, e demonstra que o enquadramento das mesmas pode ser aplicado a outras agências da União com poderes de elaboração de regras transversais semelhantes aos da ESMA.

Esta investigação expõe orientações para os decisores políticos e o legislador da UE na criação das agências detentoras de “*soft law*” em elaboração de regras.

Os procedimentos normativos suaves das agências da UE não estão juridicamente vinculados por definição, mas podem produzir efeitos práticos e legais, os Tratados da UE não conferem qualquer forma de força juridicamente vinculativa ao direito não vinculativo através de documentos e *soft law* da UE e por isso não podem, por si só, criar qualquer direito ou impor qualquer dever, no entanto, através desta forma de *soft power* a lei consegue abranger uma relevante posição de autoridade na prática jurídica e consta na jurisprudência do CJEU que não é desprovido de resultados jurídicos.

As leis flexíveis não são "inofensivas", sobretudo quando são meramente aprovadas pela Comissão em condutas juridicamente vinculativas. A falta de força juridicamente vinculativa é incerta até que as ferramentas de *soft law* se tornem recursos suficientes de modo a conseguirem cumprir as metas da regulação instituídas de forma eficaz.

Um instrumento definido nem sempre é capaz de se revelar consistente de forma clara para seu emissor, o que faz perdurar o quesito de se compreender se realmente os instrumentos de *soft law* das agências dos Estados-Membros e de outros destinatários conseguem aplicar e causar o efeito que se deseja.<sup>67</sup>

A regulamentação das agências através de *soft law* analisa um baixo grau de procedimento, porquanto não subsiste um movimento geral para executar estes processos e não existe um quadro comum para a governação das agências de certo modo se guiarem, sendo certo que as tentativas de um acordo interinstitucional que verse as agências reguladoras da União não alcançaram até agora nenhum resultado real<sup>68</sup>

---

<sup>66</sup> Cfr. PhD Defense Ms. M.W.A. van Rijsbergen – 27 Novembro 2017

<sup>67</sup> Cfr. Linda A.J. Senden, *Soft law in European Community law*, Oxford: Hart, 2004

<sup>68</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/PT/TXT/?uri=CELEX%3A52008DC0135>

As agências da UE, com base na lei e por falta de legitimidade não devem ter amplos poderes gerais de elaboração de regras, e por consequente, a não regulamentação de delegação de poderes de regulação.

As limitações na jurisprudência do TJUE parecem estar cada vez mais longe da sintonia que se pretendia, numa realidade institucional e legal actual.

Os regulamentos de diversas agências da UE mais recentes executam um procedimento de regulamentação da lei, e este é especialmente o caso das Autoridades Europeias de Supervisão (AES), as suas condutas na emissão de orientações e recomendações dirigidas às autoridades nacionais de instituições financeiras são facultadas pelos seus próprios regulamentos.

Relativamente ao seu antecedente, o CESR, o número de *soft law* da ESMA está a desenvolver-se depressa, sendo que no passado, o CESR actuava de modo a diferenciar diretrizes ou orientações por um lado, e recomendações por outro, enquanto que a ESMA não diferencia as orientações e recomendações, e, como tal, não apresenta uma diferença relativamente ao uso de força vinculativa entre os dois.

A ESMA como sucessora formal do CESR, foi criada com o objectivo de auxiliar o público e contribuindo para o equilíbrio e a eficácia a curto, médio e longo prazo. Pode ser considerada como uma das mais fortes agências da União Europeia, dado que beneficia de um largo poder de regulamentar, de poder decisivo e de supervisão exclusiva, sobretudo em comparação com as atribuições de competência de todas as outras agências de autoridade da UE.

A ESMA auxilia a Comissão Europeia na formulação e adopção de regras aplicáveis a todas as instituições de regulação, e dispõe de poder para participar em procedimentos de formulação de regras vinculativas, uma vez que tem como função fortalecer projectos de normas em conformidade com os artigos 290.º a 291.º do TFUE, apresentando as suas ideias à Comissão Europeia, que tem o poder de as aprovar como procedimentos delegados ou de execução, ou recusar em parte ou propondo modificações após a coordenação com a própria ESMA.

A transposição da Directiva da CE - 2006/46/CE impõe às sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado a introduzirem nos seus relatórios anuais uma declaração sobre o governo societário (corporate governance). Esta declaração deve fazer alusão ao código de corporate governance a que a sociedade se encontra sujeita e incluir o dever de esclarecer os pontos de não cumprimento, caso existam, do código aplicável.

Esta técnica de cumprir ou não cumprir, e explicar porque é que não se cumpre, é aclarada por *comply or explain*.

O princípio *comply or explain* surgiu no Reino Unido em 1992 com o “relatório Cadbury”<sup>69</sup>, em resposta aos escândalos financeiros da época<sup>70</sup>.

Definir *soft law*<sup>71</sup> não tem sido uma tarefa simples para a doutrina, porque a própria expressão *soft law* encerra um paradoxo. Tal paradoxo secede do facto de que direito representa algo obrigatório, capaz de ditar uma sanção, preciso, hard e, assim, oposto a algo não seja obrigatório, genérico, flexível, soft.

---

<sup>69</sup> Cfr. Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, London, 1992, in <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf> (15.01.2015).

<sup>70</sup> Particularmente, os casos Maxwell e BCCI.

<sup>71</sup> Cfr. Ana Falcão, O princípio “comply or explain” e a “soft law” The “comply or explain”, in Revista Eletrónica do Direito, Fevereiro 2015

Para Michel Virally<sup>72</sup>, o noção de *soft law* apresenta-se como “uma norma não é jurídica porque ela é capaz de impor sanção. Ela sanciona porque ela é jurídica”, de forma idêntica, Oliveira Ascensão<sup>73</sup> escreve que “... mesmo tomando uma por uma as regras estabelecidas, não encontramos sempre a coercibilidade. As regras não são, pois, jurídicas por terem coercibilidade; são jurídicas por se integrarem na ordem jurídica. Esta caracterizar-se-á por outros traços, diferentes do da coercibilidade”.

Igualmente Castro Mendes<sup>74</sup> diz que “A presença de um sistema de proteção coativa não é característica essencial da norma jurídica – tem-na, não toda e qualquer norma (o que sucederia se se tratasse de uma característica esmas só a norma jurídica na sua forma completa, perfeita, prototípica” e concluindo, Baptista Machado<sup>75</sup> comenta “Temos, assim, que a coação ou a coercibilidade não especifica o Direito no plano do ser, não o determina no seu conteúdo e, portanto, não faz parte da sua essência”.

A questão a perceber é se o adjetivo *soft*, usado para classificar o direito, indicia que este novo instrumento difere do direito na sua aceção usual (*hard law*) constituindo-se, assim, num direito díspar, ou se o uso do termo *soft* se refere a algo que não seja direito. Aceitando a *soft law* como direito, este deve ser reconhecido como distinto, pois não será obrigatório, será um direito com normas relativizadas.

Neste sentido, o princípio *comply or explain*, no contexto das sociedades de valores mobiliários concedidos à negociação num mercado regulamentado, oferece flexibilidade à *soft law*, na medida em que cada sociedade se ajusta às práticas de governação societária que julgue adequadas ao caso concreto, mas sempre com vista a potenciar a transparência, obriga-as a divulgar essas práticas e igualmente as explicações de um não cumprimento.

---

<sup>72</sup> Cfr. Michel Virally, *La pensée juridique*, Paris, LGDJ, 1960, p. 77 (texto original: “une règle n’est pas juridique parce qu’elle est sanctionnée. Elle est sanctionnée parce qu’elle est juridique”).

<sup>73</sup> Cfr. José de Oliveira Ascensão, “O Direito: Introdução e Teoria Geral”, 13ª ed., Coimbra, 2011, p. 88.

<sup>74</sup> Cfr. João Castro Mendes, “Introdução ao Estudo do Direito”, Lisboa, 2004, p. 62.

<sup>75</sup> Cfr. João Baptista Machado, “Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimado”, Coimbra, 2010

Os poderes de soft law não são suficientes porquanto se questiona sua legitimidade como instrumento regulatório, já que não existe controle sobre suas fontes produtoras, sendo que qualquer instituição ou grupo de pessoas pode “editar” um documento do tipo.

Em jeito de conclusão, a *Soft law* apresenta-se como uma ferramenta jurídica que oferece flexibilidade a quem a emprega, mas a inexistência de sanção levanta uma enorme discussão em torno da confiança jurídica que a mesma proporciona, enquanto “hard law” refere-se aos instrumentos legais, leis vinculativas e responsabilidades efectivas.

### **3.Outras relações institucionais no âmbito do SESF**

O Sistema Europeu de Supervisão Financeira, SESF<sup>76</sup> é um sistema multiestruturado de autoridades micro e macro prudenciais, onde se inclui o Comité Europeu do Risco Sistémico, as três Autoridades Europeias de Supervisão e as autoridades de supervisão nacionais. Visa assegurar uma supervisão consciente e coerente, que actualmente se encontra a sofrer alterações na sequência da introdução da União Bancária e da saída do Reino Unido da UE.

O SESF tem como principal função a supervisão microprudencial onde importa fiscalizar e limitar as dificuldades das instituições financeiras individuais, de forma a conseguir proteger os consumidores. A sujeição do sistema financeiro a riscos comuns não é tomada em consideração neste modelo de supervisão microprudencial, mas sim na supervisão macroprudencial, cujo funcionamento é limitar a complexidade do sistema financeiro no seu todo, de modo a proteger e defender a economia global de perdas significativas em termos reais. No âmbito do SESF, o ESRB é responsável pela supervisão macroprudencial do sistema financeiro da UE.

Com base nos conselhos do relatório do grupo de peritos “De Larosière” acerca do reforço do sistema europeu de supervisão, o SESF foi apresentado em 2010 e iniciou operações em 1 de janeiro de 2011.

---

<sup>76</sup> [http://www.europarl.europa.eu/fu/pdf/pt/FTU\\_2.6.14.pdf](http://www.europarl.europa.eu/fu/pdf/pt/FTU_2.6.14.pdf)

O SESF tem como missão garantir uma supervisão financeira sólida e coerente na União Europeia. É um sistema de fiscalização que suporta actualmente muitas transformações, pela sequência da introdução da União Bancária e pela saída do Reino Unido da União Europeia – Brexit.

Na qualidade de entidade europeia de supervisão bancária, o BCE colabora rigorosamente com as Autoridades Europeias de Supervisão, sobretudo com a Autoridade Bancária Europeia.

O principal propósito do SESF é garantir que as regras que se aplicam ao sector financeiro sejam aplicadas de forma adequada, com a finalidade de cumprir a estabilidade e o equilíbrio financeiro e igualmente estimular a segurança dos agentes económicos no sistema financeiro no seu conjunto, oferecendo protecção suficiente aos seus consumidores financeiros.

Pese embora as autoridades supervisoras nacionais continuem a ser responsáveis pela supervisão das entidades financeiras individuais, o intuito das AES é aperfeiçoar a atividade do mercado interno, de forma a garantir uma regulação e supervisão europeia adequada, eficiente e adaptada.

Em conjunto com a EBA e a EIOPA, a ESMA faz parte do Comité Conjunto que trabalha no sentido de assegurar a coerência entre os setores e as posições comuns na competência da supervisão dos conglomerados financeiros (grupos compostos por instituições de crédito, empresas de seguros e empresas de investimento que atuam em diferentes setores dos mercados financeiros) e noutras questões intersectoriais.

Como já foi mencionado supra, na Europa compete às ESAs efetivar a supervisão microprudencial, a EBA, a EIOPA e a ESMA são autoridades dotadas de personalidade jurídica própria, que são representadas pelos respetivos presidentes, sendo que estas entidades agem no interesse exclusivo de toda a União, estas desempenham um papel a com vista a simplificar o funcionamento do mercado interno, garantindo a integridade, a transparência, a eficiência e o bom exercício dos mercados financeiros; dos consumidores.

As três ESAs pertencem à mesma organização e as suas estruturas de administração incluem o Conselho de Supervisores, o Conselho de Administração, um Presidente e um Diretor Executivo.

As Autoridades Europeias de Supervisão têm como função adaptar a supervisão financeira na UE, através da definição de um agrupado único de regras, cooperando desse modo para assegurar uma aplicação coerente dessas regras, a fim de certificar condições equitativas. Têm, para além disso, a responsabilidade de avaliar os riscos e vulnerabilidades do sector financeiro.

A Autoridade Bancária Europeia é regulamentada pelo Regulamento (UE) n° 1093/2010, que instituiu esta autoridade com a redação que lhe foi dada pela legislação posterior.

No exercício das atribuições a Autoridade concede especial atenção aos possíveis riscos sistémicos provocados por instituições financeiras cuja falência possa perturbar o funcionamento do sistema financeiro ou da economia real.

A EBA goza de poderes para procurar situações de aplicação insuficiente da legislação da UE por parte de autoridades nacionais, decidir em situações de emergência, mediar diferendos entre autoridades competentes em situações transfronteiriças e funcionar como órgão consultivo independente do Parlamento Europeu, do Conselho e da Comissão.

No exercício das suas atribuições, esta autoridade actua de forma independente e objectiva, e exclusivamente no interesse da União.

Hoje, a EBA tem a sua sede em Londres, no entanto, com a conjuntura que se vive com a saída do Reino Unido da União Europeia, foi sugerida uma proposta legislativa para a deslocação da sua sede para Paris, com efeitos a partir da data em que o Reino Unido se retirar definitivamente da UE.

A extensão das suas capacidades abrange as instituições de crédito, os conglomerados financeiros, as empresas de investimento, as instituições de pagamento e as instituições de moeda eletrónica, e está também incumbida de iniciar e organizar, em colaboração com o ESRB, testes de esforço do setor bancário à escala da UE.

A Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma é regulamentada pelo Regulamento (UE) n° 1094/2010.

É um organismo independente que confere apoio à Comissão Europeia, ao Parlamento Europeu e ao Conselho da União Europeia.

A EIOPA executa normas técnicas e de regulamentação que acompanham a legislação adoptada pelo Conselho e pelo Parlamento Europeu para as companhias de seguros, conglomerados financeiros (grandes empresas financeiras que operam em diferentes sectores financeiros), instituições de realização de planos de pensões profissionais e mediadores de seguros (empresas que vendem pensões e apólices de seguro).

Delibera ao nível de competência, na emissão de orientações e recomendações no que respeita à aplicação da legislação europeia, e pode investigar casos de infração da legislação por autoridades nacionais.

Actualmente, EIOPA tem a sua sede em Frankfurt, e a sua missão aborda como principal matéria, as empresas de seguros e de resseguros, os mediadores de seguros, os conglomerados financeiros e as instituições de realização de planos de pensões profissionais. Colabora para o combinado único de regras em matéria de seguros e pensões complementares de reforma, nomeadamente através dos sistemas Solvência II e IRPPP. A EIOPA também realiza e coordena testes de esforço para avaliar a capacidade de resistência do setor dos seguros.

A Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA), é preceituada pelo Regulamento (UE) n° 1095/2010, que instituiu esta uma Autoridade Europeia de Supervisão.

Na União Europeia, a ESMA é a única entidade competente para a supervisão e a sanção das agências de notação de crédito e dos repositórios de transações, é igualmente responsável pela identificação das contrapartes centrais e dos repositórios de transações de países terceiros e da autenticação e aprovação de agências de notação de crédito em países terceiros.

A ESMA é responsável pela organização das medidas tomadas pelas autoridades de supervisão dos valores mobiliários e pela adoção de medidas de urgência quando

ocorre uma situação de crise, encontrando-se integrada no SESF, que tem por objetivo assegurar uma supervisão adequada do sistema financeiro da União, nas vertentes macro-prudencial e micro-prudencial.

A crise financeira que se viveu a partir de 2007 mostrou que a simples coordenação da supervisão financeira feita pelo SESF não é suficiente para impedir a divisão do mercado financeiro europeu. Com vontade de ultrapassar este obstáculo, nasceu a União Bancária da UE.

A União Bancária deverá assentar, a prazo, em três pilares que se complementam: o Mecanismo Único de Supervisão, o Mecanismo Único de Resolução e um Sistema Comum de Garantia de Depósitos.

São membros da união bancária todos os Estados-Membros da esfera do euro e os Estados-Membros que não pertencentes à área do euro queiram aderir. Deste modo, a união bancária foi pensada, em primeira linha, para a zona euro.

A necessidade de conceder estabilidade ao sistema financeiro comunitário evidencia-se com o grande nível de interligação dos sistemas bancários internos e a vigência de políticas monetárias comuns.

Não obstante, apesar de obrigatória para todos os Estados-Membros que fizerem parte da moeda comum, a união bancária encontra-se aberta à adesão de qualquer Estado-Membro fora da zona euro.

Em suma, operando em simultâneo com o Sistema Europeu de Supervisão Financeira, é imperativa uma colaboração estreita entre o BCE e as autoridades que fazem parte do SESF, nomeadamente, a EBA, ESMA e EIOPA.

Assim, visa-se sobretudo uma cobertura integral da supervisão das instituições de crédito que operem em mais que um sector do sistema financeiro bem como uma resposta adaptada às matérias que requerem de resposta transversal.

A União Bancária foi instituída desde o início sobre uma ideia de estrutura centralizada europeia responsável pela supervisão bancária (o Mecanismo Único de Supervisão (MUS) está operacional desde 4 de novembro de 2014), a resolução (o Conselho

Único de Resolução, SRB) está em pleno funcionamento desde Janeiro de 2016) e a garantia de depósitos (proposta de Regime Europeu de Seguro de Depósitos (EDIS) pendente desde novembro de 2015) em países membros da área do euro e quaisquer Estados-Membros não pertencentes à área do euro que participem na União Bancária.

A arquitectura da União Bancária foi executada com vista a aprofundar a União Económica e Monetária (EMU), o quadro integrado de supervisão directa pelo MUS de mais de 130 instituições de crédito sistemicamente importantes baseou-se na junção de soberania dos Estados-Membros da área do euro no contexto da União Bancária. Em contraste, a CMU tem um amplo poder regulatório em todo o mercado único da União.

Esta forma de poder conduziu a uma reorientação da supervisão no âmbito do SESF, mas as autoridades nacionais ainda mantêm a sua competência de supervisão para os agentes do mercado de capitais, com excepção de certos poderes excepcionais de supervisão directa concedidos à ESMA.

#### **4. ESMA e a Futura União de Mercado de Capitais**

No Tratado de Roma, assinado em 1957, consta no mesmo a objetivo de conceber uma União de Estados que proporcione as “quatro liberdades”, sendo elas, a livre circulação de pessoas, de capitais, de mercadorias e de serviços, Trata-se de liberdades fundamentais da União Europeia e deveriam estar no cerne do mercado único, no entanto, mais de 50 anos se passaram e apesar dos importantes avanços conseguidos, os mercados de capitais continuam fragmentados, estando estruturados em função de contornos nacionais, ainda há caminho a percorrer.

Uma União dos Mercados de Capitais eficiente, que possa completar a União Bancária da UE, necessita de abrir mercados para poder equilibrar um acesso mais benéfico ao financiamento das empresas dos Estados Membros e ser capaz de dedicar mais possibilidades de investimento revolucionário e moderno para investidores, que disponham de meios para entender a forma como os seus investimentos são empregues, sendo que os mesmos têm superior interesse na selecção dos investidores. Como tal, a alteração dos mercados de capitais deve proporcionar as ferramentas necessárias para que se possa be-

neficiar das novas oportunidades oferecidas pela tecnologia financeira e pelo financiamento sustentável, assim como para simplificar a evolução para uma economia circular mais clara e eficaz em termos de recursos.

Tal como delimitado pela Comissão Europeia em Junho de 2017 aquando da revisão intercalar do Plano de Ação para a União dos Mercados de Capitais,<sup>77</sup> é essencial aumentar o nível de ambição e superar os obstáculos, mas sobretudo podem usufruir das novas oportunidades em causa. Por esta razão, a Comissão Europeia apresentou também um Plano de Ação para a Tecnologia Financeira denominado de «FinTech» e igualmente um Plano de Ação sobre o Financiamento Sustentável.

Comparativamente a outros países, o financiamento com recurso ao Mercado de Capitais está pouco desenvolvido na Europa. Os mercados de títulos, da dívida e outros executam um papel mais pequeno em matéria de financiamento no crescimento e as empresas europeias continuam sujeitas aos bancos, o que salienta a vulnerabilidade das economias face à recessão da oferta de empréstimos bancários.

Importa referir que a confiança dos investidores não se mostra suficiente e as poupanças europeias não são sempre empregues da forma mais proveitosa. Os níveis de investimento europeu são muito inferiores aos seus padrões históricos, o que torna os mercados europeus de capitais menos hipóteses de competir a nível mundial.

Para que se possa apoiar um regresso sustentável ao crescimento bem como à criação de emprego, os mercados de capitais precisam de exercer um papel mais decisivo na canalização do financiamento para a economia.

---

<sup>77</sup> Cfr. Comunicação sobre a revisão intercalar do Plano de Ação com vista a União dos mercados de Capitais, COM, 2017, de 8 de Junho de 2017.

A concepção de uma União de Mercados de Capitais é uma iniciativa estratégica do programa de trabalho para a criação de um verdadeiro mercado único de capitais em todos os 28 Estados Membros que compõem a União Europeia, com vista a prometer maior diversidade de financiamento da economia e diminuição dos custos de mobilização de capitais, sobretudo para as PME.

Houve um compromisso por parte da Comissão Europeia em estabelecer as bases de uma União dos Mercados de Capitais bem preceituada, regularizada e integrada que reúna todos os Estados-Membros, para que o conjunto da economia possa aproveitar os mercados de capitais bem como das instituições financeiras.

A união dos Mercados de Capitais deve aproximar os Estados Membros dos agentes económicos, no sentido de que as empresas possam obter facilmente financiamento, que se criem melhores condições para custos de investimento bem como que o acesso a instrumentos de financiamento nos mercados seja facilitado e mais importante, que a procura de financiamento por parte de um agente económico noutra Estado Membro não seja agravado ou prejudicado por obstáculos legais e supervisão desnecessária

A União dos Mercados de Capitais quando finalizada e operacional será muito distinta da União Bancária porque o aprofundamento dos mercados de capitais obriga a que sejam tomadas medidas distintas dos elementos essenciais da União Bancária.

No entanto, a União Bancária incide na necessidade de separar a ligação entre as falências de bancos e as dívidas na área do euro que formará uma plataforma de estabilidade para apoiar o desenvolvimento de uma União dos Mercados de Capitais em todos os Estados-Membros da UE. E assim, uma boa integração dos mercados de capitais irá fortalecer a resistência da União Económica e Monetária.

Esta União dos Mercados de Capitais fundamenta-se nos seguintes princípios fundamentais:

- Aumentar as vantagens dos mercados de capitais para a economia, o crescimento e o emprego;

- Conceber um mercado único dos capitais para os 28 Estados-Membros, suprimindo as barreiras ao investimento transfronteiras no interior da UE e fortalecer as ligações com os mercados de capitais mundiais;
- Estabelecer bases sólidas de estabilidade financeira, num agrupado de regras para os serviços financeiros, que se deverão aplicar de forma eficiente e coerente;
- Garantir um nível eficaz de auxílio dos consumidores e dos investidores;
- Contribuir para atrair investimento universal e aumentar a competitividade da UE.

A elaboração de uma União dos Mercados de Capitais é um plano a longo prazo. Já diversos trabalhos com vista ao estabelecimento de um conjunto único de regras foram implementados.

A Comissão Europeia procura criar mecanismos para poder concluir os movimentos essenciais a fim de alcançar os seguintes objetivos estabelecidos:

- Aperfeiçoar a comunicação no acesso ao financiamento para todas as empresas na Europa;
- Desenvolver e procurar diferenciar as formas de financiamento dos investidores na UE e em todo o mundo;
- Transformar os mercados de forma a que estes sejam mais convincentes, capazes e eficientes criando uma aliança entre os investidores e os agentes que pretendem financiamento a baixo custo, tanto seja nos Estados-Membros ou qualquer outro país.

Esta União de Mercado de Capitais foi pensada sobretudo pela necessidade de actuação rápida contra certos domínios onde os benefícios se fazem sentir rapidamente, como o caso da limitação dos obstáculos no acesso aos mercados de capitais, a ideia da Comissão Europeia nesta especialidade seria facilitar ás empresas a mobilização de fundos de forma a despertar os mercados europeus o que fomentará o crescimento das PME.

Outro aspecto será alargar a base de investidores sobretudo para as PME, já que estes agentes económicos foram quem mais dificuldade teve durante a crise ao

acesso de fundos por parte de empresas maiores. Outro objetivo será conseguir uma titularização sustentável, isto é, um procedimento onde os ativos dos agentes económicos são agrupados numa carteira de títulos, o que poderá constituir um meio eficaz de transferência do risco ampliando a capacidade de concessão de empréstimos junto de entidades bancárias.

Promover o investimento a longo prazo é outro propósito da Comissão, já que depois de 2007, no início da crise mundial, os investimentos desceram drasticamente, sendo que foi criado um plano de investimento a fim de desbloquear os investimentos públicos e privados na economia no valor de 315 mil milhões de EUR, plano este denominado de Fundo Europeu para os Investimentos Estratégicos (FEIE) <sup>78</sup>, foi ainda divulgada uma comunicação acerca do financiamento a longo prazo da economia europeia.

Necessidade de fortalecer o mercado europeu de colocações privadas, que incitará a que as empresas mobilizarem fundos, o que compreende numa oferta de valores mobiliários a um investidor ou a um pequeno grupo de investidores fora dos mercados públicos.

A atração do investimento estrangeiro é sem dúvida uma das maiores concretizações deste projecto, os mercados europeus de capitais carecem de ser disponíveis e competitivos a nível mundial, bem preceituados, regularizados e integrados para que se apresentem aptos a atrair o investimento estrangeiro, o que representa a conservação de elevados padrões na União, com vista a garantir a integridade do mercado, o equilíbrio financeiro e a proteção dos investidores.

Há necessidade de simplificar a comercialização directa dos fundos de investimento e de outros instrumentos europeus de investimento em países terceiros, o que poderá ser conseguido, diminuindo os obstáculos que dificultam o acesso das instituições e dos serviços financeiros da UE aos mercados de capitais de países terceiros, particularmente, na abertura de mercados para a gestão de ativos transfronteiriços no âmbito de futuros acordos comerciais.

---

78 vide [http://www.euroid.pt/pls/wsd/wsdwcot0.detalhe?p\\_cot\\_id=8642](http://www.euroid.pt/pls/wsd/wsdwcot0.detalhe?p_cot_id=8642)

O desenvolvimento de um conjunto único de regras pela Comissão Europeia ao longo dos últimos anos edificou um grande passo no sentido de uma melhor harmonia no quadro regulamentar dos mercados de capitais em que as empresas conseguem competir além-fronteiras em conjunturas equitativas. O sucesso deste conjunto único de regras depende igualmente da aplicação efetiva e coerente da regulamentação.

A concorrência dos mercados desempenha um papel essencial para que se possa garantir que os consumidores alcancem os melhores produtos e serviços, a preços justos, e que os fluxos de investimento sejam dirigidos para utilizações mais produtivas. Sempre que possível, tem que se excluir as barreiras à entrada de concorrentes, necessitando por isso de se assegurar o acesso à infraestrutura do mercado financeiro.

De forma a apoiar os mercados de capitais mais eficientes, a Comissão europeia fez uso das suas capacidades em matéria de concorrência em vários processos nos últimos anos, continuando a garantir que o direito da concorrência seja rigorosamente aplicado, com vista a impedir restrições de concorrência que possam afetar a emergência de mercados de capitais integrados e eficientes.

A actividade transfronteiriça será facilitada através de regulamentação e supervisão seja para as instituições financeiras bem como para os consumidores e empresas que usam os serviços financeiros.

Para o êxito da União dos Mercados de Capitais, é imprescindível intensificar a capacidade da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) a fim de assegurar uma supervisão e execução de forma racional e supervisionar directamente determinados mercados de capitais.

Desta forma, a Comissão Europeia encontra-se regulamentada e apta a discutir ideias com o Parlamento Europeu e o Conselho Europeu por forma a acelerar as negociações atuais a fim de garantir a

aprovação final da revisão das Autoridades Europeias de Supervisão, sendo indispensável para o sucesso da União dos Mercados de Capitais.

Relativamente à supervisão no âmbito da União dos Mercados de Capitais e da União Bancária, importa referir que as ANC continuam a ser as autoridades de supervisão dos intervenientes no mercado de capitais no âmbito do Sistema Europeu de Supervisão Financeira (SESF), que reúne as autoridades de supervisão nacionais e da UE com base no princípio de controlo do país de origem, que determina a autoridade supervisora competente e o reconhecimento mútuo das decisões de supervisão da autoridade do Estado de origem pela autoridade do Estado anfitrião, tal como decorre explicitamente do Regulamento da UE nº 1024/2013 do Conselho, as ANC permanecem responsáveis pela supervisão dos organismos não abrangidos pela definição de instituições de crédito ao abrigo da legislação da União.

Pode argumentar-se que a conveniência de um supervisor único para os mercados de capitais é fortalecida pela dinâmica desenvolvida pela arquitectura institucional da União Bancária, no contexto de uma União Financeira.

## V. Conclusão

A regulação é hoje um “*fenómeno jurídico incontornável.*”<sup>79</sup> Ultrapassa fronteiras e não se deixa balizar com conjunturas geográficas, políticas ou económicas.

No presente trabalho foi analisada a evolução do “Estado Prestador” para “Estado Regulador”, onde foi possível concluir que apesar de a atividade exercida pelo poder estadual não ser agora tão visível como o era anteriormente, o Estado continua muito presente no plano da regulação e da supervisão através das entidades reguladoras independentes.

A modificação do papel do Estado na vida contemporânea produziu a necessidade de se criar um novo modelo de regulação que conseguisse reunir uma capacidade técnica, uma neutralidade política e sobretudo uma forte independência. A noção de independência assenta em dois pilares base, o pilar “formal”, respeitante ao conjunto de prescrições normativas e o pilar “de facto”, que diz respeito ao modo como os reguladores se relacionam com o poder executivo e com os interesses regulados.

Como ao longo deste estudo se foi descrevendo, para que se realizarem os objetivos e as finalidades a que se propõem, as entidades requerem poderes de autoridade, capazes de influenciar as condutas dos particulares, sobretudo de poderes regulamentares.

Estes poderes não suscitam grandes perplexidades se as ARI fossem sujeitas a tutela do Governo, tal como os restantes organismos da Administração Pública. Mas o certo é que não estão. Estas entidades são tão influentes como independentes.

---

<sup>79</sup> Roque, Ana, Regulação do Mercado, Novas Tendências. Lisboa, 2004, Quid Juris, p.23

E esta independência é necessária exactamente porque se pressupõe que a regulação elaborada por entidades politicamente neutras e imparciais. Se assim fosse, nunca conseguiriam estar sujeitas a controlo governamental, fosse ele de mérito ou de simples legalidade. Como tal, existe apenas um único controlo a que estas entidades estão sujeitas, o controlo jurisdicional, que consistirá no saneamento da legalidade e que certifica o respeito pelo princípio da legalidade a que toda a Administração terá de estar sujeita.

Se anteriormente se estava perante uma regulação governamental transitou-se para uma regulação praticada por autoridades que não obedecem ao Governo (nem das entidades reguladas), as denominadas ARI.

A modificação do papel do Estado na vida contemporânea criou a necessidade de se pensar num novo modelo de regulação que conseguisse combinar a competência técnica, a neutralidade política e a independência, sendo que este assenta em dois pilares fundamentais, formal, referente ao conjunto de prescrições normativas (lei em sentido lato) e de facto, respeitante ao modo como os reguladores se relacionam com o poder executivo e com os interesses regulados.

Os mercados são muito variados, cada um é único e pode ser modificado, e se os mercados não são homogéneos também as necessidades de regulação não o poderão ser o que se traduz na falta de um modelo “excelente” de relação da AdC com os reguladores sectoriais, em especial o caso da CMVM e da ESMA.

No caso concreto, a Comissão de Mercado de Valores Mobiliários, e os seus novos estatutos podem diligenciar à resolução de conflitos, o Código dos Valores Mobiliários alude que existe nesta entidade um serviço destinado à mediação voluntária de conflitos, operando como complemento aos serviços de apoio ao investidor.

Como ao longo deste estudo fui expondo, o presente estudo incidiu sobre duas autoridades reguladoras independentes, a CMVM e a ESMA que para cumprirem os objetivos e fins a que se propõem, estas entidades necessitam de poderes de autoridade, capazes de influenciar as condutas dos particulares, nomeadamente de poderes de regulação.

Dado que nos encontramos no decurso de uma crise financeira sem precedentes, a fragmentação e instabilidade do sistema financeiro deixou evidente a necessidade de transformar o paradigma, assim, o Relatório de Larosière avisou que *“temos duas alternativas: a primeira é o “cada um por si e os outros que se avenham”; ou a segunda – uma cooperação europeia reforçada, pragmática, eivada de bom-senso, em benefício de todos, para preservar uma economia mundial aberta. Esta última solução será sem dúvida economicamente proveitosa”*<sup>79</sup>

Tendo em vista a harmonização e reforço da União, nasceu o SESF com o propósito de criar uma rede estratificada com poderes reforçados a nível europeu, bem como garantir a estabilidade financeira e a coesão da supervisão europeia.

É possível concluir que a criação do SESF foi um passo bastante positivo na evolução da supervisão financeira europeia. Dada a exigência de alteração de paradigma, a criação de uma estrutura em rede com vastas atribuições de supervisão a nível comunitário possibilitou a restauração da confiança dos investidores e, bem assim, a criação de um modelo institucional que possibilite uma estabilidade financeira duradoura. Ainda assim, como qualquer sistema em progresso, o SESF tem vários defeitos estruturais que carecem de reforma.

Por fim, a União Bancária foi desenhada como um sistema integrado, com pilares que se completam e se fortalecem mutuamente e nesse sentido, uma supervisão eficaz precisa de instrumentos de resolução bancária capazes de garantir a resolução expedita e eficiente das instituições de crédito, a minimização do risco sistémico e, em última linha, a protecção dos agentes económicos.

---

<sup>79</sup> Cfr. Relatório de Larosière de 25 de Fevereiro de 2009

## **VI. Bibliografia**

**ALMEIDA**, de António Pereira – “Sociedades Comerciais – Valores e Mercados”, 6ª. Edição, Coimbra Editora, 2012

**ANASTÁCIO**, Gonçalo, Luís Silva Morais e Eduardo Paz Ferreira – “Regulação em Portugal, Novos Tempos, Novo Modelo?”, Coimbra, Edições Almedina, 2009;

**BEDNARZ**, John Jr., Walter de Gruyter & Co, “Political Theory in the Welfare State”, tradução de., Berlim, 1990;

**BUCHANAN**, James. M., Tullock, Gordon, “The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy,” Ann Arbor: University of Michigan Press, 1962;

**BURDEAU**, Georges, “Traité de Science Politique”, volume VI, 3.a edição, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, Paris, 1987;

**BORIO**, Claudio, “Implementing the macroprudential approach to financial regulation and supervision”, Edward Elgar Publishing, 2009;

**CÂMARA**, Paulo, “Supervisão e Regulamentação do Mercado de Valores Mobiliário in Direito dos Valores Mobiliários”, vol. VIII, Coimbra Editora, 2008;

**CASSESE**, Sabino, “A crise do Estado”, Saberes Editiora, 2002;

**CASTRO**, Carlos Osório, “A informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários”, Direito dos Valores Mobiliários, Lex, 1997;

**CATARINO**, Luís Guilherme, “Regulação e Supervisão dos Instrumentos Financeiros – Fundamentos e Limites do Governo e Juridição das Autoridades Independentes”, Almedina, 2010

**CORDEIRO**, António Menezes, “Manual de Direito Bancário”, 3ª Edição, Almedina, 2006;

**CUNHA**, Paulo de Pitta e Luis Silva Morais, “A Europa e os Desafios do Século XXI”, Coimbra, Edições Almedina, 2008;

**FERREIRA**, Eduardo Paz – “Direito da Economia”, Lisboa: AAFDL, 2001;

**FERRAN**, Eilís, Institutional Design – “The Choices for National Systems, in moloney/ferran/payne”, the Oxford Handbook of Financial Regulation, 2015;

**FERREIRA**, Eduardo Paz e Luís Morais, “Regulação em Portugal: Novos tempos, novo modelo?” Almedina, 2009;

**GENTOT**, Michael, “Les Autorités Indépendantes, Montchrestien”, Paris, 1991;

**GONÇALVES**, Pedro Costa – “A concessão de serviços públicos”, Coimbra, Edições Almedina, 1999;

**GONÇALVES**, Pedro Costa Gonçalves, “Entidades Privadas com Poderes Públicos”, Coimbra, Edições Almedina, 2008;

**GONÇALVES**, Pedro Costa, “O governo da Administração pública”, Coimbra, Edições Almedina, 2018;

**GONÇALVES**, Pedro Costa, “Reflexões sobre o Estado Regulador e o Estado Contratante”, Coimbra, Edições Almedina, 2013;

**GONÇALVES**, Pedro Costa, “Regulação, Electricidade e Telecomunicações - Estudos de Direito Administrativo da Regulação”, Coimbra Editora, 2008

**GOUVEIA**, Rodrigo, “Os Serviços de interesse Geral em Portugal, CEDIPRE – Direito Publico e Regulação 2”, Coimbra editora, 2001;

**MACHETE**, Rui, “O Direito Administrativo português no último quartel do século XX e nos primeiros anos do século XXI”, in Rui Chancerelle Machete, Estudos de Direito Público, Coimbra Editora, Coimbra, 2004;

**MARQUES**, Maria Manuel Leitão e Moreira Vital – “A mão visível, mercado e regulação”, Coimbra, Edições Almedina, 2008;

**MARQUES**, Almeida e Forte – “Concorrência e Regulação”, Coimbra Editora, 2005

**MARTINEZ**, Pedro Soares, “Economia política”, 10ª edição, Coimbra, Edições Almedina, 2005;

**MOREIRA**, Vital e Maria Fernanda dos Santos Maças, “Autoridades Reguladoras Independentes”, 4ª Edição, Coimbra Editora, 2003;

**QUADROS**, Fausto de, “Direito da União Europeia”, Coimbra, Edições Almedina, 2004;

**OTERO**, Paulo, “Legalidade e Administração Pública: o sentido da vinculação administrativa à juridicidade”, Almedina, 2007;

**PAPATHANASSIOU**, Chryssa e Georgios Zagouras, “A European Framework for Macro-Prudential Oversight”;

**PINA**, Carlos Costa, “Instituições e Mercados Financeiros”, Almedina, Janeiro 2005;

**ROQUE**, Ana, “Regulação do Mercado, Novas Tendências”. Lisboa: Quid Juris, 2004;

**SARAIVA**, Rute, “Direitos dos Mercados Financeiros”, Lisboa, Editor AAFDL, 2013;

**SEIDMAN**, Harold e de Robert Gilmour, “Politics, Position and Power. From the Positive State to the Regulatory State”, 4ª Edição, Oxford University Press, New York, 1986;

SENDEN, Linda A.J., “Soft law in European Community law”, Oxford: Hart, 2004;

SILVA, João Nuno Galvão da, “Mercados e Estados: serviços de interesse económico geral”, Coimbra, Edições Almedina, 2008;

#### **OUTROS DOCUMENTOS:**

CATARINO, Luís Guilherme, “O novo regime da Administração Independente: quis custodiet ipsos custodes?” in Revista de Concorrência e Regulação, ano V, número 17, 2014;

CATARINO, Luís Guilherme e Manuela Peixe, “A Nova Regulamentação dos Mercados Financeiros – Um Tsunami Regulatório?”, Instituto dos Valores Mobiliários, 2014

CATARINO, Luís Guilherme, “O Direito Administrativo Global na Regulação Financeira Europeia”, in Revista do Ministério Público 131, Julho – Setembro 2012

**COMISSÃO DO MERCADO DOS VALORES MOBILIÁRIOS** – Reforma do Modelo de Supervisão Financeira, Comentários da Comissão de Valores Mobiliários ao Relatório sobre a Reforma do Modelo de Supervisão Financeira, elaborado pelo Grupo de Trabalho nomeado pelo Despacho nº 1041-B/2017, 2017

**Comissão Europeia** - Comunicado de Imprensa - União dos Mercados de Capitais: eliminar os obstáculos aos investimentos transfronteiras e acelerar a concretização da UMC em Bruxelas, 12 de março de 2018;

**Comunicação sobre a Revisão Intercalar do Plano de Ação com vista a União dos Mercados de Capitais**, COM (2017) 292 de 8 de Junho de 2017;

CONFRARIA, João, “Falhas de Estado e Regulação Independente” in Revista da Concorrência e da Regulação, ano I, nº3, 2010;

**CANOTILHO**, Gomes e Vital Moreira, Constituição da República Portuguesa Anotada, 3ª Edição, Coimbra, 1993, sub art. 115º, nº XIX;

**CANOTILHO**, J. J. Gomes e Vital Moreira, Constituição da República Portuguesa Anotada, volume I, 4ª Edição revista, Coimbra Editora, 2007;

**DUQUE**, João, “A Regulação do Sistema dos Valores Mobiliários – Uma abordagem pela Teoria Financeira”, ISEG, 2000;

**FALCÃO**, Ana, O princípio do “Comply or explain” e a “soft law” The “comply or explain”, in Revista Eletrónica do Direito, Fevereiro 2015;

**FERREIRA**, Hugo Rosa, algumas questões do direito na Regulação dos Mercados Financeiros, Relatório de Estágio de Mestrado, Direito Jurídico-Bancário, Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa, 2009;

**FIGUEIREDO**, André, “A Informação Difundida no Mercado de Valores Mobiliários e os Poderes da CMVM, Uma Nova Dimensão do Direito Administrativo, in Cadernos dos Valores Mobiliários”, 2006;

**Guia do Investidor**, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários;

**GONÇALVES**, João Luís Mendonça, “Da Independência das Autoridades Reguladoras Independentes”, dissertação de mestrado em Direito e Gestão, Universidade Católica de Lisboa, junho de 2014;

**GONÇALVES**, Pedro Costa, “Estado de Economia e Mercado”, in Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto, vol. VII (especial: Comunicações do I Triénio dos Encontros de Professores de Direito Público), 2010

**INSTITUTO DOS VALORES MOBILIÁRIOS**, Direito dos Valores Mobiliários, e-book, 2016

**IOSCO** – International Organization of Security Commissions, Objectives and Principles of Securities Regulation, A Report of the International Organisation of Securities Commissions, International Organisation of Securities Commissions, September, 1998;

**LAGARIA**, Katerina, “Towards a Single Capital Markets Supervisor in the EU - The Proposed Extension of ESMA Supervisory Powers”, em Revista da Concorrência e da Regulação, ano IX, Número 33-34, Janeiro – Junho 2018;

**LEMIEUX**, P., “The Public Choice Revolution, Regulation”, 27, Fall, 2004;

**MACEDO**, Joana Rita Lopes, “A Divulgação das decisões da CMVM de contra-ordenações nos Mercados Financeiros”, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito de Lisboa, 2013

**MORAIS**, Carlos Blanco, “As Autoridades Administrativas Independentes na Ordem Jurídica Portuguesa”, in Revista da Ordem dos Advogados, ano 61, 2001;

**MORAIS**, Luís Silva, “Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras” ,in Revista da Concorrência e da Regulação, ano V, n.o 17, Janeiro/Março, 2014

**MORENO**, Natália de Almeida, “A Reforma Institucional da Regulação Financeira no pós-Crise”, Boletim de Ciências Económicas, Edição FDUC, 2014;

**PHEDOR**, Nicolaidis, Nadir Prezios, “Discretion and Accountability; The ESMA Judgement and The Meroni Doctrine”, 2014

**PIRES**, Francisco Lucas, “Da Europa económica à Europa política, a Europa após Maastricht”, Ciclo de Colóquios, Lisboa, INCM, 1992;

**Programa do XIX Governo Constitucional**, Presidência do Conselho de Ministros, 2011;

**QUINT**, Marc, Eva Hupkes, Michael Taylor, “Accountability Arrangements for Financial Sector Regulators”, IMF Economic Issues n° 39, 2006;

**Relatório De Larosière de 2009;**

**Responsive Regulation**, Oxford: Oxford University Press;

**RODRIGUES**, Sofia Nascimento, “A Reforma do Sistema Português de Supervisão Financeira”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, volume x, 2011;

**WYMEERSCH**, “The Structure of Financial Supervision in Europe: About Single Financial Supervisors, Twin Peaks and Multiple Financial Supervisors” - *European Business Organization Law Review*, 8, 2007;

**SANCHES**, J. L. Saldanha, “A regulação: história breve de um conceito”, in *Revista da Ordem dos Advogados*, 2000;

**SANTOS**, Fernando Teixeira dos, Texto: “A evolução do Mercado de Capitais Português”;

**SANTOS**, Fernando Teixeira dos, Texto: “O Sistema Financeiro e a Globalização, a Regulação do Sistema Financeiro”;

**SANTOS**, Fernando Teixeira dos, Texto: “Direito Económico e Mercados Financeiros, Estrutura, Funcionamento e Tendências de Desenvolvimento dos Mercados de Valores Mobiliários”, disponível em: [https://www.fep.up.pt/docentes/ftsantos/intervenções/MC\\_SecXXI\\_Economista.pdf](https://www.fep.up.pt/docentes/ftsantos/intervenções/MC_SecXXI_Economista.pdf)

**SANTOS**, Fernando Teixeira dos, Texto: “A Regulação do Sistema Financeiro”, disponível em: [https://www.fep.up.pt/docentes/ftsantos/intervenções/Conferência\\_IDEF\\_ISEG\\_Jun02.pdf](https://www.fep.up.pt/docentes/ftsantos/intervenções/Conferência_IDEF_ISEG_Jun02.pdf)

**SILVA**, Paula Costa, “As autoridades independentes - Alguns aspetos da regulação económica numa perspetiva jurídica”, in *Revista O Direito*, ano 138, III, 2006;

**SIMÕES**, Tânia Cardoso, “Entidades Reguladoras - Um ano de Lei-Quadro”, in *Revista de Concorrência e Regulação*, ano V, número 17, 2014;

**TESKE**, Paul, “Regulation in the States, Brookings Institution Press”, Washington, DC, 2004;

**TOLLISON**, R.D., “The Interest-Group Theory of Government”, In OWENS, A.; ROWLEY, C. [eds.], The Locke Luminary, Vol. I, No. 1 (Summer 1998);

**TULLOCK**, Gordon, “The Welfare Costs of Tariffs, Monopolies, and The, Western Economic Journal 5, 1967;

**VÉRON**, Nicolas, “Charting the next steps for the EU financial supervisory architecture”, Bruegel Policy Contribution Issue n° 16;

**VIRALLY**, Michel, “La pensée juridique”, Paris, LGDJ, 1960,

#### **LEGISLAÇÃO:**

**Código dos Valores Mobiliários**, Decreto-Lei 486/99, de 13 de Novembro com alterações incluídas

**CMVM** – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, CMVM, brochura de apresentação;

**Decreto-Lei** n° 10/2003, de 18 de janeiro e revogado pelo Decreto-Lei n° 125/2014, de 18 de agosto, que aprova os estatutos da Autoridade da Concorrência;

**Decreto-Lei** n° 228/2000, de 23 de Setembro, cria o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros;

**Decreto-Lei** n° 5/2015, de 08 de Janeiro de 2015, aprovação dos Estatutos da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários;

**Regime Geral das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras.**

## SÍTIOS ELETRÓNICOS:

Comissão Europeia - [https://ec.europa.eu/commission/index\\_pt](https://ec.europa.eu/commission/index_pt)

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários - <https://www.cmvm.pt/pt/Pages/home.aspx>

Conselho Europeu - [https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-council\\_pt](https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-council_pt)

European Securities and Markets Authority - <https://www.esma.europa.eu>

Instituto dos Valores Mobiliários - <https://www.institutovaloresmobiliarios.pt>

Revista do Ministério Público - <http://rmp.smmmp.pt>

Revista da Ordem dos Advogados - <https://portal.oa.pt/comunicacao/publicacoes/revista/>

Social Science Research Network - <https://www.ssrn.com/index.cfm/en/>

ThinkFinance - <http://www.thinkfn.com/forumbolsaforex/index.php>

Relatório de Larosiére - [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf))

