

2017



***GRUPO DE TRABALHO:***

**Carlos Manuel Tavares da Silva**

**Maria Luísa Andrade de Azevedo Grilo**

**Pedro Gramaxo de Carvalho Siza Vieira**

***Colaboraram a título pessoal:***

**Ana Sá Couto**

**Rita Fernandes Baptista**



## REFORMA DO MODELO DE SUPERVISÃO FINANCEIRA

### *Linhas gerais da Proposta*

#### **NOTA PRÉVIA**

A proposta vertida neste documento resulta do entendimento que foi feito do mandato conferido pelo Senhor Ministro das Finanças através do Despacho n.º 1041-B/2017 (publicado em Suplemento do DR, 2.ª série, N.º 19, de 26 de janeiro de 2017), *visando essencialmente* a arquitetura institucional do modelo de supervisão financeira e os aspetos principais da sua governação. Assim, a avaliação que é feita centra-se na coerência e no funcionamento do sistema de supervisão e não sobre a ação concreta de cada um dos supervisores. Por isso, as propostas apresentadas – nomeadamente a alocação de competências entre supervisores – decorrem exclusivamente da reflexão sobre a lógica da distribuição das diversas componentes da supervisão financeira resultantes das reformas europeias num sistema de supervisão com natureza setorial (tripartido) e da análise da experiência de funcionamento do atual modelo. Importa, todavia, sublinhar que, apesar da importância crucial desta vertente, a reforma da supervisão financeira não pode limitar-se a ela, exigindo igualmente alterações organizacionais, de funcionamento e de outros aspetos do governo de cada um dos supervisores, que colham os ensinamentos da experiência e se mostrem necessários para reforçar a sua eficácia e a sua eficiência. O que exige uma avaliação do seu funcionamento no passado recente que, para além do que já resulta das conclusões de diversas comissões parlamentares de inquérito, deverá ser objeto de exercícios promovidos pelos próprios supervisores, com a participação de entidades independentes.



Do mesmo modo, haverá que ponderar a introdução de ajustamentos específicos na regulamentação financeira que sejam recomendados pela análise de casos e circunstâncias passados. Entende-se que todos esses outros aspetos deverão ser tratados numa fase subsequente – embora desejavelmente muito próxima - podendo a própria implantação e o funcionamento da nova arquitetura institucional contribuir para a definição dos ajustamentos necessários em cada supervisor e em regulamentação específica.



### ***SUMÁRIO EXECUTIVO***

Os desenvolvimentos nos mercados financeiros nos períodos que conduziram ao desencadear da crise financeira em 2007/2008 e a extensa reforma regulatória que desde então foi realizada levaram muitos países a proceder a reformas mais ou menos profundas dos respetivos modelos de supervisão financeira. Entre nós, tal acabou por não se verificar, apesar da iniciativa do Governo em 2009/2010 que levou a consulta pública um projeto de evolução do modelo tripartido de especialização setorial para um modelo dualista de especialização funcional (com duas instituições com responsabilidade transversal, uma sobre a supervisão prudencial e outra sobre a supervisão comportamental). Entretanto, as novas vertentes e competências de supervisão, criadas pela reforma regulatória europeia (vg. regime de reestruturação, recuperação e resolução bancária, supervisão macroprudencial, novas regras relativas à proteção dos investidores e ao funcionamento dos mercados) foram sendo adicionadas às das entidades existentes numa lógica setorial, sem uma reflexão global sobre a coerência e a adequação da estrutura de supervisão às novas realidades. Acresce que alguns casos graves ocorridos no nosso sistema financeiro levaram a questionar a eficácia do sistema tripartido de supervisão nos moldes em que tem funcionado, particularmente no que diz respeito à coordenação entre supervisores e também com a autoridade de resolução que um tal modelo tem de pressupor. Além disso, a referida atribuição de novas competências criou inegáveis situações de conflito de interesses que acabaram por se manifestar na prática. Com base na avaliação do funcionamento do atual modelo e na observação da evolução do sistema europeu de supervisão financeira, conclui-se pela necessidade de introduzir melhorias que conduzam a um modelo mais eficiente, mais eficaz, que minimize os custos de transição e que tenha a flexibilidade necessária para evoluir para soluções mais aprofundadas, se a experiência prática e a evolução externa o justificarem.

Hoje, a discussão já não se pode colocar, como em 2009, na simples dicotomia de supervisão prudencial *versus* comportamental. O relevo justificadamente dado pela regulação europeia à análise e prevenção do risco sistémico, bem como a criação do



regime de reestruturação, recuperação e resolução bancária, levou à necessidade de equacionar, em cada Estado Membro, a alocação das funções de supervisão macroprudencial e de resolução, maximizando a sua eficiência e minimizando os potenciais conflitos de interesses. Por outro lado, não tendo perdido atualidade a questão do “conflito” entre supervisão prudencial e comportamental, haverá que ponderar os benefícios e os custos da passagem de um modelo tripartido – de especialização tendencialmente setorial – para um modelo de especialização funcional, particularmente num momento em que a situação do sistema financeiro português ainda atravessa modificações profundas e procura a estabilização.

A conclusão a que se chega, nesta fase, é que não existem hoje razões suficientemente fortes para uma alteração que implique grandes operações de reestruturação entre os supervisores existentes, mas que se revela indispensável a sua integração num sistema coerente e articulado de supervisão financeira que elimine os riscos de um modelo tripartido e proporcione uma visão holística da supervisão e da defesa da estabilidade financeira. Estes objetivos são alcançados, na presente proposta, através da introdução de um mecanismo institucional de coordenação efetiva dos supervisores setoriais (não dispensando, em qualquer caso, alguma reafecção de funções) e de uma reformulação da função de defesa da estabilidade financeira e da respetiva articulação entre as responsabilidades de supervisão e de política económica e financeira.

Propõe-se, assim, o **estabelecimento do que designamos por “Sistema Nacional de Supervisão Financeira” (SNSF)**, constituído pelas seguintes entidades:

- I) Os três atuais supervisores (Banco de Portugal, Autoridade de Supervisão dos Seguros e Fundos de Pensões e Comissão do Mercado de Valores Mobiliários);
- II) O Conselho de Supervisão e Estabilidade Financeira (CSEF); e
- III) O Conselho Superior de Política Financeira (CSPF).

O modelo que se propõe parte da manutenção dos supervisores existentes, beneficiando da sua experiência nos respetivos setores, mas impondo uma coordenação reforçada que permita conjugar a sua independência com um



conhecimento global e uma atuação coerente sobre cada entidade supervisionada. Para tal, propõe-se a que o atual Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF)<sup>1</sup> seja substituído por uma nova entidade – o Conselho de Supervisão e Estabilidade Financeira (CSEF) – desde logo com a missão de assegurar a troca institucionalizada e regulada de informações e a coordenação da atuação dos supervisores “setoriais”. Prevê-se que esta nova entidade – a dotar de personalidade jurídica e de um estatuto de independência – tenha uma administração constituída por representantes dos três supervisores e por membros próprios e seja também designada como autoridade macroprudencial, garantindo assim a participação e a responsabilização plena de todos os supervisores nas matérias de prevenção do risco sistémico, sem prejuízo do papel primordial que ao Banco de Portugal sempre caberá neste domínio<sup>2</sup>. Propõe-se, ainda, que ao CSEF, através de um seu departamento autónomo, sejam atribuídas as funções de autoridade nacional de resolução.

Junto do CSEF existiria o Conselho Superior de Política Financeira (CSPF) como garante da necessária articulação e a cooperação entre todas as entidades a quem cabe a missão de assegurar a estabilidade financeira do país (Governo, Banco Central e Supervisores). O CSPF seria presidido pelo Ministro das Finanças e integraria o Governador do Banco de Portugal, o Secretário de Estado do Ministério das Finanças com a responsabilidade do sistema financeiro, um Vice-Governador do Banco de Portugal, bem como o Presidente e o Vice-Presidente do CSEF, podendo ainda estar representados diretamente os supervisores setoriais ASF e CMVM. Este Conselho reuniria regularmente (com a periodicidade definida por lei) e pronunciar-se-ia sobre as matérias submetidas à sua apreciação pelo órgão de administração do CSEF, bem como sobre propostas apresentadas pelo Ministro das Finanças ou pelo Governador do Banco de Portugal, podendo o primeiro convocar reuniões extraordinárias do CSPF

---

<sup>1</sup> Criado pelo D.L. n.º 228/2000, de 23 de setembro, cuja redação foi entretanto alterada pelo D.L. n.ºs. 211-A/2008, de 3 de novembro e 143/2013, de 18 de outubro.

<sup>2</sup> Em linha, aliás com o que decorre do Regulamento (UE) n.º 1092/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010, relativo à supervisão macroprudencial do sistema financeiro na União Europeia e que cria o Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS), em cujo Considerando 24 se dispõe que “os bancos centrais nacionais deverão desempenhar um papel de primeiro plano na supervisão macroprudencial, devido à sua experiência e às responsabilidades que têm na área da estabilidade financeira.” A este respeito acrescenta o Considerando 7) da Recomendação do CERS, de 22 de dezembro de 2011, relativa ao mandato macroprudencial das autoridades nacionais (CERS/2011/3), que “Esta asserção ganha particular pertinência quando os bancos centrais têm também a seu cargo a supervisão microprudencial”.



em qualquer momento. Propõe-se que, duas vezes por ano, este Conselho reúna com uma formação alargada a um conjunto de entidades representantes de outras instâncias políticas e de entidades representativas dos setores financeiro e económicos. Prevê-se, ainda, um conjunto de matérias sobre as quais o CSPF tenha obrigatoriamente de se pronunciar. Com o estabelecimento deste Conselho, entendemos que não se justifica que subsistam os atuais Comité Nacional para a Estabilidade Financeira e o Conselho Nacional do Mercado de Valores Mobiliários<sup>3</sup>.

Relativamente à questão do “conflito” entre a supervisão comportamental e a supervisão prudencial, haverá que ter em conta que, desde a transposição da Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF)<sup>4</sup>, existe já uma integração significativa da supervisão comportamental na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), sendo a principal questão a referente à separação das competências de supervisão comportamental de produtos de natureza bancária, atribuída ao Banco de Portugal (BdP). Duas soluções são avançadas. Numa lógica de integração aprofundada, esta última vertente seria agregada às funções que cabem à CMVM, criando uma nova entidade de supervisão comportamental transversal. Em alternativa, numa lógica de minimização das alterações na atual estrutura dos supervisores, poderia manter-se a atual repartição de competências – com as alterações e clarificações que decorrem designadamente da aplicação do Regulamento PRIIP<sup>5</sup> e da transposição próxima da Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros II (DMIF II)<sup>6</sup> – garantindo a independência entre as funções de supervisão comportamental e prudencial do BdP através de adequadas soluções de organização e governação internas e estabelecendo uma coordenação reforçada da supervisão comportamental das três instituições através do CSEF. Recomenda-se, nesta fase, a adoção deste último modelo, que terá a vantagem de minimizar alterações internas

---

<sup>3</sup> A afirmação tem como pressuposto o entendimento de que a revogação do D.L. n.º 473/99, de 8 de novembro (que, designadamente, criou o Conselho Nacional do Mercado de Valores Mobiliários), operada pela letra do artigo 6.º do D.L. n.º 5/2015, de 8 de janeiro, não terá visado a extinção do referido conselho.

<sup>4</sup> Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004 transposta para o direito nacional através do Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de outubro.

<sup>5</sup> Regulamento (UE) n.º 1286/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de novembro de 2014 sobre os documentos de informação fundamental para pacotes de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros (PRIIP).

<sup>6</sup> Diretiva n.º 2014/65/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UE.



nos supervisores atuais, do mesmo tempo que permitirá a eventual migração para um modelo de integração mais avançada com base na experiência adquirida com o seu funcionamento e no que decorra da evolução que vier a verificar-se nos mercados doméstico e internacional.

A reforma que se propõe deveria incluir, ainda, uma alteração importante da governação das entidades que integram o modelo de supervisão nacional, contemplando, designadamente, (i) o processo de seleção e de nomeação dos presidentes e membros das administrações e órgãos de fiscalização; (ii) a composição dos órgãos de administração e de fiscalização; (iii) a organização interna e os processos de decisão; (iv) a possibilidade de recurso extrajudicial das decisões; e (v) a relação com as autoridades europeias. O relatório formula propostas concretas sobre estes pontos.

Finalmente, haverá que equacionar a forma institucional de concretizar as novas exigências da DMIF II (e da IDD para o caso dos seguros) relativamente à qualificação, certificação e responsabilização dos colaboradores de instituições financeiras e consultores de investimento. Este é porventura um dos aspetos mais relevantes da proteção dos investidores e consumidores de serviços financeiros, mais eficaz do que a proliferação de informação de difícil assimilação pelos destinatários. Deverá também acompanhar, ou mesmo preceder, o necessário reforço da educação financeira dos clientes das instituições financeiras. A solução que se defende inspira-se nas boas práticas já observadas em alguns países europeus, onde se verifica a atribuição daquele tipo de funções a entidades externas às instituições financeiras, de carácter público, autorregulatório ou misto. Preconiza-se uma solução mista, através da exigência de formação e avaliação dos colaboradores por entidades externas aos intermediários financeiros, que sejam acreditadas para o efeito por uma entidade pública que certificaria e registaria esses colaboradores para o exercício de determinadas funções relacionadas com a venda de serviços e produtos financeiros. Atendendo à necessidade de uniformização de critérios e exigências entre os três supervisores, recomenda-se que essa entidade esteja ligada ao CSEF – eventualmente com a participação das associações representativas das entidades financeiras – que



desse modo poderia desenvolver de forma consistente os programas de formação financeira de colaboradores e clientes das instituições financeiras.

## I. EVOLUÇÃO DOS MODELOS DE SUPERVISÃO FINANCEIRA NA UNIÃO EUROPEIA

### *1. Tendências antes da crise financeira de 2008*

Historicamente, as estruturas de supervisão foram estabelecidas e desenvolvidas com base em modelos setoriais (ou especializados), assentes em autoridades de supervisão competentes para cada um dos três setores financeiros: banca, seguros e mercado de capitais. O caso português é paradigmático dessa evolução<sup>7</sup>, aliás partilhada com a maioria das demais jurisdições<sup>8</sup>.

É sobretudo a partir da década de 90, com o crescimento da atividade, a inovação financeira e o surgimento de grupos financeiros presentes transversalmente em diversos ramos do setor financeiro que se assiste ao início de tendências de reorganização das estruturas de supervisão tendo em vista a sua adequação a esta nova realidade. Destacam-se em particular duas tendências alternativas: por um lado, os exemplos da **Suécia (1991)** e mais tarde do **Reino Unido (1998)**, com a adoção de modelos de supervisão assentes num **supervisor único**; e, por outro lado, os exemplos da **Austrália (1998)** e da **Holanda (2002)**, com a adoção de um **modelo dualista** ou **funcional (*Twin Peaks*)**.

No entanto, pode considerar-se que até à crise financeira de 2008, se verificou na Europa uma tendência de afastamento dos chamados modelos de supervisão setoriais (ou especializados), privilegiando-se a adoção de modelos de **supervisor único** (embora se deva também salientar que esta tendência se deve de modo relevante ao facto de envolver um número significativo de Estados- Membros do leste europeu com

---

<sup>7</sup> Sofia N. Rodrigues, *A reforma do sistema português de supervisão financeira* (2011), pp. 547 e ss.

<sup>8</sup> *Recent Developments in Supervisory Structures in the EU Member States (2007-2010)*, Banco Central Europeu (2010), pp. 3 e 6.



mercados financeiros de menor de dimensão que adotaram este modelo)<sup>9</sup>. Com o desencadear da crise financeira em 2007/2008, observaram-se algumas mudanças, em resposta às fragilidades evidenciadas por alguns dos modelos instalados.

## **2. Tendências após a crise financeira de 2008**

**Com o desencadear da crise financeira em 2007/2008, diversos países reviram os respetivos modelos de supervisão** (designadamente, Áustria, Bélgica França, Irlanda, Polónia e Reino Unido), ou **anunciaram essa intenção** (casos de Portugal e Espanha)<sup>10</sup>, salientando-se em particular os casos do **Reino Unido** e da **Bélgica** que adotaram um modelo dualista de supervisão (“*Twin Peaks*”)<sup>11</sup> e da **França**, que adotou um modelo híbrido em 2010. A Áustria e a Polónia adotaram um modelo de supervisor único (ainda em 2008) e a Irlanda fê-lo em 2010, em linha, portanto, com a tendência anterior à crise. Sublinha-se a relevância **da opção pelo “modelo dualista” em países que antes tinham evoluído do modelo tripartido para o de supervisor único** (Reino Unido e Bélgica) e que decidiram passar a ter uma instituição de supervisão prudencial e outra de supervisão comportamental, ambas com poderes transversais a todo o setor financeiro.

Na tabela seguinte são apresentados sucintamente os modelos de supervisão existentes na União Europeia (UE) e noutros países membros da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) com referência a maio de 2015 (atualizado para 2016 no que respeita aos regimes de resolução e política macroprudencial), podendo constatar-se diversidade de modelos de supervisão nos vários Estados-Membros (EM) da UE.

Quer a tendência anterior à crise financeira de 2008, de evolução para modelos de supervisão integrada (ou de supervisor único), quer a tendência mais recente (pós-

---

<sup>9</sup> Idem.

<sup>10</sup> Tendo sido anunciadas tanto em Portugal (2009), como em Espanha (2008), intenções ou propostas no mesmo sentido (evolução para modelos tipo “*twin peaks*”).

<sup>11</sup> No caso do Reino Unido, desde 1 de abril 2015 a *Financial Conduct Authority* (FCA), responsável pela supervisão comportamental, assumiu também (a par da *Competition and Market Authority*) responsabilidades ao nível da concorrência no setor financeiro, com a atribuição de novos poderes, incluindo a realização de estudos de mercado e investigações sobre práticas anti concorrenciais.



crise), evidenciam **algum afastamento do modelo setorial puro de supervisão**, refletindo as limitações deste perante a evolução e a crescente inovação no setor e mercados financeiros.

**Tabela 1: Estruturas de supervisão nos EM da UE (2015) e noutros países membros da OCDE**

eu	Bancário	Mercado de capitais	Seguros	Resolução	Supervisão Macro-prudencial	Alterações relevantes após 2008
Áustria	BC/SU	SU	SU	SU	CM	* (2008)
Bélgica	BC (P) + AC			BC (CR)	BC	* (2011)
Bulgária	BC	MC/S	MC/S	BC	CM	
Croácia	BC	MC/S	MC/S	BC + MC/S	CM	
Chipre	BC	MC	S (G)	BC	BC	
República Checa	BC			BC	BC	
Dinamarca	SU			AR	CM	
Estónia	SU			SU	BC	
Finlândia	SU			AR	SU	
França	P / C (BC)	MC	P / C (BC)	P / C (B)	CM	* (2010)
Alemanha	SU*			AR	CM	
Grécia	BC	MC	BC	BC	BC	
Hungria	BC			BC	BC	(2013)
Irlanda	BC			BC	BC	* (2010)
Itália	BC	MC	S (G)	BC	BC	
Letónia	SU			SU	BC	
Lituânia	BC			BC	BC	
Luxemburgo	B / MC	B / MC	S	B / MC	CM	
Malta	SU			SU	BC	
Holanda	BC (P) + AC			BC	CM	
Polónia	SU			SGD <sup>α</sup>	CM	* (2008)
Portugal	BC	MC	S	BC	BC	* (2009)†
Roménia	BC	MC/S	MC/S	BC	CM	
Eslováquia	BC			AR	BC	
Eslovénia	BC	MC	S	BC	CM	
Espanha	BC	MC	S (G)	AR	CM <sup>α</sup>	* (2008)†
Suécia	SU			AR	SU	
Reino Unido	BC (P) + AC			BC	CM <sup>β</sup>	* (2013)
UE/Zona Euro	BCE (SSM) / EBA	ESMA	EIOPA	SRM	ESRB	
OCDE						
Austrália	AP + AC			AP		
Canadá	B / S	MC	B / S	B + SGD		
Japão	SU	SU/MC	SU	SU		
Coreia do Sul	SU			SU		
México	B / MC	B / MC	S	B + AR		
Suíça	SU			SU		
Turquia	B	MC	S	B + AR		
EUA	BC / AP	MC	S	SGD		

Legenda: BC = Banco Central; SU = Supervisor Único (prudencial e comportamental); BC (P) = Banco Central responsável por supervisão prudencial; AC = Autoridade responsável por supervisão comportamental; BC (CR) = Comité de Resolução integrado no Banco Central; MC = Supervisor setorial mercado de capitais; S = Supervisor setorial seguros; B = Supervisor setorial bancário; S (G) = Supervisor setorial seguros (entidade governamental); AR =



## Grupo de Trabalho para a Reforma do Sistema de Supervisão Financeira

Autoridade de Resolução; P / C (BC) = Supervisor prudencial e comportamental, integrado no Banco Central. CM = Comité Macroprudencial; CM<sup>B</sup> = Comité Macroprudencial, mas integrado no banco central; SGD = Sistemas de Garantia de Depósitos. (\*) = Banco Central exerce alguns poderes de supervisão específicos. † = Anúncio de reforma. α = Previsto.

Fontes: Carmassi, Curcio e Di Giorgio, *Financial Regulation and Supervision in Europe: Emerging Trends, Costs And Effectiveness*, Working Paper, 2015; sítios na internet das respectivas autoridades competentes; *The EU macro-prudential framework (EP Briefing, 2016)*; *Directory of Financial Regulators 2014*, Central Bank Publications (2014); *FSB Second Thematic Review on Resolution Regimes* (2016).

Embora desde 2008, alguns EM tenham evoluído para um modelo de **supervisor único** (Áustria e Polónia em 2008; Irlanda em 2010) - seguindo ainda uma tendência prévia à crise de 2008 de que foram precursores designadamente a Suécia (1991), o Reino Unido (1998) e a Alemanha (2002) -, mais recentemente, os exemplos da **Bélgica (2011)** e do **Reino Unido (2013)** são indicativos da tentativa de responder a **limitações verificadas durante a crise financeira de um modelo de supervisão assente num supervisor único** (que era o modelo que vigorava nestas jurisdições). França (2010), embora adotando um modelo híbrido, visou igualmente um afastamento do anterior modelo setorial puro de supervisão.

Um dos princípios fundamentais subjacente às reformas dos modelos de supervisão financeira nos EM que adotaram o modelo “*Twin Peaks*” foi o da **necessidade de separação das funções de supervisão prudencial e de supervisão das regras de conduta nos mercados financeiros**, em razão dos conflitos de prossecução de interesses públicos distintos (por um lado, o objetivo de assegurar a solvabilidade das instituições financeiras subjacente à supervisão microprudencial e, por outro, o objetivo de assegurar a transparência e qualidade da informação no mercado e a proteção dos investidores). Este princípio já era referido no âmbito da **consulta do Governo português em 2009**, sobre a reforma do modelo de supervisão em Portugal e também, mais recentemente, em **janeiro de 2016, pelo Banco de Espanha**, defendendo o retomar do plano de reforma do modelo de supervisão em Espanha no sentido de um modelo dualista (“*Twin Peaks*”).

É de salientar, ainda, a tendência verificada em alguns EM **no sentido de a supervisão microprudencial bancária ser atribuída a entidades específicas**, mesmo quando integradas no banco central, como nos casos de França ou do Reino Unido.

No entanto, quaisquer que sejam as soluções adotadas, são necessários – e estão em geral previstos – **mecanismos adequados de coordenação entre a supervisão de**



**natureza prudencial e a de natureza comportamental**, de modo que o normal e legítimo “conflito” entre elas seja dirimido de forma articulada e positiva e não resulte em ações descoordenadas em prejuízo de ambas.

Finalmente, a evolução do quadro regulatório europeu depois de 2008 – com a explicitação da componente **macroprudencial** da supervisão e a introdução do quadro da **recuperação e resolução bancária** – tornou mais complexa a questão da arquitetura dos modelos de supervisão, que hoje já não pode ser confinada à simples dicotomia de supervisão **comportamental versus prudencial**. Colocou também num plano ainda mais exigente a necessidade de coordenação entre todas aquelas vertentes da supervisão financeira.

### **3. O enquadramento institucional regulatório europeu**

No plano europeu são cruciais duas alterações nos domínios da regulação e da supervisão financeiras na UE verificadas desde a crise financeira de 2008:

- Numa primeira fase, a criação do **Sistema Europeu de Supervisão Financeira (2009-2011)**<sup>12</sup>, composto pelo **Comité Europeu de Risco Sistémico (“CERS”)**, (com responsabilidades de âmbito macroprudencial) e pelas seguintes três agências europeias com responsabilidades de regulação - e, pontualmente, de supervisão - setoriais: a Autoridade Bancária Europeia (**EBA**), a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (**ESMA**), e a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (**EIOPA**), que iniciaram as suas funções em 2011 e incorporaram as responsabilidades atribuídas aos comités setoriais;
- Numa fase mais recente, a **União Bancária (2014)**, que levou à criação do **Sistema Único de Supervisão Bancária** (integrado no Banco Central Europeu), do **Mecanismo Único de Resolução** e à reformulação do **Sistemas de Garantia de Depósitos**.

---

<sup>12</sup> Através do Regulamento (UE) n.º 1092/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010, relativo à supervisão macroprudencial do sistema financeiro na União Europeia e que cria o Comité Europeu de Risco Sistémico.

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32010R1092&from=PT>



O enquadramento institucional europeu da regulação e da supervisão financeiras aponta alguns elementos relevantes para a reflexão sobre a reforma do modelo de supervisão em Portugal.

Antes de mais, importa notar que o facto de as Autoridades Europeias de Supervisão (conhecidas na terminologia anglo-saxónica, por “*European Supervisory Authorities*” “ESA”), terem sido criadas de acordo com uma lógica setorial tem origens essencialmente históricas, associadas ao facto de terem assumido o papel anteriormente atribuído aos comités europeus setoriais de reguladores<sup>13</sup>.

Por outro lado, destaca-se a separação das funções de resolução e de supervisão microprudencial, atribuídas a organismos distintos [o “*Single Resolution Mechanism*”, (“SRM”) e o “*Single Supervisory Mechanism*”, (“SSM”), respetivamente], apontando para a necessidade de uma separação clara entre estas funções, bem como a segregação entre supervisão microprudencial (SSM) e as funções de banco central (Banco Central Europeu, doravante “BCE”), sem prejuízo da necessária articulação entre ambas.

Do mesmo modo, é de assinalar também a separação entre as funções macroprudenciais e as de banco central: embora o Comité Europeu de Risco Sistémico receba o apoio logístico e funcional do BCE é uma instituição distinta deste, dispondo de *staff* e de órgãos de governo próprios<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup> A este propósito salienta-se que já no Relatório de peritos sobre a supervisão financeira na UE (Relatório de *Larosière*), a proposta de criação das três ESA numa lógica setorial era acompanhada da constatação de que o Sistema Europeu de Supervisão Financeira (SESF) deveria ser **neutral** face aos modelos de supervisão nacionais, reconhecendo ao mesmo tempo a **continuidade da tendência em direção a modelos dualistas de supervisão** (“*Twin Peaks*”), p. 48, ponto 189. O Relatório de *Larosière* recomendava que ao fim de três anos da sua vigência, fosse levada a cabo uma revisão do funcionamento do SESF e, nesse âmbito, fosse avaliada a possibilidade de **o SESF migrar para um modelo de apenas duas autoridades**, uma delas responsável pelos assuntos de natureza prudencial bem como eventuais outros aspetos relevantes para a estabilidade financeira e a outra responsável pelos aspetos de natureza comportamental e de mercados (recomendação n.º 24, p. 58).

A experiência desde a entrada em funcionamento do SESF (e que corrobora a experiência anterior ao nível dos comités de reguladores europeus) tem também mostrado a importância de uma abordagem coerente dos três setores financeiros, principalmente no que respeita a assuntos transversais (por exemplo, uniformização de regras de conduta na comercialização de instrumentos financeiros e depósitos estruturados – DMIF II - e de produtos de investimento com base em seguros – Diretiva da Distribuição de Seguros; ou ainda a harmonização ao nível da informação pré-contratual para estes produtos – Regulamento PRIIP).

<sup>14</sup> <https://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/Organisational-Chart.pdf?5bc15b50e6dbfcd8c60e3a2a0b7b6032>



Por fim, salienta-se que as alterações recentes à estrutura de supervisão na União Europeia são acompanhadas da atribuição de algumas responsabilidades de supervisão direta às autoridades europeias (vg. ESMA sobre as agências de *rating* e repositórios de transações), levando a uma alteração das formas de trabalho e das responsabilidades das autoridades nacionais. Adicionalmente, as ESA assumem hoje um papel central na elaboração de normas técnicas de regulamentação ou de execução, que concretizam atos legislativos da União Europeia, exigindo uma cooperação muito mais intensa e especializada das autoridades nacionais nesses processos.

#### ***4. Tendências na alocação de poderes de resolução***

Na sequência da crise financeira de 2008, assistiu-se a um reforço generalizado dos poderes de intervenção das autoridades públicas nos processos de reestruturação de instituições financeiras tendo em vista acautelar a estabilidade do sistema financeiro. Ao mesmo tempo, na Europa, o objetivo de assegurar a estabilidade financeira, acompanhado da necessidade de evitar ou minimizar perdas para os contribuintes, levou à adoção e ao reforço de medidas de reestruturação, recuperação e de resolução bancárias.

**A Diretiva 2014/59/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014 que estabelece um enquadramento para a recuperação e resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento (“DRRB”),** veio obrigar os Estados-Membros (i.e., aqueles que ainda não tinham criado ou dotado as autoridades nacionais de poderes de resolução), a designar autoridades competentes para aplicar os instrumentos de resolução e exercer os poderes de resolução de instituições de crédito e empresas de investimento<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> De acordo com a DRRB, as autoridades de resolução podem ser bancos centrais nacionais, ministérios competentes ou outras autoridades administrativas públicas, ou ainda autoridades investidas de competências administrativas públicas. Exceionalmente, os Estados-Membros podem prever que a autoridade de resolução possa ser a autoridade competente em matéria de supervisão para efeitos do Regulamento (UE) n.º 575/2013 e da Diretiva 2013/36/UE (CRD IV).- vd. Art. 3.º/3, 1.ª parte da referida diretiva. Por sua vez, também a própria CRD IV determina que os Estados-Membros asseguram: i) que as funções de supervisão nos termos dessa diretiva e do Regulamento (UE) n.º 575/2013 e quaisquer outras funções das autoridades competentes sejam distintas e independentes das funções relativas à



Adicionalmente, no contexto da União Bancária, e como acima mencionado, foi criado o **Single Resolution Mechanism**, com responsabilidades na resolução de entidades financeiras da área do euro, em coordenação com as autoridades nacionais de resolução. A **tendência europeia na designação das autoridades nacionais de resolução** afirma-se fundamentalmente em **duas linhas principais**:

- Estados-Membros que designaram **autoridades específicas**, não integradas no banco central ou na autoridade de supervisão prudencial, responsáveis pelo exercício e gestão de medidas de resolução (designadamente **Alemanha, Espanha, Suécia, Dinamarca, Finlândia**);
- Estados-Membros que atribuíram ao **banco central** (pelo menos algumas) competências em matéria de adoção de medidas de resolução (designadamente **Bélgica, França, Irlanda, Itália, Holanda, Portugal e Reino Unido**).

No entanto, no caso de Estados-Membros que atribuíram **funções de resolução ao banco central**, importa salientar que em diversos casos (em especial alguns dos EM com sistemas financeiros de maior dimensão e/ou mais dinâmicos), o órgão de decisão sobre medidas de resolução é distinto dos órgãos de decisão em matérias de política monetária ou de supervisão prudencial (quando têm essas responsabilidades), prevendo-se desse modo não apenas a **segregação de funções ao nível operacional mas também ao nível decisório**. São os casos: em **França** do *Collège de Résolution* da ACPR (*Autorité de contrôle prudentiel et de résolution*); no **Reino Unido**, em que o *Bank of England* é a autoridade nacional de resolução, mas exerce os seus poderes em estreita cooperação e consulta com a PRA (*Prudential Regulation Authority*), a FCA (*Financial Conduct Authority*) e o ministério das finanças (*HM Treasury*); na **Bélgica**, embora a competência sobre resolução seja do banco central (NBB), o órgão de decisão sobre medidas de resolução tem igualmente uma composição alargada que integra representantes da autoridade comportamental, do governo e do fundo de resolução.

---

resolução. Devendo informar do facto a CE e a EBA, indicando qualquer eventual repartição de funções e que *ii*) sempre que as autoridades investidas do poder de resolução sejam distintas das autoridades competentes (para efeitos da CRD IV e do referido Regulamento), as primeiras cooperem estreitamente e consultem as autoridades competentes no que se refere à preparação de planos de resolução – vd. Art. 4, n.ºs. 7 e 8 da CRD IV.



Neste sentido, verifica-se que, embora nas jurisdições que adotam atualmente um modelo de supervisão dualista (“*Twin Peaks*”) ou modelos híbridos a responsabilidade pela adoção e execução de medidas de resolução tenha sido atribuída ao banco central (ou à autoridade de supervisão prudencial), **o órgão de decisão tem tendencialmente uma composição distinta dos restantes órgãos de decisão em matéria monetária e/ou prudencial, abrangendo representantes da autoridade comportamental e do governo** (neste último caso, em especial quando a medida implique o recurso a fundos públicos).

Estes exemplos evidenciam a **importância de as decisões em matéria de resolução serem claramente independentes face às da supervisão prudencial**, quer através da designação de **autoridades específicas** para o efeito, quer, pelo menos, através da **previsão de órgãos de decisão com uma composição distinta e mais alargada do que a requerida no âmbito de decisões sobre outras matérias da competência do banco central**, quando este seja designado como autoridade de resolução.<sup>16</sup>

##### ***5. Tendências na alocação de poderes de supervisão macroprudencial***

A **supervisão macroprudencial** assumiu especial relevância no plano europeu na sequência da crise financeira de 2008, perante a constatação da necessidade de o sistema de supervisão ter uma visão global do sistema financeiro e dos respetivos riscos, o reconhecimento de que há instituições sistemicamente relevantes fora do setor bancário, bem como das limitações inerentes à supervisão microprudencial e à política monetária como mecanismos exclusivos para assegurar a estabilidade

---

<sup>16</sup> A DRRB prevê, aliás, que só “*excecionalmente*” é que essas funções podem ser cometidas à autoridade competente em matéria de supervisão prudencial bancária, e quando assim for, devem existir “*medidas estruturais adequadas*” para assegurar a independência operacional e para evitar conflitos de interesse entre as funções de supervisão e as funções de resolução ou outras da autoridade em causa. Mais estabelece que o pessoal que exerce as funções confiadas à autoridade de resolução pela BRRD deve pertencer a uma estrutura organizacional distinta e ter linhas hierárquicas separadas do pessoal encarregado das tarefas previstas no Regulamento (UE) n.º 575/2013 e pela CRD IV, ou do pessoal que assume as outras funções da autoridade em causa. Para os efeitos acima referidos, os EM ou a autoridade adotam e publicam todas as regras internas relevantes necessárias, incluindo as regras relativas a sigilo profissional e ao intercâmbio de informações entre as diferentes áreas funcionais. (cfr. art. 3.º, n.º 3, da DRRB).



financeira<sup>17</sup>, estando designadamente na **origem da criação do Comité Europeu de Risco Sistémico**.

O CERS é responsável pela supervisão macroprudencial do sistema financeiro da UE e pela prevenção e mitigação de riscos sistémicos, razão pela qual o âmbito do seu mandato é abrangente, respeitando a bancos, seguradoras, gestores de ativos, outras instituições financeiras, infraestruturas dos mercados financeiros e outras instituições financeiras e mercados.

Na prossecução do seu mandato macroprudencial, o CERS controla e avalia os riscos sistémicos e, quando apropriado, formula alertas e recomendações.

Uma das Recomendações do CERS (CERS/2011/3) determina aos EM que:

*“Designem na legislação nacional a autoridade responsável pela execução da política macroprudencial, quer na configuração de instituição única, quer na de um conselho composto pelas autoridades cujos atos tenham impacto significativo na estabilidade financeira. A legislação nacional deverá especificar o processo de tomada de decisão do órgão diretivo da autoridade macroprudencial;”* – vd. Recomendação B.1.

Verificam-se essencialmente **duas tendências** quanto à atribuição pelos EM de poderes em matéria de supervisão macroprudencial:

- EM que designaram **comités próprios**, com uma composição alargada que abrange autoridades de supervisão e outros membros/representantes do governo, com responsabilidades em matéria de supervisão macroprudencial (sem prejuízo da necessária articulação e estreita cooperação com o banco central), incluindo **Áustria, França, Dinamarca, Polónia Alemanha, Luxemburgo, Holanda, Itália e Reino Unido**, entre outros (em determinados casos, designadamente no Reino Unido, o comité macroprudencial, embora integrado no banco central, tem uma composição distinta e alargada face a outros órgãos do *Bank of England*);

---

<sup>17</sup> Charles Goodhart, *The Macro-Prudential Authority: Powers, Scope And Accountability* (2011), p. 20.



- EM que atribuíram ao **banco central** responsabilidades em matéria de supervisão macroprudencial (de que são exemplo, entre outros, **Bélgica, Chipre, Estónia, Grécia, Irlanda, Malta, Portugal e Espanha** <sup>18</sup>).

Também aqui os melhores exemplos internacionais apontam para uma **segregação de funções entre a supervisão microprudencial e a macroprudencial**, de modo a evitar conflitos de interesses e permitir uma atuação independente e transversal na definição de políticas macroprudenciais que reforcem a estabilidade do sistema financeiro, sem prejuízo do papel de primeiro plano que o banco central deve ter na estabilidade financeira e, consequentemente, na política macroprudencial.

Essa independência tem sido prosseguida quer através da designação de **autoridades específicas** responsáveis pela supervisão macroprudencial quer através da criação de **órgãos de composição alargada e específica, que podem estar integrados, ou não, no banco central** (quando este seja designado como autoridade de supervisão macroprudencial).

Pela sua natureza, a supervisão macroprudencial deverá incorporar as visões e a informação da autoridade monetária e dos diversos supervisores, sejam de natureza prudencial ou comportamental, todas elas relevantes para a prevenção de riscos de natureza sistémica. O CERS traduz essa lógica, embora, em nosso entender, de forma desequilibrada, na medida em que foi estabelecido com absoluta preponderância dos bancos centrais nacionais (as únicas autoridades nacionais com direito de voto) e tendo as Agências Europeias de Supervisão apenas 3 dos 38 lugares com direito de voto no *General Board*, composto por um total de 67 membros. A instituição de um “*Steering Committee*” (composto por 15 membros) foi uma tentativa de atenuar aquele desequilíbrio, todavia de forma limitada, dado o facto de o poder de decisão caber exclusivamente ao *General Board*. Esta situação torna ainda mais relevante a necessidade de uma forte coordenação entre as autoridades envolvidas a nível nacional e entre estas e as Autoridades Europeias de Supervisão.

---

<sup>18</sup> Note-se, porém, que no caso de **Espanha** esta atribuição é provisória, dispondo o **Real Decreto 84/2015** que as funções de autoridade macroprudencial são atribuídas ao Banco de Espanha enquanto a legislação não previr a criação de uma autoridade macroprudencial específica. O próprio Banco de Espanha tem vindo a defender a criação de um comité macroprudencial que integre membros do Governo e das outras autoridades de supervisão (v. [http://cincodias.com/cincodias/2016/01/18/mercados/1453126384\\_529111.html](http://cincodias.com/cincodias/2016/01/18/mercados/1453126384_529111.html)).



As **soluções nacionais para a atribuição da responsabilidade pela supervisão macroprudencial não são independentes dos modelos de supervisão adotados**, o que se reflete nas opções que têm sido feitas nos diversos Estados-Membros. Assim, da comparação entre os diversos tipos de modelo de supervisão microprudencial com os modelos de supervisão macroprudencial escolhidos, são evidentes as **seguintes tendências**<sup>19</sup>:

- **Modelo de Supervisor Único Banco Central:** o mandato macroprudencial foi, em todos os casos, atribuído em exclusivo ao Banco Central.
- **Modelo de Supervisor Único distinto do Banco Central:** na maioria dos casos, o mandato macroprudencial foi atribuído a um *board* de autoridades (AT, DK, DE e PL), congregando, pelo menos, representantes do Banco Central, da autoridade de supervisão única e do Governo<sup>20</sup>, ou em exclusivo à autoridade de supervisão única (que não o Banco Central) (FI e SE). Em apenas três casos dentro deste modelo o mandato terá sido atribuído em exclusivo ao Banco Central (EE, LV e MT).
- **Modelos *Twin Peaks/ Híbridos*:** verifica-se em dois casos (FR e NL), a atribuição do mandato macroprudencial a um *board* de autoridades, congregando, pelo menos, representantes do Banco Central, da autoridade de supervisão comportamental e do Governo<sup>21</sup> e nos outros dois casos (BE e UK<sup>22</sup>), a atribuição ao Banco Central.
- **Modelos Setoriais:** em seis casos, o mandato macroprudencial foi atribuído a um *board* de autoridades (BG, HR, IT, LU, RO, SI), congregando, pelo menos, representantes do Banco Central, das autoridades de supervisão e do Governo<sup>23</sup>. A tal não terá sido alheio o facto de nesses países a supervisão microprudencial ser partilhada entre duas ou mais autoridades. Apenas em quatro casos o mandato de

---

<sup>19</sup> A descrição que se segue é baseada no documento do CERS “*ESRB recommendation on the macro-prudential mandate of national authorities* (ESRB/2011/2013)” de Junho de 2014 e no Briefing do Parlamento Europeu “*The EU macro-prudential policy framework*”, Novembro de 2016. [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/587379/IPOL\\_BRI\(2016\)587379\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/587379/IPOL_BRI(2016)587379_EN.pdf)

<sup>20</sup> Nos casos particulares de AT e DE a presidência do *board* é assegurada pelo Governo.

<sup>21</sup> No caso particular de FR a presidência do *board* é assegurada pelo Governo.

<sup>22</sup> No caso particular do UK, foi criado o *Financial Policy Committee (“FPC”)* no seio do Banco Central, composto por 13 membros, 6 dos quais são *staff senior* Bank of England (em concreto, o *Governor*, 4 *Deputy Governors*, e o *Executive Director for Financial Stability*). Os demais são o *Chief Executive* da autoridade de supervisão comportamental (FCA), 5 elementos externos (peritos independentes) e um elemento do *HM Treasury*, sem direito de voto.

<sup>23</sup> Nos casos particulares de BG e LU, a presidência do *board* é assegurada pelo Governo.



supervisão macroprudencial foi atribuído em exclusivo ao Banco Central (CY, ES, GR, PT). Importa, no entanto, destacar as especificidades próprias em três deles:

- No caso de Chipre, a supervisão microprudencial dos setores segurador e de fundos de pensões encontra-se sob a alçada direta do Governo;
- No caso da Grécia, as competências do Banco Central abrangem a supervisão microprudencial dos setores bancário e segurador;
- No caso da Espanha, para além de a supervisão dos seguros permanecer ainda na alçada do Governo, esta atribuição, como já foi assinalado, deve entender-se como provisória, na medida em que, o Real Decreto 84/2015, de 13 de fevereiro, que desenvolve a Ley 10/2014, de 26 de junho, relativa à ordenação supervisão e solvência de entidades de crédito estabelece: *“En tanto la legislación española no prevea la creación de una autoridad macroprudencial específica, el Banco de España será la autoridade competente para la aplicación del artículo 458 del Reglamento (UE) n.º 575/2013, de 26 de junio.”* e *“Asimismo, hasta la creación de una autoridad macroprudencial específica, los incrementos que podrá aplicar el Banco de España (...)”*.

Sendo hoje a supervisão macroprudencial uma componente essencial da supervisão financeira, dado o seu papel de garante da estabilidade financeira e de prevenção do risco sistémico, a escolha da entidade responsável terá de ser criteriosa e assegurar a participação equilibrada de todas as entidades relevantes, incluindo o Ministério das Finanças - com salvaguarda da independência da autoridade macroprudencial - quer por dever ser o detentor de instrumentos cruciais para o efeito, quer por inevitavelmente ser um destinatário central das consequências de eventuais falhas na supervisão.

Refira-se, por fim, que em agosto de 2016 a Comissão Europeia apresentou um documento de consulta pública sobre a revisão do quadro europeu de política macroprudencial<sup>24</sup>, visando possíveis melhorias no seu funcionamento. Este documento reflete bem a relevância atribuída à política macroprudencial, aliás

---

<sup>24</sup> [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2016/macprudential-framework/docs/consultation-document\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2016/macprudential-framework/docs/consultation-document_en.pdf)



sublinhada no contexto da comunicação da Comissão sobre a *Capital Markets Union* (COM(2015) 468). O documento debruça-se sobre a natureza e a aplicação dos instrumentos de política macroprudencial, bem como sobre a necessária articulação entre as autoridades envolvidas (CERS, BCE/SSM, Autoridades Macroprudenciais, bancos centrais e supervisores nacionais) e, ainda, sobre a governação e funcionamento do sistema, particularmente do CERS <sup>25</sup>.

## **II. O ACTUAL MODELO DE SUPERVISÃO FINANCEIRA EM PORTUGAL**

### **II.1. Avaliação do atual modelo tripartido de supervisão financeira**

Como foi referido, a configuração do atual modelo tripartido de supervisão decorre da evolução histórica dos mercados financeiros portugueses e da influência que o enquadramento europeu foi tendo sobre a legislação e os reguladores nacionais.

Do ponto de vista histórico, a regulação do setor bancário tem estado, desde 1975,<sup>26</sup> sempre centralizada no banco central, concentrando as funções de gestão da política monetária e de supervisão do setor. Por sua vez, o setor segurador esteve, em termos formais, supervisionado pela administração indireta do Estado até à revisão, em 2011, dos estatutos do Instituto de Seguros de Portugal [(ISP), atualmente Autoridade de Supervisão dos Seguros e Fundos de Pensões (ASF)], com estatuto de autoridade administrativa independente.

Por fim, a regulação e supervisão dos mercados de valores mobiliários passaram, a partir da aprovação do Código do Mercado dos Valores Mobiliários de 1991, a competir a uma autoridade administrativa independente, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).

O movimento de construção do Mercado Único Europeu, que operou a liberdade de estabelecimento e a liberdade de prestação de serviços financeiros no quadro da UE,

---

<sup>25</sup> Note-se, em particular, que a presidência do CERS foi atribuída ao Presidente do BCE para o primeiro período de cinco anos de funcionamento do CERS (expirados em 2016), não estando prevista a forma da designação para os períodos subsequentes.

<sup>26</sup> Decreto-Lei 301/75 de 20 de Junho, que extinguiu a Inspeção-Geral de Crédito e Seguros, transferindo as competências da Inspeção de Crédito para o Banco de Portugal, permanecendo a Inspeção de Seguros ligada ao Ministério das Finanças.



assentou no princípio de criação de regras uniformes mínimas em cada um dos setores; no princípio da regulação de cada operador pelo regulador do EM em que estava estabelecido (*home country control*); e no seu corolário, o reconhecimento mútuo nos demais EM dos operadores autorizados em cada um deles.

Esse movimento europeu determinou que, em cada um dos setores, a UE fosse aprovando regras sucessivas – algumas diretamente aplicáveis mas, na maior parte dos casos, constantes de diretivas – que foram sendo transpostas em Portugal para substituir as regras anteriormente existentes. Em particular, no caso do setor bancário, as diretivas europeias foram transpostas através do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGICSF), de 1992, sucessivamente alterado, tendo as funções de regulação delas constantes sido atribuídas ao Banco de Portugal (BdP). Todas as novas e cada vez mais complexas funções com impacto no sector financeiro constantes de ulteriores regras e regulamentos foram sendo, de igual modo, cometidas, segundo uma lógica setorial, ao BdP, à ASF ou à CMVM, aparentemente sem uma reflexão aprofundada e global sobre a adequação da extensão da competência em causa à luz da arquitetura da supervisão nacional.

Ou seja, o **modelo tripartido de supervisão decorre do contexto histórico em que o sistema de supervisão se foi instituindo. Iniciativas de reforma**, como a consulta pública levada a cabo em 2009, sobre a mutação estrutural do modelo português de supervisão financeira, **acabaram por não ter sequência face à emergência da crise.**

Porém, o modelo de supervisão nacional na sua configuração atual apresenta **limitações relevantes para responder eficazmente aos desafios colocados pelos desenvolvimentos nos mercados financeiros**, em especial com a crescente inovação financeira, que introduziu também crescentes interligações setoriais, - donde resulta um acrescido potencial de risco sistémico - bem como a criação de novos produtos bancários, de seguros ou instrumentos financeiros economicamente equivalentes para os quais importa assegurar uma abordagem de supervisão comportamental efetivamente consistente de modo a evitar oportunidades de arbitragem regulatória (ver p. ex., as recentes iniciativas europeias na vertente dos deveres de informação pré-contratuais, o Regulamento PRIIP, na vertente comportamental a DMIF II e a



Diretiva da Distribuição de Seguros<sup>27</sup>, e, a nível nacional, a regulação do produtos financeiros complexos).

Apesar da identificação de cada um dos três supervisores com um setor específico dos mercados financeiros, a verdade é que **a atual divisão de competências já não se pode considerar como de lógica puramente setorial**. Com efeito, sobretudo com a transposição para o nosso ordenamento jurídico da DMIF (em 2007) e a aprovação (em 2008) do regime jurídico nacional dos produtos financeiros complexos<sup>28</sup>, a CMVM passou a ter uma competência alargada de supervisão comportamental sobre todos os instrumentos financeiros (exceto os do mercado monetário) e, ainda, sobre alguns produtos financeiros da área seguradora com características próximas dos fundos de investimento (seguros ligados a fundos de investimento e fundos de pensões abertos). De fora das competências de supervisão da CMVM ficaram os produtos estritamente bancários (designadamente crédito e depósitos) e da área seguradora pura. A par da supervisão comportamental, a CMVM possui algumas competências de supervisão prudencial, designadamente sobre as instituições de investimento coletivo, as sociedades e os fundos de capital de risco, as “estruturas de mercado” (incluindo as entidades gestoras de mercados regulamentados, de sistemas de negociação multilateral, de sistemas de liquidação de valores mobiliários, de câmaras de compensação, de sistemas centralizados de valores mobiliários e de contrapartes centrais, bem como as entidades gestoras de fundos de garantia e de sistemas de indemnização dos investidores)<sup>29</sup>.

Ainda assim, na ausência de um mecanismo de coordenação que se tenha revelado efetivo, o modelo atual apresenta diversas **limitações, especialmente na área da supervisão bancária**:

- Potencia a existência de **conflitos na prossecução de interesses diferenciados subjacentes à supervisão** prudencial (que visa essencialmente assegurar a solidez e a resiliência das instituições financeiras) e à comportamental (cuja

---

<sup>27</sup> Diretiva n.º 2016/97, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de janeiro de 2016.

<sup>28</sup> Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de novembro. Adicionalmente, foi emitido o Regulamento da CMVM n.º 1/2009, relativo à informação e publicidade sobre produtos financeiros complexos sujeitos à sua supervisão, entretanto revogado pelo Regulamento da CMVM n.º 2/2012.

<sup>29</sup> Vd. Artigo 363.º do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, na sua atual redação.



finalidade fundamental é a proteção dos investidores e consumidores de serviços financeiros, bem como assegurar a transparência e o regular funcionamento dos mercados);

- Favorece uma **atuação fragmentada** das autoridades “setoriais”, **dificultando uma supervisão integrada e transversal dos grupos financeiros** presentes em mais do que um dos três setores e sujeitando-os a diferentes abordagens de supervisão;
- Os **mecanismos de coordenação** existentes, como o CNSF, têm-se mostrado **insuficientes para assegurar uma abordagem intersetorial consistente**, como adiante se detalhará;
- A ausência de um mecanismo institucional de coordenação efetiva, gera potencialmente quer a **sobreposição de competências e atuações** sobre o mesmo agente do mercado por parte das várias autoridades de supervisão, quer a **emergência de “zonas cinzentas” de competências**, sendo que os memorandos de entendimento celebrados entre as três entidades de supervisão atualmente existentes procuraram atenuar esses problemas;
- Propicia o risco da incerteza quanto à responsabilidade pela supervisão de novas atividades e produtos decorrentes do permanente fluxo de inovação financeira, implicando “custos de transação” entre autoridades e reação mais tardia dos supervisores;
- Dificulta uma abordagem consistente e transversal relativamente a produtos e situações economicamente equivalentes nos diversos setores financeiros, potenciando **diferenças de atuação** e criando **oportunidades de arbitragem regulatória**.

As **limitações** ao funcionamento do atual quadro institucional de supervisão têm vindo a ser **agravadas pelos seguintes fatores**:



- **Concentração de poderes exclusivos de supervisão macroprudencial na autoridade de supervisão microprudencial bancária**, num contexto internacional e nacional em que está reconhecida a existência de instituições financeiras sistemicamente relevantes fora do setor bancário e o contributo dos desvios de conduta para o risco sistémico; concentração essa que não assegura uma efetiva abordagem transversal do setor financeiro nacional (sendo o papel meramente consultivo do CNSF para com o Banco de Portugal, enquanto autoridade macroprudencial nacional, claramente insuficiente nesta matéria) e potencia o risco de conflitos na prossecução das diferentes atribuições do supervisor bancário;
- **Atribuição de poderes de resolução à autoridade de supervisão microprudencial bancária**, não assegurando de modo pleno ao nível decisório nem a segregação de responsabilidades nem a participação das várias autoridades de supervisão, criando o risco de conflitos de interesses entre as diversas atribuições do banco central e um forte desequilíbrio de poderes entre aquelas autoridades, com subalternização das questões relacionadas com a proteção dos investidores;
- Existência de **diferentes estatutos das autoridades de supervisão**: as diferentes autoridades não estão sujeitas a um enquadramento institucional equivalente decorrente da Lei-Quadro das Entidades Administrativas Independentes (Lei n.º 67/2013, de 28 de agosto), o que tem reflexos quer no recrutamento e retenção de quadros qualificados quer, em geral, na assimétrica disponibilidade de meios para o exercício de funções cada vez mais amplas e exigentes.

Ao longo do tempo, os limites e debilidades do modelo adotado têm sido patentes, tendo-se tornado particularmente evidentes em resultado da **maior exigência imposta pela crise financeira global e sua repercussão no nosso país, a par da evolução do enquadramento europeu da supervisão**.

Assim, alguns dos riscos acima apontados acabaram por se materializar, desde logo através da insuficiente coordenação das atividades de supervisão e insuficiente ou



assimétrica partilha de informação entre as três entidades setoriais e, ainda mais significativamente, do desequilíbrio causado pela coincidência numa delas das funções de supervisão prudencial e de resolução do sector bancário. A circunstância de os atores do sistema financeiro terem frequentemente atividades múltiplas no setor bancário e segurador sendo simultaneamente operadores nos mercados de instrumentos financeiros (tanto na qualidade de emitentes como na de comercializadores de produtos financeiros como, ainda, na de intermediários financeiros e/ou membros de plataformas de negociação, compensação e/ou liquidação), significa que partes distintas da atividade de uma mesma entidade se encontram abrangidas pela intervenção de diferentes supervisores. Na falta de um mecanismo efetivo de coordenação, estes não podem ter uma visão de conjunto da situação dos operadores em causa e, assim, evitar conflitos de pontos de vista sobre o nível de atuação desejável. O potencial de conflito é, naturalmente, maior no âmbito da supervisão comportamental. Mas também para a supervisão prudencial é essencial essa visão de conjunto. Note-se que **o “conflito” entre a supervisão prudencial e a comportamental é natural e inerente à sua diferente natureza**. O que significa que ele **não é exclusivo do modelo tripartido de supervisão**. Por isso, quer neste, quer num modelo puro de *“Twin Peaks”* terão de existir os mecanismos e os *fora* adequados de coordenação que permitam conciliar os interesses prosseguidos por aquelas duas vertentes da supervisão, ou seja, garantir a solvência das instituições financeiras com salvaguarda, até ao limite do possível, da proteção dos investidores em produtos financeiros. Do mesmo modo que, por esse motivo, é necessário que a autoridade de resolução seja independente das autoridades que asseguram aquelas duas vertentes da supervisão, sem prejuízo da participação de todos os supervisores na preparação e na execução dos processos de resolução quando eles não podem ser evitados<sup>30</sup>.

---

<sup>30</sup> Atente-se ainda ao facto de, no RGICSF, várias são as passagens do diploma que impõem deveres de, consoante o caso, i) comunicar determinadas informações (como é o caso dos planos de recuperação ou de resolução); ii) proceder à audiência da CMVM no âmbito da tomada de determinadas decisões sobre entidades sujeitas à supervisão do BdP que sejam também intermediários financeiros ou emitentes de instrumentos financeiros admitidos à negociação em mercado regulamentado ou, mesmo, de ordenar a prática de alguns atos, como é o caso da suspensão ou exclusão da negociação em mercado regulamentado (vg. Artigos 116.º-D, n.º 9, 116.º-G, n.º 4, 116.º-J, n.º 10, 116.º-P, n.º 7, 145.º-J, n.º 13, 145.º-W, n.º 11, 145.º-AT, n.º 2, al. j) e n.º 5, al. d), 148.º. n.º 1, 198.º, n.º 2 todos do referido Regime Geral). No entanto, em alguns casos, essa obrigação é qualificada com a referência “sempre que possível”, retirando-lhe a efetividade prática.



A análise comparada demonstra que **em todos os modelos de supervisão que não o da autoridade única** – esse todavia com outros problemas e necessidades de coordenação interna – **a coordenação entre supervisores é uma questão decisiva**: seja porque os supervisores setoriais não têm a visão plena das entidades supervisionadas (pense-se, por exemplo, na situação dos conglomerados financeiros); seja porque a atividade de supervisão comportamental, afetando a relação de uma única instituição com os seus clientes, pode estar sujeita a reguladores distintos e merecer, da parte destes, tratamento ou apreciações diversas; seja pelas diferentes perspetivas dos supervisores prudenciais e do supervisor dos mercados e/ou dos instrumentos financeiros; seja, finalmente, porque a perspetiva dos reguladores setoriais nunca é a mais completa do ponto de vista da estabilidade do sistema financeiro como um todo.

O colmatar destas falhas implica intensa coordenação de atuação entre os reguladores/supervisores, a troca de informações frequente e a consulta regular entre eles.

A criação, em 2000, do CNSF visou precisamente assegurar a coordenação entre supervisores. No entanto, apesar de ter tido um papel relevante como fórum de coordenação da regulamentação (sobretudo no período de aplicação das iniciativas regulatórias europeias desencadeadas pela crise financeira), o CNSF acabou por não ter o papel desejado enquanto fórum de coordenação efetiva da supervisão financeira setorial.

Por isso, **o papel, a função e a própria existência do CNSF devem ser reequacionados no âmbito de uma reforma do modelo de supervisão em Portugal.**

Conforme acima referido, o CNSF não se revelou suficientemente eficaz para assegurar a coordenação e a cooperação entre as autoridades de supervisão nacionais no quadro de um modelo setorial de supervisão que, por natureza, é mais exigente em termos de coordenação, já que tende a favorecer uma atuação especializada dos supervisores relativamente às suas respetivas áreas de atuação. Admite-se também que o facto de o CNSF não dispor de personalidade jurídica, de recursos e poderes próprios contribua para uma menor eficácia da sua ação. Circunstância que foi agravada pelo



enquadramento institucional do CNSF quanto à sua composição e governação, com domínio de uma das autoridades de supervisão (*in casu*, o BdP).

Efetivamente, o modelo atual coloca o teor da atuação do CNSF e o âmbito da interação entre supervisores na disponibilidade dos membros do Conselho – os presidentes dos supervisores sectoriais mais o membro do conselho de administração do BdP responsável pela supervisão prudencial. A eficácia da ação do CNSF depende, assim, da vontade convergente destes responsáveis e parece claro que a crise recente tornou mais evidente a necessidade de a coordenação ser mais forte e efetiva.

Por outro lado, em matéria de supervisão macroprudencial as atuais atribuições do CNSF são exclusivamente consultivas da entidade nacional que foi designada como autoridade macroprudencial, o Banco de Portugal. Esta é uma situação que deverá igualmente ser reponderada de forma a assegurar uma maior autonomia da supervisão macroprudencial, a par da participação efetiva e equilibrada de todos os supervisores no seu exercício, sem prejuízo da já referida importância primordial que o banco central deve ter nessa matéria.

Finalmente, a maior complexidade criada pela introdução das funções relativas às funções de política macroprudencial e de resolução exigem que, para além da coordenação entre os supervisores setoriais, exista um mecanismo de arbitragem quando existam posições conflituantes entre eles, de molde a impedir situações de bloqueio de decisão ou a prevalência de um deles sobre os outros. Como se reconhecerá este não é um risco meramente teórico, tendo sido amplamente materializado no passado recente, com custos evidentes.

Por tudo o que foi dito, resulta indispensável rever a natureza, estatuto e funções do CNSF enquanto fórum de coordenação dos supervisores nacionais, hoje com exigência reforçada em áreas múltiplas – regulação, supervisão microprudencial, supervisão macroprudencial e resolução - e conceber-se uma nova entidade que o substitua, atribuindo-lhe um diferente estatuto e um diferente papel.

## **II.2. O modelo de supervisão no quadro europeu de supervisão e resolução**



**As limitações do modelo tripartido também decorrem da própria evolução do enquadramento europeu** da atividade de supervisão e, em particular, das regras aplicáveis ao setor bancário.

**A crise financeira global tornou evidente a necessidade de quebrar o laço entre o sistema bancário e as finanças públicas nacionais**, para evitar que uma crise bancária possa converter-se numa crise financeira generalizada e orçamental.

Na verdade, a insolvência de um banco representa uma perda para uma miríade de agentes económicos e pode, em consequência, gerar insolvências em cadeia, tendo por isso impactos adversos em todo sistema financeiro e na economia. Este efeito sistémico afeta toda a atividade económica, contraindo o crédito, o consumo e o investimento e precipitando a recessão. Por isso, perante uma crise com a dimensão daquela que se verificou em 2008, os Estados apressam-se a socorrer os bancos em dificuldades.

**Na Europa, quebrar esse laço implicou o afastamento do modelo de *standards* mínimos e de reconhecimento mútuo que caracterizava a regulação bancária** até então e a sua evolução para a construção de uma União Bancária que permitisse adequar o quadro da regulação a um mercado que já não se restringia às fronteiras nacionais.

Assim, **passou-se para um sistema de regras uniformes mais exigentes (*single rulebook*)**, aprovadas por regulamento europeu.

Um **outro passo fundamental** da reforma europeia consistiu na **criação de um quadro legislativo apto a lidar com a insolvência de uma instituição bancária**. Esse quadro legislativo passou pela adoção de regras comuns em matéria do que se veio a denominar como «resolução» de uma instituição bancária em dificuldade. Os mecanismos de resolução foram essencialmente criados e uniformizados através da Diretiva de Recuperação e Resolução Bancária. A DRRB entrou em vigor vinte dias após



a sua publicação e o prazo para a sua transposição terminou em 1 de janeiro de 2015<sup>31</sup>.

O **terceiro passo** consiste na **instituição de um sistema uniforme de garantia de depósitos**.

No âmbito da União Económica e Monetária (UEM) – a denominada «zona euro» composta pelos EM que adotaram o euro como moeda e de que Portugal faz parte – o símbolo mais evidente da União Bancária foi a atribuição ao BCE da competência para a supervisão dos bancos considerados, no espaço europeu, como tendo relevância sistémica. Este grupo abrangeu inicialmente 128 bancos, incluindo os maiores bancos de cada um dos EM -, no âmbito do **Mecanismo Único de Supervisão** (*Single Supervisory Mechanism*, ou “**SSM**”) <sup>32</sup>.

A par do SSM, os mesmos bancos estão sujeitos a um **Mecanismo Único de Resolução** (*Single Resolution Mechanism*, ou “**SRM**”), que consiste na atribuição dos poderes de resolução previstos na DRRB a um Conselho Único de Resolução estabelecido no seio da União Europeia (o *Single Resolution Board* ou “**SRB**”), criado através do Regulamento (UE) n.º 806/2014, de 15 de julho de 2014.

O mesmo Regulamento criou, no âmbito do SRM, um **Fundo Único de Resolução**, para o qual os Estados da Zona Euro têm de transferir os montantes dos fundos nacionais de resolução, e que, durante um período de transição de oito anos, mantém «compartimentos nacionais» que serão chamados em primeira linha a suportar os encargos com o financiamento de medidas de resolução que tenham como alvo bancos estabelecidos no respetivo Estado Membro. As barreiras que separam cada um desses compartimentos nacionais serão progressivamente reduzidas durante o período de transição.

O terceiro pilar da União Bancária – a criação de um fundo único de garantia de depósitos – está ainda dependente de acordo político entre os Estados-Membros.

---

<sup>31</sup> Em Portugal, a transposição da DRRB ocorreu por via do Decreto-Lei n.º 114-A/2014, de 1 de agosto (transposição parcial) e da Lei n.º 23-A/2015, de 26 de março.

<sup>32</sup> Em sentido contrário às conclusões do Relatório De Larosière, que não apoiavam a atribuição ao BCE de qualquer papel em matéria de supervisão microprudencial (pag 43).



Ora, **da União Bancária decorrem intensas mudanças para a regulação do setor bancário nos Estados-Membros, tornando, por um lado, menos relevante, mas, por outro lado, mais intenso e exigente, o papel das autoridades nacionais de regulação daquele setor.**

**Menos relevante**, porque as competências essenciais de supervisão prudencial e de resolução sobre as instituições bancárias mais significativas (em Portugal, neste momento, cinco bancos) foram transferidas para instituições europeias (o BCE e o SRB). **Mais intenso e exigente** porque, no quadro do SSM e do SRM, os supervisores nacionais continuam a manter competências importantes, seja no plano da execução das medidas, seja no da participação na atividade das instituições centrais e, bem assim, nas equipas conjuntas de supervisão sobre as instituições sedeadas no seu país. Mais intenso e exigente, também, porque as autoridades nacionais mantêm toda a competência sobre as instituições menos significativas – as quais, sendo menos relevantes do ponto de vista sistémico, são todavia mais numerosas. E mais intenso e exigente, finalmente, porque são mais complexas e exigentes as tarefas de supervisão no quadro das novas regras, carecendo, portanto, de melhores recursos. Tudo isso num quadro em que, por seu turno, a regulação evolui para uma atuação mais prospetiva e intrusiva da supervisão.

**No âmbito do SSM e do SRM, as competências no âmbito central estão dispersas entre duas entidades com autonomia entre si – o BCE e o SRB.** Efetivamente, as regras europeias não obrigam à concentração das funções de supervisão numa única entidade central ou nacional. E o desenho do SSM e do SRB nem sequer abrange a supervisão comportamental, que continua a caber aos Estados-Membros no quadro das regras comuns.

**Em Portugal, no entanto, a transposição das novas regras em matéria de supervisão do setor bancário manteve a concentração no BdP de todas as competências de supervisão do setor.** Assim, o BdP concentra competências de supervisão comportamental e prudencial sobre as instituições de crédito, bem como de autoridade macroprudencial, sendo ainda a autoridade nacional de resolução.



Por isso, num quadro de reflexo de um sistema europeu de supervisão do setor bancário, que tem no plano central uma entidade responsável pela supervisão prudencial – o BCE –, uma outra na vertente macroprudencial – o CERS – e também outra entidade distinta responsável pela resolução – o SRB –, o interlocutor nacional é um único – o BdP – com funções, ainda, de supervisão comportamental sobre todas as instituições de crédito nacionais.

O modelo de governação do BdP torna ainda mais agudas as limitações do modelo, na medida em que o conselho de administração do Banco concentra praticamente todas as competências relevantes no exercício da supervisão e da resolução.

Ao que até aqui foi dito, acrescem os **limites e debilidades do modelo nacional de regulação bancária decorrentes do regime da resolução**, potencialmente gerador de conflitos. Assim, enquanto autoridade nacional de resolução, o BdP é responsável pela análise dos pressupostos de uma situação de resolução, pela declaração de que uma instituição de crédito está em risco ou em situação de insolvência e pela aplicação de medidas de resolução (em instituições sujeitas à sua supervisão), mas também pela execução das medidas de resolução (esteja ou não a instituição resolvida sujeita à supervisão do BdP). Ora, no quadro dessa execução, o BdP exerce poderes significativos, quer sobre as instituições objeto de resolução – pense-se na medida de alienação de atividade –, quer sobre as entidades resultantes da resolução – como, por exemplo, uma instituição de transição ou um veículo de gestão de ativos.

O impacto financeiro das decisões tomadas pelo BdP enquanto autoridade nacional de resolução (compensação aos credores em virtude do princípio de *no creditor worse off*; encargos decorrentes da medida de resolução) deve ser suportado pelo Fundo de Resolução e reflete-se, portanto, nas contribuições *ex-post* que as demais instituições do sistema devem suportar em anos seguintes, ou seja, nos seus resultados. Existe, assim, um conflito entre a posição em que o BdP se encontra enquanto responsável pela resolução e pela supervisão prudencial. Além disso, os eventuais interessados na aquisição de ativos decorrentes de um banco resolvido – e cuja alienação se opera sob a direção da autoridade de resolução – podem ser alguns dos bancos regulados e supervisionados pelo BdP, o que constitui outra fonte de conflitos.



Outro problema decorrente do regime da resolução é que a prática vem demonstrando que o regime da resolução não prescinde de certos auxílios a serem concedidos pelas autoridades públicas para que as operações se realizem. Esses auxílios e o seu impacto sobre as operações de resolução devem ser discutidos entre a Comissão Europeia e o Governo de cada Estado-Membro, podendo muitas vezes envolver encargos substanciais para as finanças públicas. Mas se o Governo deve estar envolvido nessas discussões, ele não tem a competência decisiva para o desenho da resolução cabendo essa à autoridade de resolução. Nesse sentido, o desalinhamento de competências e interesses nesta matéria é uma das debilidades do modelo de supervisão.

Constatamos assim que a atribuição ao BdP da competência para atuar como autoridade nacional de resolução acentua significativamente aspetos negativos do atual modelo de supervisão português.

### **III. UM NOVO MODELO DE SUPERVISÃO FINANCEIRA**

A reforma do modelo de supervisão deverá ter em conta os aspetos referidos nos pontos anteriores, particularmente a análise feita das tendências europeias e dos pontos fortes e fracos do modelo nacional atualmente em vigor. Deverá ser também um processo realista, que tenha em conta as circunstâncias presentes do mercado financeiro português e que seja de execução rápida e segura.

Da ponderação destes pontos poderá resultar a opção por um modelo típico ou, à semelhança do que acontece em outros Estados da União Europeia (vg. França, Itália), por uma solução híbrida que combine o melhor dos modelos teóricos existentes e os adapte às circunstâncias específicas do caso português, sem prescindir, todavia, das mudanças que se revelem necessárias à realização dos objetivos essenciais da reforma.



### **III.1. *As circunstâncias do caso português no contexto europeu da supervisão financeira***

As circunstâncias particulares do caso português que devem ser tomadas em consideração decorrem, em primeiro lugar, das **mudanças no enquadramento legislativo e institucional da supervisão financeira ao nível da União Europeia**:

- No âmbito da União Bancária, verifica-se a separação entre o SSM e o SRM, acompanhada da separação entre as entidades de topo de cada um dos mecanismos (o BCE e o SRB, respetivamente). Esta **opção do legislador europeu pela separação é um sinal importante da conveniência da separação dos dois papéis**.
- O SSM assenta agora num sistema em que a supervisão microprudencial do setor bancário implica uma articulação próxima entre o BCE e as autoridades nacionais de supervisão. Embora essa articulação não exija que as autoridades nacionais sejam exclusivamente responsáveis pela supervisão prudencial bancária, claramente essa articulação será facilitada se as autoridades europeias e nacionais tiverem âmbitos de atuação semelhantes.
- De acordo com a regra constante da DRRB em matéria de resolução bancária as funções de autoridade nacional de resolução devem ser cometidas a entidades como os bancos centrais nacionais, os ministérios das finanças ou outras autoridades administrativas (cfr. art. 3.º, n.º 2, DRRB). Como já assinalado, só “*excepcionalmente*” é que essas funções podem ser cometidas à autoridade competente em matéria de supervisão prudencial bancária, e quando assim for, devem existir “*medidas estruturais adequadas*” para assegurar a independência operacional e para evitar conflitos de interesse entre as funções de supervisão e as funções de resolução (cfr. art. 3.º, n.º 3, DRRB).
- As regras de supervisão do sector segurador foram consideravelmente alteradas e o corpo regulamentar a que se encontra sujeito aponta para uma exigência acrescida para supervisores e operadores do setor.



- A evolução das regras europeias de supervisão financeira deu origem a instâncias de coordenação das várias atividades, incluindo em matérias de prevenção da estabilidade financeira.
- Não é impossível supor que o enquadramento europeu venha ainda a ser alvo de novas alterações.<sup>33</sup>

Por outro lado, haverá que ter em conta a importância primordial que, após o desencadear da crise financeira assume a função macroprudencial, que possui uma natureza, objetivos e instrumentos bem diferentes tanto da política monetária como da supervisão microprudencial. Por isso, existe um risco efetivo de conflitos de interesses entre estas três vertentes da supervisão, que exige simultaneamente uma grande autonomia e uma forte coordenação entre elas.

A autoridade macroprudencial desempenha, no quadro europeu de supervisão financeira, um papel crucial na preservação da estabilidade financeira. Este papel é ainda mais crítico nos países que integram a UEM e que, por isso, não dispõem de política monetária autónoma, sendo a política macroprudencial um instrumento de eleição para contrabalançar a nível de cada EM os efeitos da política monetária única.<sup>34</sup> O que significa que esta é uma vertente da supervisão financeira marcadamente nacional, sem prejuízo das competências supranacionais do CERS e da necessária articulação com este. Significa também que, apesar das implicações que a função macroprudencial pode ter em termos de política económica, a autoridade correspondente deve ter um estatuto de independência face ao poder político, na medida em que decisões que são essenciais para a estabilidade financeira podem não ser compatíveis com os ciclos eleitorais e os objetivos políticos de curto prazo. Isto sem prejuízo da existência necessária dos mecanismos adequados de responsabilização e prestação de contas perante os órgãos democraticamente legitimados, bem como da institucionalização de *fora* e procedimentos de consulta regular e imperativa com o Ministério das Finanças. Finalmente, em modelos de supervisão com competências de

---

<sup>33</sup> A Comissão Europeia (CE) promoveu recentemente consulta pública centrada no funcionamento das ESA, decorrendo entre 31 de março e 16 de maio de 2017, a que nos referiremos mais adiante.  
[https://ec.europa.eu/info/finance-consultations-2017-esas-operations\\_en](https://ec.europa.eu/info/finance-consultations-2017-esas-operations_en)

<sup>34</sup> No mesmo sentido, Alves e Tavares, *A Banca e a Economia Portuguesa* (2017)



supervisão microprudencial e comportamental repartidas entre vários supervisores é importante que a autoridade macroprudencial seja concebida de forma a envolver equilibradamente esses supervisores e a ter uma visão de conjunto da supervisão, tendo presente que os riscos para a estabilidade financeira podem ter origem em entidades de natureza diversa e não apenas no plano prudencial, mas também no comportamental.

Como já referido, as soluções adotadas para a designação da autoridade macroprudencial nos Estados-Membros são diversas e, em alguns casos, há que dizer, parecendo não respeitar integralmente as condições de independência e coordenação que foram referidas (vg. casos de comités presididos por um membro do governo ou designação exclusiva para essa função de entidades de supervisão microprudencial). **A solução a adotar no caso português terá de ser coerente com a restante arquitetura do modelo de supervisão escolhido.**

### ***III.2. Um modelo setorial de coordenação reforçada e funções macroprudencial e de resolução autónomas***

Nas circunstâncias descritas, a reforma do modelo de supervisão financeira nacional deve ter como **base mínima a evolução do nosso modelo tripartido atual para um modelo de coordenação reforçada e institucionalizada entre os supervisores, a par da sua adequação, de forma a eliminar as fontes de conflitos de interesses relativos ao exercício das funções de supervisão macroprudencial e de resolução.**

O cenário base que se avança tem presentes as circunstâncias específicas do mercado português, designadamente:

- Nos últimos anos o âmbito dos conglomerados financeiros tem-se reduzido significativamente<sup>35</sup>; as instituições de crédito ou os grupos em que estas se

---

<sup>35</sup> Por conglomerados financeiros, temos em vista os grupos de empresas que abranjam, simultaneamente, entidades sujeitas a supervisão do Banco de Portugal e da ASF – vd. Art.3.º, al. c) do



integravam alienaram em geral o seu braço segurador. Nesse sentido, atenuou-se um dos motivos que poderiam aconselhar a concentração da supervisão prudencial numa só entidade; no entanto, os bancos continuam a distribuir produtos financeiros da área seguradora, o que confirma a necessidade de um maior grau de harmonização da supervisão comportamental;

- Nos tempos mais próximos poderá haver movimentos de reestruturação do sector bancário que exijam a utilização de ferramentas do quadro da reestruturação e da resolução bancária e que, por outro lado, possam igualmente implicar uma discussão intensa com as autoridades europeias da concorrência (que cabe em primeira linha ao Governo). Em qualquer caso, haverá que lidar com a execução dos processos de resolução já em curso, incluindo a litigância e os processos de valorização e alienação de ativos;

- Existe uma necessidade prioritária de assegurar o crescimento da poupança em Portugal e a sua aplicação em investimento doméstico. Importa fazer crescer o financiamento das empresas através do mercado de capitais e criar condições para que os organismos de investimento coletivo em Portugal canalizem os seus recursos para o país. Nesta matéria é central a posição do regulador do mercado de capitais e da supervisão comportamental: é necessário que o primeiro seja sensível às necessidades das empresas, mas que a segunda compatibilize esse aspeto com a função de proteção dos investidores.

Por outro lado, atende-se à própria situação dos supervisores nacionais:

- O BdP tem estatuto constitucional enquanto banco central nacional<sup>36</sup>;
- Os supervisores existentes têm recursos familiarizados com a situação do setor por que são diretamente responsáveis, num momento do mercado que está longe de ser fácil;
- O exercício das funções de autoridade nacional de resolução exige uma grande articulação com o Governo no desenho, na aplicação e na execução das medidas de

---

D.L. n.º 228/2000, de 23 de setembro, com a redação que lhe foi dada pelo D.L. n.º 143/2013, de 18 de outubro.

<sup>36</sup> Vd. Artigo 102.º da CRP, que determina: “O Banco de Portugal é o banco central nacional e exerce as suas funções nos termos da lei e das normas internacionais a que o Estado português se vincule.”.



resolução, seja pela necessidade de mobilizar fundos públicos, seja pela circunstância de caber ao Governo o contacto com as autoridades europeias de concorrência;

- Existe manifesta insuficiência de coordenação na atuação dos supervisores setoriais nas áreas de supervisão comportamental e da prevenção e gestão do risco sistémico.

Neste cenário, o **desenho do modelo base que se propõe assenta em três vertentes:**

(i) Manutenção dos três supervisores existentes, com os necessários ajustamentos na respetiva repartição de funções;

(ii) Atribuição das funções de autoridade nacional de resolução a uma entidade distinta do BdP;

(iii) Atribuição de funções de coordenação de regulação e troca de informações de supervisão micro prudencial e da função de autoridade macroprudencial a uma nova entidade, a criar em substituição do CNSF.

**a) A manutenção dos três supervisores setoriais** corresponde à constatação de que uma reforma radical não é indispensável nesta fase, tendo em conta: (i) o quadro e a experiência internacionais; (ii) os custos de transição que uma reforma mais profunda teria (em termos de eficácia e de eficiência dos reguladores durante a transição) num período em que o sistema financeiro precisa de uma supervisão totalmente focada; (iii) que a atual arquitetura europeia dos mecanismos de supervisão (com influência decisiva do modelo nacional) não impõe essa reforma e é compatível com a manutenção de um modelo tripartido.

A manutenção da existência e autonomia dos três reguladores setoriais não afasta, contudo, a necessidade de uma importante reforma do respetivo quadro de funcionamento, no que diz respeito:

- (i) às respetivas funções (acrescentando-se ou retirando-se determinadas competências do âmbito da intervenção de cada supervisor);
- (ii) à sua governação, no que respeita ao mecanismo de nomeação dos seus dirigentes e à estrutura de governo interno;



- (iii) à sua organização interna e consequentes eficiência, eficácia e autonomia das diferentes áreas de atuação;
- (iv) à coordenação da respetiva atividade com as demais entidades, que deve ser mais eficaz e caber à nova entidade que se propõe.

Vejamos então os aspetos concretos do modelo proposto.

**b)** No que diz respeito à **supervisão comportamental**, duas alternativas são consideradas. Num **cenário base** e numa lógica de alteração minimalista do modelo atual, manter-se-ia a supervisão comportamental relativa a produtos estritamente bancários na esfera do BdP, com uma delimitação semelhante à proposta de transposição da DMIF II. Haveria que assegurar uma fórmula de governação no BdP, que garantisse a efetiva autonomia das áreas de supervisão prudencial e comportamental, com responsáveis distintos e exclusivos no Conselho de Administração do Banco, sem prejuízo das competências colegiais deste órgão e, naturalmente, do seu responsável executivo máximo, o Governador. Nesta formulação do modelo, a manutenção da atual repartição de competências entre supervisores poderia levar a manter as atuais competências da CMVM em matéria de supervisão prudencial dos fundos de investimento. Esta configuração, coloca naturalmente maior exigência na coordenação das entidades envolvidas pela nova entidade que se propõe em (d) *infra*.

Num **cenário alternativo**, correspondente a uma lógica de possível evolução para um modelo dualista, esta vertente da supervisão passaria a ser exercida, de forma integrada, por **uma única autoridade de supervisão comportamental com competências transversais sobre os três sectores financeiros**, agregando nela as competências em matéria de supervisão dos deveres de conduta e de natureza comportamental atualmente atribuídas ao BdP e à CMVM. Esta autoridade teria ainda responsabilidades de supervisão dos deveres de conduta e de informação aos investidores em produtos de natureza financeira emitidos e/ou comercializados por entidades sujeitas à supervisão da ASF.

Na prática, tratar-se-ia de agregar as funções de supervisão comportamental hoje atribuídas à CMVM e as funções atualmente exercidas pelo Departamento de



Supervisão Comportamental do BdP, bem como definir com precisão os produtos da área seguradora cuja supervisão caberia à autoridade de supervisão comportamental. Com a transposição da DMIF II, o Regulamento PRIIP e a nova Diretiva da Mediação, esta delimitação ficará já bastante mais clara, podendo a reforma da supervisão antecipar a entrada em vigor dos aspetos pertinentes de cada diploma. Em qualquer caso, no modelo proposto, eventuais dúvidas que subsistam podem sempre ser dirimidas pela nova entidade de coordenação, que deverá assegurar a ausência de sobreposições e de “zonas cinzentas” de competências.

Mesmo neste cenário, a autoridade de supervisão comportamental poderia ainda manter, à semelhança do que acontece em França (AMF) e no Reino Unido (FCA), alguns poderes de supervisão prudencial em áreas muito específicas, como sucede atualmente com a CMVM no que respeita às sociedades gestoras de mercados, aos consultores de investimento, e às sociedades e fundos de capital de risco. Já no que respeita aos fundos de investimento (atualmente sob a alçada da CMVM), a supervisão prudencial seria, na lógica da especialização deste modelo, atribuída ao BdP.

**c) As funções de supervisão prudencial do sector bancário são mantidas no BdP,** podendo conceber-se (i) a criação no seio do BdP de uma autoridade de supervisão microprudencial, com órgãos de governo próprios ou (ii) soluções de governação interna que garantam a autonomia desta área de competência do supervisor bancário. Esta autonomização justifica-se, sobretudo, no caso de se manter a supervisão comportamental de produtos bancários no BdP (ver (b) *supra*), também ela autonomizada. Uma vez mais, a proposta autonomia funcional não afasta a responsabilidade do órgão de administração executiva do BdP (*maxime* do Governador). Aliás, tal responsabilidade é essencial para que seja possível combinar a autonomia funcional das duas áreas de supervisão (prudencial e comportamental) com a visão integrada das entidades supervisionadas e, por conseguinte, a coordenação da atuação global do BdP enquanto supervisor bancário.



**d) As funções de coordenação e troca de informações entre os supervisores setoriais, bem como de autoridade macroprudencial são, no modelo proposto, atribuídas a uma nova entidade, dotada de personalidade jurídica, estatuto de independência e autonomia administrativa e financeira – o Conselho de Supervisão e Estabilidade Financeira (CSEF) - que substitui o CNSF.**

As funções do CSEF, enquanto **entidade de coordenação da atuação das autoridades setoriais de supervisão do sector financeiro** deveriam, assim, incluir as seguintes:

- (i) desenvolvimento e gestão de um sistema integrado e regulado de troca de informação e de coordenação regulatória e de supervisão;
- (ii) acompanhamento da supervisão de grupos financeiros;
- (iii) elaboração de planos de ações de supervisão presencial conjunta e apreciação dos respetivos relatórios;
- (iv) coordenação da atuação dos supervisores na prevenção do branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo;
- (v) emissão de pareceres, entendimentos e recomendações concretas no âmbito das respetivas competências;
- (vi) formulação de propostas de regulamentação em matérias conexas com a esfera de atuação de mais de uma das autoridades;
- (vii) coordenação das ações comuns de formação financeira;
- (viii) coordenação da atuação conjunta dos supervisores junto de entidades nacionais, entidades estrangeiras ou organizações internacionais.

À semelhança do que acontece, por exemplo, com a FCA no Reino Unido, ao CSEF poderiam ainda ser atribuídos determinados poderes específicos em matéria de práticas de concorrência no sector financeiro, em articulação com a Autoridade da



Concorrência. Assim, as atribuições do CSEF poderiam incluir a detecção e avaliação de práticas anti-concorrenciais nos mercados financeiros e, em consequência:

- (i) Emitir recomendações dirigidas ao(s) intermediário(s) financeiro(s), dando conhecimento à Autoridade da Concorrência;
- (ii) Emitir um alerta dirigido aos consumidores de serviços financeiros;
- (iii) Fazer uma comunicação informada à Autoridade da Concorrência para o devido procedimento por parte desta Autoridade.

As atribuições propostas para o CSEF em matéria de supervisão microprudencial, replicam largamente as funções previstas para o atual CNSF. A diferença substancial está no carácter institucionalizado e regulado da coordenação de atuação e de troca de informações entre os supervisores setoriais, bem como na natureza neutral dessa coordenação relativamente a esses mesmos supervisores.

No que diz respeito à **regulação macroprudencial**, a solução proposta corresponde essencialmente à atribuição ao CSEF da qualidade de autoridade macroprudencial, por oposição ao papel meramente consultivo hoje desempenhado pelo CNSF. Tal solução respeita integralmente os requisitos estabelecidos para o desempenho da função macroprudencial, designadamente de independência, abrangência setorial e coordenação, quer com os supervisores microprudenciais e comportamentais, quer com a autoridade monetária. E, como se verá mais adiante (subcapítulo III.4), não deixa de ter em conta o papel essencial que o banco central deve ter em matéria de estabilidade financeira, seja na definição dos instrumentos a utilizar, seja na sua aplicação.

Na qualidade de autoridade macroprudencial, caberia ao CSEF a decisão ou a emissão de recomendações, designadamente sobre:

- (i) A definição da política macroprudencial, incluindo a identificação, o acompanhamento e a avaliação dos riscos sistémicos, bem como medidas de prevenção, mitigação ou redução desses riscos, com vista a reforçar a estabilidade do setor financeiro, acompanhando a respetiva execução;



- (ii) A prossecução a nível nacional de políticas macroprudenciais na sequência das recomendações ou dos alertas do Comité Europeu do Risco Sistémico;
- (iii) A Identificação das instituições de importância sistémica global (G-SII) e das outras instituições de importância sistémica (O-SII);
- (iv) A emissão de alertas, pareceres, entendimentos e recomendações concretas no âmbito das respetivas competências;
- (v) A resposta aos alertas e recomendações emitidos pelo Comité Europeu do Risco Sistémico.

Caberia ainda ao CSEF a participação no quadro da União Europeia de prevenção e mitigação de riscos para a estabilidade financeira – particularmente no Conselho Europeu de Risco Sistémico - bem como em outras instâncias que prossigam a mesma finalidade.

Em termos de **estrutura e financiamento** da atividade, o CSEF seria dotado de recursos próprios, incluindo meios humanos, técnicos e materiais, e teria o financiamento assegurado por contribuições dos três supervisores, estabelecidas em proporção do orçamento de cada supervisor imputável a atividades de supervisão (conforme explicitado *infra*). O CSEF disporia de quadro de pessoal próprio, de dimensão limitada, podendo os restantes colaboradores ser requisitados a entidades públicas ou privadas, com devida salvaguarda de conflitos de interesse. A efetiva prossecução das respetivas competências exige, além disso, que o CSEF seja dotado de um estatuto de independência equivalente ao dos atuais supervisores setoriais.

O CSEF deveria ter um órgão de administração com um presidente cujo modo de designação seja idêntico ao previsto para o Governador do BdP.

No modelo proposto, o Conselho de Administração integraria, **além do presidente, representantes dos supervisores setoriais e dois administradores executivos em regime de exclusividade**. Os administradores executivos seriam nomeados pelo Governo, nos mesmos moldes que mais adiante são propostos para a designação dos administradores dos supervisores setoriais. Poderá ainda ponderar-se a participação de personalidades com funções não executivas – sobretudo na vertente da política macroprudencial – havendo todavia que encontrar a forma adequada de o concretizar,



tendo em conta o papel do CSEF em matérias de supervisão e resolução de instituições.

No que respeita ao **enquadramento remuneratório dos membros do órgão de administração**, os membros que o integrariam por inerência das funções que desempenham junto das autoridades de supervisão, não aufeririam qualquer remuneração. A remuneração do Presidente e dos administradores executivos seria fixada por Comissão de Vencimentos. Os não executivos, se aplicável, aufeririam uma remuneração com o limite em função da remuneração atribuída ao Presidente.

**e) As funções de autoridade nacional de resolução seriam**, no modelo proposto, **atribuídas a uma entidade autónoma e distinta do supervisor prudencial bancário**. Como referido, a regra da DRRB é a de que estas funções não devem ser confiadas ao supervisor prudencial (no quadro comunitário, a direção do SSM e do SRM correspondem a duas entidades distintas e autónomas) e que, quando o sejam, devem ser adotadas *“medidas estruturais adequadas”* para assegurar a independência funcional e a prevenção dos conflitos de interesse. Não é evidente que a atual legislação nacional assegure plenamente essas medidas.

Entende-se, por isso, que as funções que no quadro da DRRB são cometidas às autoridades nacionais de resolução devem ser confiadas a uma entidade autónoma, à semelhança do que ocorre, por exemplo, no caso de Espanha. Nesse sentido, recomenda-se que as funções da autoridade nacional de resolução previstas na DRRB sejam confiadas à nova entidade (CSEF) a quem, nessa qualidade e em articulação com o Banco de Portugal e outras autoridades, deveriam caber as decisões relativas a:

- (i) avaliação dos planos de recuperação e emissão de eventuais recomendações;
- (ii) avaliação da resolubilidade das instituições;
- (iii) elaboração e atualização de planos de resolução;
- (iv) avaliação do preenchimento das condições para aplicação de uma medida de resolução;
- (v) aplicação de medidas de resolução;



- (vi) designação de administradores especiais, no âmbito de uma medida de resolução;
- (vii) realização de avaliações às instituições objeto de resolução;
- (viii) utilização dos mecanismos de financiamento da resolução;
- (ix) gestão do Fundo de Resolução nacional (a parte remanescente, associada aos custos dos processos de resolução passados) e a gestão do compartimento nacional do fundo único de resolução associada ao SRM, incluindo a fixação das contribuições das instituições participantes para o fundo.

Em termos práticos, as funções de autoridade nacional de resolução caberiam, no modelo proposto, a um departamento autónomo do CSEF, dirigido por um dos seus administradores executivos, sem prejuízo das competências e responsabilidades do Conselho de Administração do CSEF pelas decisões que não caibam num conceito de gestão corrente.

Ao CSEF seriam, adicionalmente, atribuídas competências – dentro do permitido pela legislação comunitária – em matérias de reestruturação e recapitalização de instituições de crédito, sempre que esteja em causa o recurso a fundos ou instrumentos públicos.

Note-se que a designação do CSEF como autoridade nacional de resolução não se traduziria, de modo algum, no afastamento da responsabilidade do supervisor prudencial (BdP), sobretudo nas fases anteriores à aplicação de uma medida de resolução, designadamente no acompanhamento e recuperação das instituições sujeitas à sua supervisão, incluindo a avaliação da sua eventual inviabilidade. Caber-lhe-ia, designadamente, a avaliação do risco sistémico representado por uma instituição de crédito, a aprovação dos planos de recuperação e a sua comunicação à autoridade de resolução, bem como a adoção de quaisquer medidas corretivas anteriores à aplicação de uma medida de resolução. O que implicará uma estreita articulação entre o CSEF e o BdP quer na fase pré resolução, quer na de aplicação concreta de uma medida de resolução, com vista a assegurar a consistência de atuação e a não duplicação dos meios utilizados. A solução proposta é totalmente consistente



com as disposições da DRRB nesta matéria (*vide* em particular artigos 27º/1, 27º/2 e 6º/4 da DRRB).

f) O modelo assim concebido constituiria o **Sistema Nacional de Supervisão Financeira**. Junto do CSEF existiria, ainda, o **Conselho Superior de Política Financeira (CSPF)**, assegurando a articulação entre todas as entidades que têm responsabilidade pela estabilidade financeira e entre a regulação financeira e a política económica e financeira desenvolvida pelos órgãos democraticamente legitimados. O CSPF seria presidido pelo Ministro das Finanças, integrando o Governador do BdP, um Vice-Governador do BdP, o Secretário de Estado da área das Finanças com a responsabilidade do sistema financeiro e o Presidente e o Vice-Presidente do CSEF, podendo ainda estar representados diretamente os supervisores setoriais ASF e CMVM. Este Conselho – cujo secretariado administrativo e técnico seria assegurado pelo CSEF - reuniria regularmente (com periodicidade definida no respetivo estatuto) competindo-lhe pronunciar-se sobre as matérias que fossem submetidas pela administração do CSEF e sobre propostas apresentadas pelo Ministro das Finanças ou pelo Governador do Banco de Portugal, podendo o primeiro convocar reuniões extraordinárias do CSPF em qualquer momento. A moldura normativa do novo modelo de supervisão deve estabelecer um conjunto de matérias submetidas obrigatoriamente ao CSPF, designadamente (mas sem limitar) as seguintes:

- (i) Adoção de medidas de natureza macroprudencial com impacto relevante em termos de política económica e financeira ou sobre as condições de exploração das entidades do sistema financeiro;
- (ii) Processos de reestruturação de instituições relevantes no sistema financeiro;
- (iii) Medidas com impacto efetivo ou potencial sobre as finanças públicas;
- (iv) Adoção de medidas de resolução;
- (v) Medidas de suspensão generalizada da negociação em mercados de instrumentos financeiros.



As deliberações e recomendações do CSPF deverão ser tidas em conta pelo CSEF e pelos supervisores setoriais, na medida em que tal não ponha em causa os respetivos estatutos de independência, com as seguintes salvaguardas:

- a) As deliberações relativas a matérias com impacto efetivo ou potencial sobre as finanças públicas não deverão poder ser tomadas com a oposição dos membros do Governo da área das Finanças;
- b) O CSPF não deverá igualmente poder deliberar com a oposição dos representantes do Banco de Portugal em matérias que digam respeito à sua qualidade de membro do Sistema Europeu de Bancos Centrais.

Em duas reuniões por ano, o CSPF reuniria com uma composição alargada às instituições representativas dos principais “*stakeholders*”, designadamente:

- Comissão de Orçamento, Finanças e Modernização Administrativa (COFMA) da Assembleia da República;
- Ministério da Economia;
- Conselho Económico e Social;
- Associação Portuguesa de Bancos (APB);
- Associação Portuguesa de Seguradores (APS);
- Associação Portuguesa de Fundos de Investimento e de Pensões (APFIP);
- Associação Portuguesa de Capital de Risco (APCRI);
- Associação Portuguesa de Corretores (APC);
- Ordem dos Revisores Oficiais de Contas (OROC);
- Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG);
- AEM – Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado;
- Entidades gestoras de mercados regulamentados ou de sistemas de negociação multilateral situados ou a operar em Portugal;



## Grupo de Trabalho para a Reforma do Sistema de Supervisão Financeira

- Entidades gestoras de sistemas de compensação, de liquidação ou de sistemas centralizados de valores mobiliários ou que atuem como contraparte central, situados ou a operar em Portugal
- Personalidades convidadas, de reconhecido mérito em matérias financeiras.

Com a criação do CSPF, seriam extintos o Conselho Nacional de Estabilidade Financeira e o Conselho Nacional do Mercado de Valores Mobiliários.

### **III.3. A governação das autoridades de supervisão no novo modelo**

A reforma que se propõe deveria incluir, ainda, uma **alteração importante da governação das entidades que integram o modelo de supervisão nacional**, contemplando (pelo menos) os seguintes aspetos:

- a) Processo de seleção e de nomeação dos presidentes e membros das administrações e órgãos de fiscalização;
- b) Composição dos órgãos de administração e de fiscalização;
- c) Organização interna e processos de decisão;



- d) Recurso extrajudicial das decisões; e
- e) Relação com as autoridades europeias.

O **processo de seleção e nomeação** dos dirigentes executivos das entidades que integram o novo modelo deve ser uniforme e desejavelmente incluir a abertura de procedimentos públicos de que resulte uma pré-seleção de candidatos a partir da qual o Governo proceda à nomeação, sujeita a confirmação pela Assembleia da República, após audição na COFMA.

Este processo de nomeação abrangeria os presidentes e administradores das entidades de supervisão e de resolução (incluindo os Vice-Governadores e administradores do BdP).

Nos casos do Governador do BdP e do Presidente do CSEF, a nomeação caberia ao Presidente da República, sob proposta do Governo e após audição na Assembleia da República (com poder de oposição).

Quanto à **composição dos órgãos de administração e fiscalização da ASF e da CMVM** propõe-se a adoção de uma estrutura dualista, com um Conselho Geral (não executivo) e um Conselho de Administração Executivo. O Conselho Geral seria constituído (indicativamente) por sete personalidades nomeadas pelo Governo, sendo uma o Presidente, e três membros de uma Comissão de Auditoria.

Seriam extintos os atuais Conselhos Consultivos daquelas entidades, devendo cada uma delas instituir grupos de “*stakeholders*”, escolhidos pelo respetivo Conselho Geral em processos abertos de candidatura, que reuniriam regularmente com o Conselho Geral e o Conselho de Administração Executivo. Tais reuniões seriam presididas pelo respetivo Presidente do Conselho Geral.

A **organização interna e os processos de decisão** das distintas entidades devem respeitar as regras gerais de boa governação na separação entre funções executivas e não executivas, assegurar as necessárias segregações de funções e incluir uma comissão de Ética e Boas Práticas – que aprecie designadamente questões relacionadas com potenciais conflitos de interesses e comportamentos inadequados de colaboradores no exercício das suas funções – bem como uma comissão de Nomeações e Avaliações.



Em particular no que respeita ao Conselho Geral, o conjunto de atribuições deve incluir (entre outras) as seguintes funções:

- Aprovar os Planos de Atividades (anuais e plurianuais) e os Orçamentos anuais;
- Aprovar as contas anuais e respetivos relatórios, sob parecer e proposta da Comissão de Auditoria;
- Aprovar a afetação dos resultados, com respeito pelo disposto nos estatutos de cada autoridade;
- Aprovar as taxas de supervisão a pagar pelos supervisionados;
- Aprovar a aquisição ou alienação de bens;
- Pronunciar-se sobre as questões de orientação da atividade, podendo emitir recomendações;
- Receber e tratar as reclamações relativas à atuação de departamentos ou colaboradores da respetiva autoridade;
- Auditar os procedimentos internos da autoridade.

Deste modo, deixariam de ser necessárias as autorizações do Ministro das Finanças atualmente previstas para vários dos pontos referidos, agilizando a gestão e reforçando a independência das autoridades. Haverá, naturalmente, que contemplar as especificidades de cada um dos casos. No caso da **ASF**, será necessário que se verifique uma adequada separação das áreas de supervisão prudencial e comportamental nos mesmos termos já referidos para o BdP (no mínimo com responsáveis exclusivos no Conselho de Administração Executivo e áreas funcionalmente segregadas). No caso da CMVM, haverá que continuar a assegurar, nos termos da lei, a autonomia do Departamento de Supervisão de Auditoria, em que o Administrador com o respetivo pelouro não pode acumular com a tutela de qualquer outra área de supervisão.

No caso do **Banco de Portugal**, propõe-se uma estrutura de governação com um Conselho de Administração que integrasse membros executivos (desde logo o



Governador, os Vice-Governadores e Administradores), bem como administradores não executivos dos quais três constituiriam a Comissão de Auditoria. Para além desta Comissão, deveriam existir as comissões de Ética e Boas Práticas e de Nomeações e Avaliações, tal como sugerido para os restantes supervisores. Será necessário estabelecer as matérias que cabem exclusivamente ao Conselho de Administração e que deverão incluir a aprovação de:

- (i) Objetivos e orientações para a actividade do Banco;
- (ii) Orçamento e respetivas alterações e contas de exploração;
- (iii) Propostas de afetação de resultados;
- (iv) Despesas de investimento de montante superior a um limite determinado;
- (v) Política e mecanismos de avaliação e monitorização de riscos;
- (vi) Alterações significativas na organização interna do Banco.

O desempenho das funções estatutárias do BdP deveria ser inteiramente delegado nos membros executivos (Governador, Vice-Governadores e Administradores Executivos).

No caso de ser mantida no BdP a supervisão comportamental bancária será necessário garantir a autonomia das duas áreas de supervisão (comportamental e prudencial), contemplando, pelo menos, um responsável próprio no Conselho de Administração para cada uma das vertentes de supervisão e soluções de governação interna que assegurem a respetiva autonomia. Numa versão mais avançada, replicando aliás algumas experiências externas, poderia conceber-se a formalização de duas entidades autónomas (no seio do BdP), que assegurassem a condução corrente de cada uma das áreas de supervisão.

No que diz respeito à possível existência de um **mecanismo de recurso extrajudicial** das decisões das autoridades de supervisão, ele inspira-se no que foi criado para as Agências Europeias com a criação da figura do “*Board of Appeal*”. Esta instância não excluiria a hipótese do recurso judicial alternativo ou subsequente, mas poderia permitir dirimir alguns casos – em nosso entender apenas no domínio das decisões administrativas fora do âmbito das contraordenações – de forma expedita e com custos reduzidos. Poderia, neste âmbito, considerar-se a criação de uma Câmara de



Recurso, ligada ao CSEF mas com autonomia relativamente a este, composta por personalidades de reconhecido mérito e com experiência na área financeira, cuja função seria apreciar e decidir recursos relativamente a decisões administrativas de natureza não contraordenacional das autoridades, sendo as suas decisões, por sua vez, suscetíveis de recurso para os tribunais judiciais por parte das entidades recorrentes.

Finalmente, o modelo proposto implica a **reafetação de algumas das participações nacionais nas instâncias de supervisão europeias**. A modificação principal incidiria na relação com o CERS, no qual passaria a estar representado o CSEF. Mantendo-se, nos termos do atual modelo institucional do CERS, a representação votante a cargo do Governador do BdP, as autoridades de supervisão seriam representadas por um só elemento (ou seja, o Presidente do CSEF), eliminando a atual dispersão por três entidades e até os problemas logístico-formais de participação nas reuniões do CERS. O CSEF – através de departamento autónomo, enquanto responsável pela autoridade de resolução e, na medida do possível, pela reestruturação bancária - passaria também a ser o interlocutor do SRM e da Comissão Europeia (DGCOMP) para fins dos processos de reestruturação e resolução. No que respeita ao SSM, à ESMA, à EBA e à EIOPA, não se antecipa necessidade de qualquer alteração ao modelo de participação atual imposta pelo modelo de reforma proposto.

#### **III.4. A configuração concreta do Conselho de Supervisão e Estabilidade Financeira**

No modelo proposto, o CSEF - Conselho de Supervisão e Estabilidade Financeira seria uma pessoa coletiva de direito público, com a natureza de entidade administrativa independente, dotada de autonomia administrativa financeira e património próprio.<sup>37</sup>

Como referido, o seu financiamento deveria ser assegurado por contribuições dos supervisores setoriais estabelecidas com base em orçamento estabelecido em

---

<sup>37</sup> Em paralelo com o verificado, por exemplo, relativamente ao Conselho de Finanças Públicas.



proporção do orçamento de cada supervisor imputável a atividades de supervisão. Deve procurar-se que esta fórmula não implique acréscimos significativos dos custos suportados pelas entidades supervisionadas, o que poderia conseguir-se através de um processo de análise da respetiva eficiência de custos e da eliminação de quaisquer redundâncias de funções entre as entidades participantes no sistema de supervisão financeira. Um aspeto particular a considerar seria a revisão das atuais contribuições da CMVM e da ASF para a Autoridade da Concorrência, que pesam significativamente nos respetivos orçamentos e justificam, em nosso entender, uma solução de maior proporcionalidade. Finalmente, não pode deixar de se ter em conta a dimensão limitada, em termos de recursos humanos adicionais, que deveria ter o CSEF.

Os órgãos do CSEF seriam o Conselho de Administração, o Conselho Executivo e o Órgão de Fiscalização.

O Conselho de Administração teria, indicativamente, a seguinte composição:

- (a) Presidente, em regime de exclusividade;
- (b) Vice-Governador do Banco de Portugal com o pelouro da Supervisão Microprudencial;
- (c) Vice-Governador (ou Administrador) do Banco de Portugal, com o pelouro da Supervisão Comportamental ou da Estabilidade Financeira, consoante as matérias tratadas;
- (d) Presidente da ASF;
- (e) Vice-Presidente ou Administrador da ASF com o pelouro da Supervisão Comportamental;
- (f) Presidente da CMVM;
- (g) Vice-Presidente da CMVM;
- (h) Dois Administradores Executivos, em regime de exclusividade.

Como referido, poderá ainda ponderar-se a participação de personalidades com funções não executivas, desde que salvaguardados os riscos de conflitos de interesses, tendo em conta designadamente o papel do CSEF em matérias de supervisão e resolução de instituições. Uma via possível seria a da adoção de uma estrutura de governo dualista, semelhante à proposta para os supervisores setoriais com estatuto



de entidades administrativas independentes (ASF e CMVM) ou à referida para o Banco de Portugal, assegurando a participação das personalidades com estatuto não executivo apenas em decisões que não envolvam informação reservada aos supervisores. Em alternativa (ou cumulativamente), poderá considerar-se a inclusão de tais personalidades como membros do Comité de Política Macroprudencial referido *infra*.

A Vice-Presidência do CSEF seria assegurada por um dos representantes dos três supervisores setoriais (Vice-Governador do BdP ou Presidentes da ASF e da CMVM), em regime de rotação anual. A gestão corrente do CSEF seria assegurada por um Conselho Executivo, integrando o Presidente e os dois Administradores Executivos, dos quais um teria em exclusivo o pelouro da autoridade de resolução (sem prejuízo da participação plena no órgão executivo colegial). Entre as matérias sujeitas a aprovação obrigatória do Conselho de Administração, a definir por lei, incluir-se-iam, pelo menos, as seguintes:

- (i) aprovação de recomendações aos supervisores;
- (ii) aprovação de medidas macroprudenciais;
- (iii) aplicação de medidas de resolução;
- (iv) aprovação de propostas de legislação ou regulamentação;
- (v) aprovação de pareceres ou entendimentos;
- (vi) aprovação dos orçamentos, contas, planos de atividade e relatórios de atividade; e
- (vii) aprovação da estratégia de política macroprudencial e dos relatórios de estabilidade financeira.

A composição proposta para o órgão de Administração do Conselho de Supervisão e Estabilidade Financeira traduz uma maioria qualificada por parte dos representantes dos supervisores setoriais, garantindo o seu papel determinante sobre as decisões tomadas. Ao mesmo tempo, a componente executiva, neutral face aos mesmos supervisores assegura a não existência de situações de bloqueio de decisão, por exemplo em caso de divergência entre dois supervisores e abstenção do terceiro.



O Órgão de Fiscalização do CSEF seria constituído por três membros, incluindo um revisor oficial de contas, e teria funções de auditoria interna e financeira, sendo também o órgão de fiscalização do Fundo de Resolução.

Como referido, prevê-se que o CSEF tenha um conjunto limitado de colaboradores técnicos e administrativos pertencentes ao respetivo quadro, complementado por elementos em regime de comissão de serviço provenientes de entidades públicas ou privadas. Este aspeto é muito relevante para assegurar a flexibilidade de gestão dos recursos humanos, evitando designadamente a criação de capacidade excedentária em matérias que podem implicar necessidades de recursos significativos de forma não recorrente (caso da resolução). Para estes casos – e outros eventualmente similares – deveria estabelecer-se um mecanismo expedito de requisição de recursos técnicos, designadamente junto dos supervisores setoriais.

No modelo proposto, o CSEF seria a entidade com funções de coordenação da atuação e intercâmbio institucionalizado de informações entre as autoridades de supervisão do sistema financeiro, conforme já estabelecido no ponto III.2 *supra*. De modo a tornar consequente o exercício dessas funções de coordenação, o CSEF teria competência para, no quadro das normas aplicáveis, solicitar informações e emitir pareceres e recomendações, cujo não acatamento implicaria a necessária justificação por parte da autoridade de supervisão visada, designadamente demonstrando atingir os mesmos objetivos por uma via diferente da recomendada. Neste âmbito, o BdP fornece ao BCE todas as informações necessárias para que este exerça as atribuições que lhe são conferidas como entidade de supervisão prudencial.

Mantendo-se a supervisão comportamental repartida, deveria existir um Comité de Supervisão Comportamental que assegurasse a articulação dos três supervisores na regulação dos instrumentos e produtos financeiros complexos distribuídos através das instituições supervisionadas. Este Comité deveria integrar o Presidente da CMVM, o Vice-Governador (ou Administrador) do BdP e o Administrador da ASF responsáveis pela Supervisão Comportamental, um Administrador Executivo do CSEF e ainda os responsáveis diretivos máximos pela Supervisão Comportamental em cada supervisor. A Presidência do Comité seria assegurada pelo Presidente da CMVM e o secretariado técnico pelo CSEF.



Por outro lado, o CSEF seria designado como autoridade macroprudencial nacional, correspondendo ao objetivo de envolvimento de todos os supervisores na definição da política macroprudencial e de considerar o papel crescente que o financiamento de origem não bancária deve ter (objetivo expresso da “*Capital Markets Union*”). Haverá, naturalmente que ter em conta o papel primordial que o Banco de Portugal deve ter neste domínio, quer por força das capacidades analíticas no domínio da estabilidade financeira relacionadas com a sua função de autoridade monetária, quer devido ao conhecimento detalhado das instituições bancárias que lhe advém do exercício da supervisão microprudencial e da consequente detenção de instrumentos essenciais no domínio da estabilidade financeira, designadamente estabelecidos na CRD IV/CRR. No entanto, esta legislação prevê também instrumentos que têm natureza estritamente macroprudencial, para além de alguns poderem ser utilizados quer na vertente micro quer na macroprudencial e da possibilidade de adoção de outros instrumentos de política macroprudencial não harmonizados a nível europeu.

Por outro lado, os riscos sistémicos podem ser originados em instituições financeiras não bancárias ou através da interconexão entre estas e os bancos e resultar de questões prudenciais, comportamentais ou da interação entre ambas (vejam-se como exemplos típicos os casos BES, BPP e BPN). Aliás, a Recomendação do Conselho Europeu de Risco Sistémico ESRB/2013/1 contém já uma recomendação específica (E2) dirigida à Comissão Europeia para que, “no âmbito das próximas revisões da legislação da União, tenha em conta a necessidade de se estabelecer um conjunto coerente de instrumentos macroprudenciais para o sistema financeiro, incluindo todo o tipo de intermediários financeiros, mercados, produtos e infraestruturas de mercado”.<sup>38</sup> A mesma lógica preside ao estabelecido pelo FMI nas orientações sobre política macroprudencial dirigidas ao seu *staff*.<sup>39</sup> Aí se refere: “*Microprudential policy seeks to ensure the soundness of individual financial institutions. Macroprudential policies aim to contain systemic risks in the financial system as a whole, which microprudential*

---

<sup>38</sup> Veja-se também, na mesma Recomendação, o Apêndice 2 “Objetivos intermédios da política macroprudencial no domínio dos seguros”, onde se chama a atenção para aspetos cruciais da atividade das empresas seguradoras com maior potencial de originação e disseminação de riscos sistémicos e que, apesar de não terem sido especialmente sensíveis na presente crise financeira, não devem ser descurados.

<sup>39</sup> *Staff Guidance Note on Macroprudential Policy*, IMF, Novembro de 2014



*policies fail to adequately address. The tools used by each overlap substantially, creating the potential for conflicts between these objectives. Appropriate institutional arrangements and the strengthening of financial stability objectives in the mandates of supervisory agencies can help manage these tensions.” E, mais adiante: “**For macroprudential policy to be effective, it needs to look beyond banks. Macroprudential policy needs to be geared to contain systemic risk in the financial system as a whole. Since banks are often the key providers of credit to the economy, macroprudential policy will often seek to apply its policy levers to the banking system. However, as risks can migrate into the nonbank financial sector, including in response to regulatory constraints, macroprudential policy needs to consider risks that build up in firms or activities outside the banking system. While expanding the perimeter of macroprudential action is important, it can face legal and operational challenges, including the need for heightened cooperation among supervisory agencies.**”*

Por tudo o que foi referido se entende apropriada, no modelo proposto, a designação do CSEF como autoridade macroprudencial, proporcionando uma abordagem holística e a coordenação inerente à natureza deste Conselho. Essa coordenação é, neste domínio, particularmente exigente, na medida em que implica a utilização de instrumentos que podem ser utilizados pelos supervisores micro e/ou pela autoridade macroprudencial, para além da necessária coordenação com o CERS (responsável pela política macroprudencial a nível europeu) e com o BCE, que também detém competências nesta matéria (e é, através do SSM, supervisor microprudencial dos maiores bancos nacionais). Finalmente, as questões de estabilidade financeira não podem deixar de envolver o Ministério das Finanças, que deve dispor de informação e ser envolvido na discussão das medidas destinadas à preservação da estabilidade financeira, sem comprometer a independência do CSEF enquanto autoridade macroprudencial. Nesse sentido, entende-se que a solução proposta relativamente à existência, funções e modo de funcionamento do Conselho Superior de Política Financeira permite conciliar este objetivo com a necessária independência do CSEF.

O documento do FMI acima referido estabelece também princípios em matéria de organização institucional, sem determinar uma preferência por um modelo em particular. Antes do mais estabelece a necessidade de um mandato claro e de



capacidade de atuação relativamente à autoridade macroprudencial designada, bem como de cooperação efetiva na avaliação e mitigação de riscos. Estabelece igualmente que ***“It is desirable for the central bank to play an important role in macroprudential policy”***, recomendando em particular que, nos casos em que a autoridade macroprudencial assuma a forma de comité, seja assegurado ao banco central um papel forte através da prestação de análise independente.

O modelo que se propõe está integralmente alinhado com as orientações estabelecidas nos vários documentos já citados. Com efeito, o facto de o CSEF ser designado como autoridade macroprudencial nacional respeita o papel essencial que o BdP – na dupla qualidade de banco central e de supervisor prudencial – deve ter neste domínio e fortalece a participação coordenada dos supervisores financeiros. Note-se que, a aplicação dos instrumentos relativos à política macroprudencial permanece na competência dos supervisores do respetivo sector, que têm igualmente o poder de iniciativa relativamente às propostas das respetivas medidas. Sem diminuir a importância dos setores não bancários, haverá que reconhecer que a maioria das medidas e instrumentos de natureza macroprudencial dizem respeito ao setor bancário, garantindo desde logo o “papel primordial” do banco central no quadro da política macroprudencial, conforme recomendado pelo CERS e o “papel importante” recomendado pelo FMI.

Assim, o CSEF teria o poder de aprovação das medidas e instrumentos macroprudenciais a adotar sob proposta do Banco Central ou das autoridades setoriais de supervisão. No entanto, o CSEF teria também o poder de, por iniciativa própria, recomendar às autoridades setoriais de supervisão (BdP, CMVM e ASF) a adoção de medidas macroprudenciais, tendo aquelas autoridades um dever de *“act or explain”* ou seja, aplicando as medidas recomendadas ou justificando a sua não aplicação. Deve, ainda, ponderar-se a possibilidade de o CSEF, em circunstâncias excecionais devidamente justificadas, poder determinar a adoção dessas medidas, através de decisão por maioria qualificada dos seus membros. Deste modo se garante que a autoridade macroprudencial dispõe de controlo suficiente sobre a utilização dos



instrumentos necessários à realização dos seus objetivos.<sup>40</sup> A eventual não aprovação pelo CSEF de medidas macroprudenciais propostas pelo Banco Central ou pelos supervisores setoriais teria igualmente de ser devidamente fundamentada.

Permanecendo na competência dos supervisores setoriais a aplicação dos instrumentos relativos à política macroprudencial, fica igualmente com eles o poder sancionatório em caso de incumprimento pelos destinatários das medidas. Deste modo se garante também a não duplicação de estruturas entre o CSEF, o Banco Central e os supervisores setoriais.

Com vista à adequada preparação das decisões do CSEF enquanto autoridade macroprudencial, propõe-se que, no seu seio, exista um Comité de Política Macroprudencial, responsável por apreciar e propor ao Conselho de Administração a adoção de medidas do foro da supervisão macroprudencial, bem como os documentos de política macroprudencial e os relatórios de estabilidade financeira. Este Comité seria presidido pelo representante do Banco de Portugal na Administração do CSEF com responsabilidade pela área de estabilidade financeira e integraria os Administradores da ASF e da CMVM responsáveis pela mesma área nas respetivas instituições, um Administrador Executivo do CSEF e até três personalidades de mérito reconhecido e formação adequada designadas pelo Ministro das Finanças. Seria apoiado por um secretariado técnico coordenado pelo CSEF e envolvendo os responsáveis diretivos da área respetiva do BdP, da ASF e da CMVM, podendo ainda incluir um representante do Ministério das Finanças.

O funcionamento detalhado, o modo de articulação com os supervisores setoriais, bem como o processo de tomada de decisão e de execução das deliberações em matéria de supervisão macroprudencial, requererá regulamentação específica, aliás necessária, independentemente da designação concreta da respetiva autoridade.

O CSEF seria também designado como a autoridade de resolução nacional. Esta função seria exercida através de departamento autónomo e com a atribuição do respetivo

---

<sup>40</sup> Conforme resulta das recomendações C3 e C4 da Recomendação ESRB/2011/3 do *European Systemic Risk Board* sobre o mandato macroprudencial das autoridades nacionais e recomendações B1 e B2 da Recomendação ESRB/2013/1 sobre a seleção de instrumentos macroprudenciais, estabelecendo que estes estejam sob controlo direto ou subordinados a poderes de recomendação da autoridade macroprudencial designada a nível nacional.



pelouro a um dos administradores executivos, a quem competiria também liderar a gestão do Fundo de Resolução. Este Fundo seria gerido por uma Comissão Diretiva, presidida por aquele Administrador do CSEF e incluiria um elemento indicado pelo BdP e outro indicado pela Direção Geral do Tesouro.

O CSEF disponibilizaria informação pública e apresentaria periodicamente ao Parlamento informação sobre a atividade desenvolvida – particularmente no domínio da regulação macroprudencial - com audição do seu Presidente duas vezes por ano perante a COFMA da Assembleia da República.

### ***III.5. O modelo institucional de Certificação e Registo de colaboradores***

Decorrendo das novas exigências da DMIF II (e da IMD para o caso dos seguros) relativamente à qualificação, certificação e responsabilização dos colaboradores de instituições financeiras e consultores de investimento, haverá que equacionar a forma institucional da sua aplicação prática.



Assim, os colaboradores de instituições financeiras que distribuem produtos financeiros e aconselham - formal ou informalmente – os clientes, deverão possuir conhecimentos técnicos adequados e estar sujeitos a normas de conduta estritas, sobretudo de natureza ética. Este é porventura um dos aspetos mais relevantes – senão mesmo o mais relevante - da proteção dos investidores e consumidores de serviços financeiros, mais eficaz do que a proliferação de informação de difícil assimilação pelos destinatários. Deverá também acompanhar, ou mesmo preceder, o necessário reforço da educação financeira dos clientes das instituições financeiras. Com efeito, está demonstrado, quer pela prática observada, quer pelos diversos inquéritos aos consumidores de serviços e produtos financeiros, o papel primordial da informação e do argumentário fornecidos pelos respetivos vendedores. Por esse facto, é preciso assegurar que estes têm os conhecimentos necessários e suficientes quer para esclarecer os clientes sobre os produtos e serviços que vendem, quer sobre o grau da sua adequação a cada cliente em particular. Assim, deverá existir um processo de certificação que distinga claramente os tipos de produtos e serviços que cada colaborador está autorizado a vender, para além da sua sujeição a normas de conduta gerais enformadas pelos mais exigentes princípios de ética. O mesmo processo deverá ser válido para os responsáveis pela supervisão desses colaboradores na respetiva instituição.

Esta questão não decorre apenas – nem sequer principalmente – das exigências da DMIF revista, sendo todavia tornada mais explícita e urgente. Aliás, vários países da UE aplicam já de forma bastante efetiva estes princípios e estabeleceram soluções institucionais de diversa natureza que os concretizam. Vejamos alguns casos mais notórios. A Suécia, a Finlândia e a Noruega têm soluções de natureza essencialmente autorregulatória, através de organismos ligados às associações do sector que procedem ao exame, licenciamento e registo de várias categorias de colaboradores das instituições financeiras, bem como à avaliação periódica da atualização dos conhecimentos. Já nos casos do Reino Unido e da Irlanda, os supervisores respetivos (FCA e CBI) definem os requisitos de qualificação para as diferentes funções, podendo os cursos de qualificação ser fornecidos pelas organizações que preencham os requisitos estabelecidos (no caso da Irlanda, o *Institute of Banking* tem um papel



proeminente). Os supervisores mantêm também listas das qualificações que são reconhecidas para cada nível, bem como um registo público dos consultores financeiros. O caso da Bélgica é algo semelhante, com a particularidade de que, na prática, só a *Felbefin Academy* – organização sem fins lucrativos que representa 263 instituições financeiras – assegura atualmente as certificações e respetivos exames aceites no mercado belga. Finalmente, no caso da Itália, a reforma realizada em 2009/2010 levou à criação de duas entidades fora dos supervisores (CONSOB e Banco de Itália) com a missão de decidir sobre o registo (e respetivo cancelamento) de colaboradores das instituições financeiras, fazer os testes de avaliação e mesmo aplicar sanções. Trata-se da APF (*Albo dei Promotori Finanziari*) - criada em 2009 e anteriormente inserida na CONSOB - e da OAM (*Organismo degli Agenti e dei Mediatori*) – criada em 2010 e assumindo funções antes atribuídas ao Banco de Itália. A APF é dedicada ao registo dos colaboradores que vendem instrumentos financeiros e a OAM ao dos agentes financeiros e intermediários de crédito. Sendo uma entidade pública, a APF é organizada e gerida por associações do sector (ABI, ANASF e ASSORETI) e é sujeita à supervisão da CONSOB (e a OAM à do Banco de Itália). A APF está legalmente obrigada a manter um registo dos consultores e estes têm de ser aprovados em exame para obter o registo (para além de aderir ao código de ética e cumprir com as regras ditadas pela CONSOB).

Estes são alguns exemplos de boas práticas que não precisaram das orientações da DMIF para dar ao processo de qualificação e certificação de colaboradores de instituições financeiras a importância que ele deve ter. A transposição da DMIF II constitui, todavia, uma oportunidade para a institucionalização de um sistema efetivo de qualificação, certificação e registo de colaboradores de instituições financeiras que tenham funções ligadas à comercialização de produtos financeiros de retalho. Tal sistema deverá garantir que só os colaboradores com qualificações profissionais e éticas adequadas poderão participar na comercialização de produtos financeiros. Deverá também assegurar uma uniformização de critérios de exigência entre os três supervisores (o BdP terá de as estabelecer por exemplo em relação à comercialização de depósitos estruturados, tal como a ASF relativamente a produtos da área



seguradora, na sequência da transposição da IDD). Além disso, deverá envolver as associações representativas das instituições dos diferentes sub-setores.

Tendo em vista a prossecução dos objetivos referidos, a solução que se propõe consiste na constituição de uma entidade público-privada, sem fins lucrativos, ligada funcionalmente ao CSEF e participada pela APB, pela APS, pela APFIPP e pela APC, com funções de: (i) acreditação das entidades que possam ministrar cursos de formação a colaboradores de instituições financeiras ligados à comercialização de produtos de retalho; (ii) avaliação e certificação desses colaboradores quer no momento inicial, quer através de requisitos de atualização periódica de conhecimentos; (iii) manutenção de um registo dos colaboradores certificados, podendo proceder à suspensão desse registo em casos de infrações graves, sob proposta dos supervisores setoriais (iv) promoção das ações de formação financeira dirigidas a clientes (particulares e PME) das instituições financeiras. Os requisitos mínimos dos cursos de formação para cada tipo de serviço seriam estabelecidos por normas regulamentares harmonizadas da CMVM, do BdP e da ASF, conforme aplicável.

Idealmente, este tipo de processos deveria ser harmonizado a nível da UE, já que tal propiciaria uma maior mobilidade dos colaboradores entre instituições (ou dentro da mesma instituição) domiciliadas em diferentes estados membros. Todavia, não se afigura que isso vá resultar deste processo de transposição da DMIF II, já que as “*guidelines*” respetivas aprovadas pela ESMA são bastante flexíveis e compatíveis com soluções muito diversas. A solução proposta permitiria pelo menos a harmonização a nível nacional e colocar-nos-ia a par das melhores práticas observadas no espaço europeu. E o reconhecimento transfronteiriço poderia ser conseguido através do recurso a instituições que propiciam qualificações reconhecidas internacionalmente, como são os casos do Chartered Institute for Securities & Investment (CISI) e da European Financial Planning Association (EFPA).

#### **IV. VANTAGENS E DESVANTAGENS DO MODELO PRECONIZADO**



O modelo apresentado assenta em larga medida no **reforço da coordenação e da governação das autoridades de supervisão**, bem como na **redefinição do respetivo âmbito de atuação**, sempre que isso se revele estritamente necessário. Neste último aspeto, a **proposta contempla uma versão minimalista, procedendo essencialmente à afetação das funções de autoridade de resolução e de autoridade macroprudencial a uma nova entidade (CSEF)**, a criar em substituição do CNSF, que teria primordialmente a missão de assegurar a coordenação entre as três entidades de supervisão setoriais existentes. Uma versão mais aprofundada corresponderia à integração das funções de supervisão comportamental hoje atribuídas à CMVM e ao BdP numa nova entidade, a criar a partir da atual CMVM. **Os objetivos de rapidez e de minimização de riscos – num período em que o sistema financeiro ainda atravessa mudanças profundas e procura a estabilização – podem aconselhar uma opção mais gradualista, correspondente ao modelo base proposto.**

A **vantagem encontrada neste modelo** é que, mesmo na sua versão minimalista (de execução mais simples e mais rápida), não afasta a possibilidade de evolução posterior para uma reforma mais profunda – incluindo a evolução para um modelo de supervisão dualista – após algum tempo de experiência com o modelo inicial e tendo em conta a própria evolução do quadro europeu que entretanto ocorra. Aliás, o maior grau de cooperação e coesão entre supervisores que este modelo pretende aportar permitiria que o próprio funcionamento concreto, a par da evolução do mercado e da envolvente externa, levasse a identificar as mudanças necessárias ao fim de alguns anos de experiência.

**As desvantagens deste modelo são ténues**, na medida em que não se tratando de uma alteração radical, são limitados os custos de transição, embora no cenário de unificação da supervisão comportamental haja que cuidar da gestão do respetivo processo que, em particular, envolverá colaboradores provenientes de diferentes instituições e, por isso, com estatutos profissionais diversos (embora haja experiências conhecidas de processos bem sucedidos com esta característica). Haverá também que estabelecer mecanismos adequados de transição e de tratamento dos processos relacionados com resoluções já determinadas e processos em curso. Por outro lado, será necessário assegurar o recrutamento e formação apropriada dos recursos



humanos da nova entidade (CSEF), o que tende a ser minorado pela alocação de recursos dos supervisores setoriais afetos às funções a transferir para aquela e pelo regime de requisição preconizado. Acresce que o número de colaboradores não necessitará de ser elevado, na medida em que se mantenham os serviços já existentes nos reguladores setoriais e a garantia de não duplicação de funções e estruturas, particularmente nos domínios da Política Macroprudencial e da Resolução.

Em qualquer caso, **o modelo preconizado, mesmo na versão base, apresenta vantagens significativas face ao atual.** Em primeiro lugar, visa permitir superar as dificuldades de coordenação da atividade dos supervisores setoriais, quer no exercício de funções macroprudenciais, quer ainda na articulação entre as óticas comportamental e microprudencial da supervisão. Em segundo lugar, elimina os conflitos que se colocam entre as atividades de supervisão prudencial e as funções de resolução atualmente atribuídas ao BdP, permitindo satisfazer inequivocamente os requisitos da DRRB. Permite ainda captar as vantagens de um modelo integrado e com uma visão global do sistema financeiro com as da especialização e independência dos supervisores setoriais que prosseguem objetivos distintos, todavia todos vinculados ao objetivo abrangente da estabilidade financeira. A conceção e a fórmula de governação do Conselho de Supervisão e Estabilidade Financeira permite também que esta entidade funcione como árbitro de eventuais posições conflituantes dos supervisores setoriais, eliminando os riscos de bloqueio de decisão ou a subalternização de qualquer das vertentes da supervisão face a outras.

Por outro lado, o modelo preconizado é compatível com o modelo de supervisão financeira estabelecido a nível europeu. Este modelo prevê a existência de responsáveis distintos por cada setor do sistema financeiro, e assenta num conjunto de regras substantivas comuns a cada um dos setores bancário, segurador e mercado de capitais. As novas funções que no âmbito bancário resultaram da União Bancária – em concreto, a gestão dos mecanismos de resolução – que foram inicialmente atribuídas ao BdP – são autonomizadas, nos mesmos termos que resultam do SRM a nível europeu.



O modelo proposto prevê que cada um dos reguladores setoriais se constitua como contraparte nacional do organismo homólogo europeu – em particular no setor bancário, com a separação do BCE e do SRB.

Prevê ainda o reforço dos mecanismos de coordenação entre reguladores – à semelhança do modelo europeu – e que a nova entidade (CSEF) possa ser a contraparte nacional da instituição de coordenação da prevenção do risco sistémico na União Europeia (CERS).

Finalmente, o novo modelo em qualquer das suas formulações contempla as exigências reforçadas em matéria de supervisão comportamental, seja pela sua concentração numa só entidade, seja pela visão transversal proporcionada pela entidade de coordenação.

Como foi antes referido (*vide* nota de pé de página nº 35), a Comissão Europeia (CE) promoveu recentemente consulta pública centrada na organização e no funcionamento das ESA. Os pontos principais objeto da consulta dizem respeito a: (i) funções e poderes das ESA; (ii) *governance*; (iii) arquitetura da supervisão; (iv) Financiamento. Trata-se de uma Consulta Pública versada sobre a vertente microprudencial, complementar da também já referida, de 2016, sobre a revisão do sistema de supervisão macroprudencial. Com a consulta pública, a CE visa obter *guidance* para o relatório que submeterá ao Parlamento Europeu e ao Conselho acompanhado, se necessário, de proposta da Comissão. O que significa que se está numa fase ainda incipiente para retirar ilações sobre uma eventual nova arquitetura dos supervisores europeus que, a acontecer, não seria certamente no futuro próximo. Acresce que o grau de consenso sobre algumas propostas não deverá ser elevado, particularmente no que se refere a algumas sugestões relativas fusões entre ESA.<sup>41</sup> Aliás, da avaliação feita - como proposto no Relatório De Larosière - sobre os primeiros anos de funcionamento do Sistema Europeu de Supervisão Financeira e, em particular, sobre a possível evolução para um modelo de duas Autoridades especializadas funcionalmente, não resultou essa decisão, limitando-se a revisão a ajustamentos não

---

<sup>41</sup> Veja-se, a propósito, artigo de Shoenmaker e Véron em <http://bruegel.org/2017/04/eba-relocation-should-support-a-long-term-twin-peaks-vision/>



estruturais. Por isso, admite-se que, no curto/médio prazo as decisões se limitem à realocização da EBA - por força da saída do Reino Unido da União Europeia – e a alguns ajustamentos nos poderes e funções de algumas ESA, particularmente da ESMA, não alterando essencialmente o Sistema Europeu de Supervisão Financeira.

**Tendo presentes as considerações conceptuais e práticas que foram sendo apresentadas, recomenda-se nesta fase a opção pelo cenário base do modelo preconizado**, que por si só não exige intervenções de relevo na estrutura interna dos supervisores existentes, com um papel bem definido e reforçado do CSEF na coordenação das supervisões comportamental e prudencial distribuídas pelos supervisores setoriais. Essas intervenções poderão, todavia, ser necessárias numa fase subsequente, tendo em vista o funcionamento mais eficiente das atividades de supervisão em cada um deles, com destaque para as reformas organizacionais no Banco de Portugal, em função da reafecção de funções proposta. Nesse sentido recomenda-se que os supervisores - com o apoio do CSEF e de entidades técnicas independentes - e tendo presentes os resultados da sua atividade no passado, procedam a uma avaliação das respetivas condições de funcionamento no novo quadro institucional e adotem as medidas estruturais necessárias à maximização da sua eficácia e, consequentemente, do sistema nacional de supervisão financeira.

**A intervenção legislativa requerida por este modelo tende a ser limitada** e essa constitui, aliás, outra das suas vantagens. No essencial, aquela intervenção prende-se com a necessidade de um diploma de criação do CSEF como entidade administrativa independente, requerendo, todavia, um extenso número de alterações num conjunto de diplomas, particularmente por força da mudança da entidade responsável pela resolução e da designação de uma nova autoridade macroprudencial. Estão em causa, nomeadamente, as seguintes alterações:

- a) Da Lei Orgânica do Banco de Portugal, aprovada pela Lei n.º 5/98, de 31 de janeiro, e alterada pelos Decretos-Lei n.ºs. 118/2001, de 17 de abril, 50/2004, de 10 de março, 39/2007, de 20 de fevereiro, 31-A/2012, de 10 de fevereiro, 142/2013, de 18 de outubro, que a republica e pelas Leis n.ºs. 23-A/2015, de 26 de março e 39/2015, de 25 de maio;



- b) Do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro;
- c) Do Decreto-Lei n.º 345/98, de 9 de novembro<sup>42</sup>, alterado pelos Decretos-Leis n.ºs. 126/2008, de 21 de julho, 211-A/2008, de 3 de novembro, 162/2009, de 20 de julho, 119/2011, de 26 de dezembro, 31-A/2012, de 10 de fevereiro e pela Lei n.º 23-A/2015, de 26 de março;
- d) Do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro<sup>43</sup>;
- e) Do Decreto-Lei n.º 199/2006, de 25 de outubro<sup>44</sup>, alterado pelo Decreto-Lei n.º 31-A/2012, de 10 de fevereiro e pela Lei n.º 23-A/2015, de 26 de março;
- f) Da Lei n.º 63-A/2008, de 24 de novembro<sup>45</sup>, alterada pelas Leis n.ºs. 3-B/2010, de 28 de abril, 55-A/2010, de 31 de dezembro, 64-B/2011, de 30 de dezembro, 4/2012, de 11 de novembro, 66-B/2012, de 31 de dezembro, 48/2013, de 16 de julho, 83-C/2013, de 31 de dezembro, Lei n.º 1/2014, de 16 de janeiro e 23-A/2015, de 26 de março;
- g) Do Decreto-Lei n.º 157/2014, de 24 de outubro<sup>46</sup>.

Conforme determinado no Despacho nº 10411 – B/2017 do Senhor Ministro das Finanças, o Grupo de Trabalho apresentou complementarmente um anteprojeto de diploma legal que dá concretização a estas alterações em coerência com as propostas apresentadas ao longo deste relatório.

---

<sup>42</sup> Regula o funcionamento do Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo.

<sup>43</sup> Pressupõe a sua atual redação do CVM, pelo que não considera ainda as alterações a introduzir no contexto da transposição da DMIF II.

<sup>44</sup> Regula a liquidação de instituições de crédito e sociedades financeiras com sede em Portugal e suas sucursais criadas noutro Estado membro.

<sup>45</sup> Trata-se da lei que estabelece medidas de reforço de solidez financeira das instituições de crédito no âmbito da iniciativa para o reforço da estabilidade financeira e da disponibilização de liquidez nos mercados financeiros.

<sup>46</sup> Trata-se do diploma que implementou na ordem jurídica interna determinadas disposições do CRR, que transpõe a CRD IV, que alterou o regime sancionatório previsto no RGICSF e introduziu diversos aperfeiçoamentos transversais no mesmo diploma.



Caso sejam aceites as sugestões formuladas relativas ao estatuto e à governação dos supervisores (incluindo o processo de designação dos seus dirigentes), serão ainda necessárias as correspondentes alterações na Lei Orgânica do Banco de Portugal, no Decreto-Lei nº 5/2015 (Estatuto da CMVM), no Decreto-Lei nº 1/2015 (Estatuto da ASF) e ainda da Lei nº 67/2013 (Lei Quadro das Entidades Reguladoras).

Recomenda-se, finalmente, que decorridos pelo menos três anos sobre a respetiva entrada em vigor seja feita pelo CSEF e submetida ao Governo e ao Parlamento uma avaliação completa do funcionamento do novo modelo, com vista à ponderação da conveniência de evoluir, designadamente, para uma maior especialização dentro da sua estrutura (por exemplo, com integração da supervisão comportamental) ou para um modelo de tipo dualista.



**Acrónimos**

**ACPR** - *Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution*

**AMF** – *Autorité des Marchés Financiers*

**ASF** - Autoridade de Supervisão dos Seguros e Fundos de Pensões

**BCE** – Banco Central Europeu

**BdP** - Banco de Portugal

**CERS** - Comité Europeu de Risco Sistémico

**CMVM** - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

**CNSF** - Conselho Nacional de Supervisores Financeiros

**CRD IV** – Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento, que altera a Diretiva 2002/87/CE e revoga as Diretivas 2006/48/CE e 2006/49/CE

**CRR** – Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento e que altera o Regulamento (UE) n.º 648/2012

**CSEF** - Conselho de Supervisão e Estabilidade Financeira

**CSPF** - Conselho Superior de Política Financeira

**Diretiva da Distribuição de Seguros** - Diretiva n.º 2016/97, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de janeiro de 2016.

**DMIF** - Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros - Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004 transposta para o direito nacional através do Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de outubro.

**DMIF II** - Diretiva dos mercados de instrumentos financeiros II - Diretiva n.º 2014/65/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UE.

**DRRB** - Diretiva de Recuperação e Resolução Bancária - Diretiva 2014/59/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014 que estabelece um enquadramento para a recuperação e resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento

**EBA** (no acrónimo anglo-saxónico) - Autoridade Bancária Europeia

**EIOPA** (no acrónimo anglo-saxónico) - Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma

**EM** - Estados-Membros

**ESA** (no acrónimo anglo-saxónico) - Autoridades Europeias de Supervisão

**ESMA** (no acrónimo anglo-saxónico) - Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados



## Grupo de Trabalho para a Reforma do Sistema de Supervisão Financeira

**EU** - União Europeia

**FCA** - *Financial Conduct Authority*

**ISP** - Instituto de Seguros de Portugal

**NBB** – *National Bank of Belgium*

**PRA** - *Prudential Regulation Authority*

**Regulamento PRIIP** - Regulamento (UE) n.º 1286/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de novembro de 2014 sobre os documentos de informação fundamental para pacotes de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros (PRIIP).

**RGICSF** - Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

**SESF** - Sistema Europeu de Supervisão Financeira

**SNSF** - Sistema Nacional de Supervisão Financeira

**SRM** (no acrónimo anglo-saxónico) – Mecanismo Único de Resolução

**SSM** (no acrónimo anglo-saxónico) – Mecanismo Único de Supervisão

**UEM** - União Económica e Monetária



**BIBLIOGRAFIA**

1. Alessandri, Piergiorgio e Panetta, Fabio, *The Coordination of Micro and Macro-Prudential Supervision in Europe*, European Economy, 2015.3
2. Banco Central Europeu, *Directory of Financial Regulators 2014*, Central Bank Publications (2014)
3. Banco Central Europeu, *Recent Developments in Supervisory Structures in the EU Member States 2007-2010*, (2010)
4. Banco de Portugal, *Livro Branco sobre a Regulação e Supervisão do Setor Financeiro*, 2015
5. Bank of England, *Governance of the Bank including matters reserved to court*, Fevereiro, 2017
6. Carlos Alves e Carlos Tavares, *A Banca e a Economia Portuguesa*, 2017
7. Carmassi, Curcio e Di Giorgio, *Financial Regulation and Supervision in Europe: Emerging Trends, Costs And Effectiveness*, CASMEF Working Paper Series, WP nº5, Junho 2015
8. Comissão Europeia, *Consultation Document: review of the eu macro-prudential policy framework*, 2016
9. Comissão Europeia, *Public consultation on the operations of the European Supervisory Authorities*, Março 2017
10. Conselho Europeu de Risco Sistémico, *Recomendação ESRB/2013/1*
11. Conselho Europeu de Risco Sistémico, *ESRB recommendation on the macro-prudential mandate of national authorities* (ESRB/2011/2013), Junho de 2014
12. Conselho Europeu de Risco Sistémico, *ESRB Recommendation on the macro-prudential mandate of national authorities (ESRB/2011/3) - Follow-up Report – Overall assessment*, 2014
13. Conselho Europeu de Risco Sistémico, *Allocating macro-prudential powers*, Reports of the Advisory Scientific Committee, No 5/Novembro 2014
14. De Nederlandsche Bank, *Towards a more stable financial system: Macroprudential supervision at DNB*,
15. Deutsche Bundesbank, *Macroprudential oversight in Germany: framework, institutions and tools*, Monthly Report, April 2013
16. Financial Conduct Authority, *The FCA's approach to advancing its objectives* 2015



17. Financial Stability Board, *Second Thematic Review on Resolution Regimes* (2016).
18. FMI, *Staff Guidance Note on Macroprudential Policy*, IMF, Novembro de 2014
19. Goodhart, Charles, *The Macro-Prudential Authority: Powers, Scope And Accountability* (2011), p. 20.
20. Ministério das Finanças: *Reforma da Supervisão Financeira em Portugal: consulta pública*, 2009
21. Morais, Luís, *Modelos de Supervisão em Portugal e no Contexto da União Europeia*, Banco de Portugal, 2015
22. Napoletano, Giuseppe, *Legal aspects of macroprudential policy in the United States and in the European Union*, Quaderni di Ricerca Giuridica, Banca d'Italia, Junho, 2014
23. Nascimento Rodrigues, Sofia, *A reforma do sistema português de supervisão financeira* (2011)
24. OECD, *Principles for the Governance of Regulators*, Public Consultation draft, Junho 2013
25. Panetta, Fabio: *Micro and macroprudential supervision in the euro area*, Introductory remarks at the conference “Micro and Macroprudential Supervision in the Euro Area”, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milan, 24 November 2015
26. Parlamento Europeu “*The EU macro-prudential policy framework*”, Novembro de 2016
27. Shoenmaker, Dirk, *Financial Supervision in the EU*, Encyclopedia of Financial Globalization, 2011
28. Shoenmaker, Dirk e Wiertz, Peter, *Macroprudential Supervision: From Theory to Policy*, Bruegel Working Paper, 2015
29. Shoenmaker e Véron, *EBA relocation should support a long-term ‘twin peaks’ vision*, Bruegel blog post, Abril 2017
30. The High Level Group on Financial Supervision in the EU (*Relatório De Larosière*), Comissão Europeia, 2009
31. Valjakka, Eetu, *International Comparision of Investment Qualifications*, APV Investment Examinations, 2016