

# A COOPERAÇÃO NA SUPERVISÃO FINANCEIRA DA UNIÃO DO MERCADO DE CAPITAIS – ENTRE O EXPERIMENTALISMO E A GOVERNANCE

*Luís Guilherme Catarino\**

**ABSTRACT** *Reviewing the organization of the existing national public administration and the advent of EU agencies at supervisory governance, we reflect on how supervisory governance is evolving at EU – governmental, intergovernmental, transnational or supranational? Benefiting from recent data, this study sheds light on so far undocumented relationships between hybrid administrations: indirect and direct administration. Sharing and mixing fields of national regulatory agencies and EU agencies is an important component of the policy-making and implementation activities of the Commission. We argue that these relationships, the bypass of national governments, and the distribution of powers across levels of national and EU governance, signify a greater centralization of supervisory governance at the EU level, becoming ESMA an important driver in the future of EU supervisory governance.*

**SUMÁRIO** 1. Introdução. 2. Cooperação institucional, supervisão em rede e *regulatory emulation*. 2.1. As formas de cooperação *institucional* na supervisão financeira nacional. 2.2. Cooperação mediante *troca de informação, assistência e entreaajuda* administrativa. 2.3. Cooperação mediante *coordenação* em comités de supervisão da União. 2.4. Cooperação através da *concertação* transnacional. 3. A Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados: uma experiência de intergovernamentalização ou transnacionalismo? 4. A capacidade decisória transnacional na *cooperação-concertação*. 4.1. Procedimentos de concertação: os Colégios de Autoridades de Supervisão e as Avaliações entre Pares. 4.2. Procedimentos de concertação-convergência: o regime de *short-selling* e produtos financeiros especialmente complexos. 4.3. Procedimentos de centralização (europeização): as Sociedades de Notação de Risco (*rating*) e os Repositórios de Transações. 5. Conclusões: entre o centralismo e a insularidade.

**KEY-WORDS** Financial supervision; Financial governance; EU financial system; Multilevel administration; Capital Markets Union.

---

\* Doutor em Direito. Assessor jurídico CMVM. As opiniões expendidas apenas vinculam o Autor.

## 1. INTRODUÇÃO

A proliferação de legislação material da União Europeia no âmbito do mercado de capitais para criação de um *level playing field* regulatório e uma supervisão harmonizada demandam por um aprofundamento institucional europeu do sistema de supervisão e por uma urgente centralização institucional de poderes de administração direta. Temos assistido neste domínio a uma forte dose de experimentalismo, desde logo pelo pluralismo existente no domínio administrativo nacional em que as tarefas de implementação e execução são confiadas por lei à administração independente. Mas também pela existência de uma nova organização administrativa europeia de supervisão (não falaremos aqui dos problemas da sua legitimidade ou independência), que implica coabitação e partilha de competências com as autoridades nacionais competentes. Veremos como se criou um sistema híbrido de administração, juridicamente multinível, que convoca atores muito distintos, num procedimento de *decision-making* não uniforme e que se torna notório se atentarmos no desenrolar histórico das etapas da *governance* nacional e global. O tema é importante tanto pela *décalage* entre o direito material<sup>1</sup> e a estrutura europeia criada

---

1 Apenas para citar alguma da regulação a que chamámos de verdadeiro *tsunami* regulatório, temos a Diretiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros II [Diretiva n.º 2014/65/UE]; Regulamento relativo aos mercados de instrumentos financeiros [Regulamento (UE) n.º 600/2014]; Diretiva relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento ou CRD IV [Diretiva n.º 2013/36/UE]; Regulamento relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento ou CRR [Regulamento (UE) n.º 575/2013]; Diretiva que estabelece um enquadramento para a recuperação e a resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento ou BRRD [Diretiva n.º 2014/59/UE]; Diretiva relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de mercado II [Diretiva n.º 2014/57/UE]; Regulamento relativo ao abuso de mercado [Regulamento (UE) n.º 596/2014]; Regulamento relativo às agências de notação de risco ou CRA I a III [Regulamentos (UE) n.ºs 1060/2009 e 462/2013]; Regulamento relativo às vendas a descoberto e a certos aspetos dos *swaps* de risco de incumprimento ou *Short-Selling* [Regulamento (UE) n.º 236/2012]; Regulamento relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações ou EMIR [Regulamento (UE) n.º 648/2012]; Regulamento relativo à melhoria da liquidação de valores mobiliários na União Europeia e às Centrais de Valores Mobiliários (CSDs) ou Reg. CSD [Regulamento (UE) n.º 909/2014]; Diretiva que altera a Diretiva n.º 2009/65/CE que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM) ou UCITS V [Diretiva n.º 2014/91/UE]; Diretiva relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos ou AIFMD [Diretiva n.º 2011/61/UE]; Regulamento relativo aos fundos europeus de capital de risco ou EuVECA [Regulamento (UE) n.º 345/2013]; Regulamento relativo aos fundos europeus de empreendedorismo social ou EuSEF [Regulamento (UE) n.º 346/2013]; Regulamento sobre os documentos de informação fundamental para pacotes de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros ou PRIIPs [Regulamento (UE) n.º 1286/2014]; Diretiva e posterior Regulamento relativo ao prospeto a publicar em caso de oferta de valores mobiliários ao público ou da sua admissão à negociação num mercado regulamentado, Diretiva do Prospeto [Diretiva n.º 2003/71/CE] e Diretiva da Transparência [Diretiva n.º 2004/109/UE] e Diretivas n.ºs 2010/73/UE e 2013/50/UE, e o Regulamento (UE) n.º 2017/1129; Regulamento relativo aos fundos europeus de investimento a longo prazo ou ELTIF [Regulamento (UE) n.º 2015/760];

para a sua aplicação (e falaremos em outro artigo dos problemas decorrentes de procedimento administrativos pan-europeus ou compósitos), quanto pela necessidade de criação de um Sistema Europeu de Supervisão Financeira (SESF) que consume a pretendida União dos Mercados de Capitais (UMC), dado que desta não decorre uma assertiva decisão legislativa europeia (ao contrário do que sucedeu com a monetária em 1999), ou a bancária em 2014. A construção faz-se por isso através de um movimento experimentalista *bottom-up* para a integração.

Por experimentalismo referimo-nos a um sistema orgânico institucionalizado, cujo aperfeiçoamento e adaptação constantes decorre inexoravelmente da existência de relações fluidas e multidirecionais, entre atores locais e atores centrais, que se conjugam para objetivos comuns dentro de uma rede comum, seja mediante troca de informação, de resolução de problemas *bottom-up*, da realização de ações conjuntas (como de *peer reviews*<sup>2</sup>). A existência de um sistema institucional adaptativo é real, neste meio técnico altamente complexo como a supervisão dos mercados de capitais, onde não funciona um mecanismo de controlo *top-down* convencional ou de *command and control*; aí não funcionam os tradicionais meios de *governance* hierárquica (*top-down*) com a sua clara diferenciação entre conceção política (*politics*) e definição da ação e execução administrativa (*policy*). As relações entre autoridades locais e transnacionais interativas também não podem ser *responsive* nem *bottom-up* pois os *apports* nacionais para a *governance* de supervisão financeira global (*retius*, regional) decorre de atores públicos descentralizados e não de atores governamentais.

A transnacionalidade da atividade financeira e o cariz nacional dos reguladores financeiros assenta por isso numa integração flexível que cedo determinou um movimento crescente de *entreaajuda administrativa* e de *colaboração* entre administrações nacionais, uma rede (*network*) de constante definição de objetivos e de meios através da utilização de instrumentos ou competências (aparentemente) fluidos. Se é verdade que a troca de informação detida pelas diversas administrações nacionais é essencial para a supervisão de grupos económicos transnacionais, do mesmo setor ou por conglomerado, é igualmente verdade que no aprofundar da globalização económica se tem mostrado

---

Regulamento relativo aos fundos do mercado monetário [Regulamento (UE) n.º 2017/1131]; Regulamento relativo à transparência das operações de financiamento através de valores mobiliários e de reutilização [Regulamento (UE) n.º 2015/2365]; Regulamento relativo aos índices ou *Benchmarks* [Regulamento (UE) n.º 2016/1011] – para uma visão mais completa Catarino & Peixe, 2014: partes I e II.

2 De Búrca; Keohane & Sabel, 2014: 477.

insuficiente para uma efetiva regulação. Há por isso que realizar uma centralização de competências de regulação (i.e., de regulamentação e de supervisão) no âmbito regional (não referimos por ora as competências de sanção cuja centralização face a sistemas jurídico-constitucionais e legais nacionais especiais – e também de jurisdição – se torna particularmente complexo). Este caminho compreende ainda a criação de um ciclo (e de um procedimento compósito) institucional multinível, mediante a deslocação expressa de poderes soberanos dos Estados-Membros para a União Europeia (eventualmente a cedência da política do mercado de capitais ao adquirido no nível das políticas comuns), com supressão normativa das alegações de *déficit* de legitimidade e de *accountability* por meios há muito estudados<sup>3</sup>.

Veremos como o trilha inicial para a coordenação interinstitucional foi escalado em fases sucessivas (mas não excludentes) de *cooperação*, de *concertação* e de *convergência administrativa*; estes foram os meios iniciais de tentativa de um acompanhamento da supervisão sem lacunas no fenómeno da transnacionalidade das instituições e da sua atividade.

A necessidade desta cooperação ficou bem à vista com os sucessivos escândalos ocorridos nos mercados de capitais e o seu possível efeito de contágio ou dominó (que se traduz num risco de propagação das dificuldades de um agente financeiro-económico a outros agentes com os quais tem relação) e o aproveitamento de lacunas regulatória e de supervisão, v.g. de âmbito *i*) corporativo – esquecemos já o fenómeno da excessiva valorização das *junk bonds* anglo-americanas e consequente *crash* de 1987 com a descoberta de autênticas “indústrias” de *Insider trading* e consequente fim da “geração de ouro dos *yuppies*” e prisão de Michael Milken ou os casos Drexel Burnham Lambert, o caso Barings Brothers decorrente de aplicações audaciosas em derivados em Singapura e Hong Kong ou o caso Société Générale, ou as consequências da “contabilidade criativa” nos casos Enron e Worldcom; *ii*) de lacunas internacionais – relembremos no século passado os casos BCCI, Banco Ambrosiano ou Maxwell Communications Corporation ou o *Turmoil* transnacional iniciado em agosto de 2007, com a crise dos créditos hipotecários nos EUA e prolongado no Mundo com a florescente indústria dos produtos financeiros complexos; *iii*) de movimentações políticas sobre o domínio económico-financeiro hoje muito alicerçadas na sociedade da informação – v.g. o investimento ou a tomada de praças, financeiras ou instituições privadas, nacionais e mundiais,

---

3 Para uma visão dos meios de controlo e de *accountability* política, legislativa, judicial e administrativa, da Administração independente, vide Catarino, 2014:171-237.

por filiais de empresas estatais ou por veículos de investimento coletivo altamente especulativo como os *Hedge funds*, ou os fundos soberanos (SWF)<sup>4</sup> com forte motivações *políticas* ou de financiamento de esforços de *expansão* ou de *guerra*.

Nos anos 2010-2014 a regulação da matéria bancária teve natural proeminência decorrente da Grande Recessão a que se assistiu após a crise de 2007-2008<sup>5</sup>, mas interessam-nos aqui as vastas áreas do mercado de capitais objeto de regulação – no sentido de regulamentação – pelas instituições da União Europeia, e a colaboração com a administração dos Estados-Membros.

O Big-Bang da legislação europeia pós-2008 implica um *upgrade* institucional e a criação de um Sistema que veremos funcionar num estreito limbo entre a necessidade de implementação da vasta legislação da União – que oscila entre a sua execução/implementação pela Comissão e pelos Estados-Membros – e o cumprimento do princípio constitucional da subsidiariedade (art. 5.º TUE). Visa assentar num *empowerment* da supervisão financeira numa estrutura institucional europeia que é tida, com toda a razão, como revolucionária no fenómeno geral de criação de agências europeias (*infra*).

No entanto, veremos como a intervenção através de novos entes administrativos europeus de regulação apenas parcialmente ultrapassaram a fase inicial de cooperação administrativa baseada na *entreprajuda* ou *colaboração e troca de informações*, bilateral ou multilateral, entre autoridades nacionais e internacionais (e alguns *fora* internacionais inorgânicos como o G20), por via da lei ou de contrato (*Memorandum of Understanding*). A sua criação é revolucionária pois tenta um movimento mais vasto de “europeização de competências” num sentido de subalternização ou pelo menos de secundarização da administração pública reguladora nacional face a um conceito funcional de atividade administrativa. Não podemos esquecer que o caminho da integração económica europeia foi iniciado a par com o princípio da subsidiariedade da intervenção europeia (art. 5.º TUE), inicialmente no aprofundamento da cooperação entre as autoridades de supervisão nacionais. *A liberdade de*

4 A propósito do risco destes veículos e da sua alavancagem (particularmente de *hedge funds*), juntamente com a atividade de *private equity*, é tão forte que o Parlamento Europeu viria a aprovar Relatórios (Rasmussen e Lehne) com recomendações à Comissão sobre necessidade de transparência de investidores institucionais (A6-0338/2008 e A6-0296/2008). Também a IOSCO estabeleceu standards relativos aos “*Principles for Evaluation of Hedge Funds Portfolios*” e “*Proposed Elements of International Regulatory Standards on Funds of Hedge Funds: Related Issues Based on Best Market Practices*”.

5 Acerca do processo de criação legislativa da União Bancária e seus mecanismos (*Single Supervisory Mechanism, Single Resolution Mechanism* e o terceiro pilar ou fundo para a garantia de depósitos), Catarino & Peixe, 2014: Parte I; Boccuzzi, 2016: 130.

*circulação*, de *prestação* de serviços e de *estabelecimento* aplicada *aos serviços e mercados financeiros* implicaram uma crescente harmonização legislativa e regulamentar pela União que se traduziu numa aproximação regulatória entre as autoridades congéneres (*level playing field*). A harmonização implicava, por sua vez, a fiscalização ou supervisão do seu efetivo cumprimento para a efetividade dos princípios Comunitários da *não discriminação*, da *reciprocidade* e do *reconhecimento mútuo*.

O *passaporte comunitário* para empresas e/ou serviços de investimento pode ser visto como mais uma decorrência da aplicação dos princípios da União e do famoso Acórdão do TJCE *Cassis de Dijón* de 1979. A arquitetura institucional de aprovação ou autorização administrativa por um Estado para a constituição no seu território de empresas ou de prestação de serviços que se encontram harmonizados (*origem*), possibilita o estabelecimento ou a prestação de serviços em qualquer outro Estado-Membro (*de acolhimento*). Dado que é necessária uma relação de confiança e de segurança entre ambas as jurisdições, ao quadro regulatório harmonizado deve corresponder idêntica capacidade de supervisão e de *enforcement*, o que implica instrumentos (competências) similares nos Estados-Membros. Estes fatores de confiança e de segurança foram moldando um sistema de *governance* europeia baseado na compatibilidade e na aceitação da jurisdição “do outro”, numa fórmula de controlo pelo Estado de origem complementado pela supervisão do Estado de acolhimento: a denominada fórmula Cockfield<sup>6</sup>. Esta fórmula viria a desenvolver-se até à fórmula de Larosière (*infra*) que colmatou a *décalage* entre a realidade global que caracteriza os mercados e a falta de uma governação económica regional, porque baseada na mera cooperação. Ao caminho do aprofundamento dos movimentos de capitais e da autorização única iniciado através de legislação como a Diretiva n.º 77/780/CEE ocorreu, em paralelo, a denominada cooperação “em linha” ou “em rede” (*networking*<sup>7</sup>) para, na falta de instituições de supervisão transnacionais, evitar ou colmatar a ocorrência de “falhas regulatórias”.

---

6 Comissão, *Completing the Internal Market* COM(85)310 de 28-29 jun1985. Lord Arthur Cockfield foi Comissário Europeu de Jacques Delors, para o Mercado interno, tendo elaborado um Livro Branco com mais de 300 propostas legislativas para eliminar barreiras físicas, técnicas e fiscais na criação do mercado interno.

7 Rhodes, 1997: 7.

## 2. COOPERAÇÃO INSTITUCIONAL, SUPERVISÃO EM REDE E REGULATORY EMULATION

A pretensão inicial de um campo regulatório harmonizado em toda a União (*level playing field*) seria alargada a todos os setores financeiros com a sua pretensão de evitar lacunas, arbitragem regulatória e consequente *fórum shopping*. Este movimento agiu com base num fenómeno de *regulatory emulation* e de *regulatory competition*. Só por este caminho era possível a via da cooperação entre reguladores, necessária à *coordenação administrativa*. Podemos falar num estágio inicial de “Estados-coordenados” inserido num movimento de reflexividade e de *autopoiesis* dos diversos setores de regulação económica que muitos sociólogos consideraram típicos da “modernidade”<sup>8</sup>).

A cooperação entre reguladores numa “rede” de entidades de supervisão – inicialmente nacional e posteriormente internacional – implica interdependência, e só é eficiente se os agentes prosseguirem *atribuições* similares para serem *dialogantes* entre si; e no passo seguinte de coordenação é necessário que detenham poderes ou competências regulatórias comuns (*regulatory toolbox* – cfr art. 69.º da Diretiva n.º 2014/65/UE ou DMIF II<sup>9</sup>). Se no domínio nacional o fenómeno institucional emulatório dos estados anglo-americanos fizera o seu caminho desde os anos sessenta (*independent regulatory agencies*)<sup>10</sup>, a cooperação regional (europeia) num ambiente regulatório comum obrigou a alterações institucionais a nível nacional. Como? Através da obrigação de os Estados criarem entes públicos de controlo e de garantia dos mercados que a nível nacional atuassem com características de imparcialidade, de autonomia e de independência, dos regulados, da política nacional e dos respetivos Governos (as denominadas autoridades administrativas independentes, art. 267.º, n.º 3 CRP). E na atual *governance* regional europeia são estes entes públicos nacionais descentralizados, e não os Governos, quem nela participa através dos seus representantes, tentando também aí afastar a intergovernamentalidade e atuar como uma força centrífuga do sistema político (é suposto prosseguirem a estabilidade e o robustecimento de um sistema v.g. contra futuras crises, tomando decisões não populares e até “contra a maré”).

8 Beck, Giddens & Lash, 1994: 59.

9 Diretiva n.º 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros.

10 Acerca da resposta “pavloviana” da rede regulatória nacional face às experiências anglo-americanas, e do efeito emulação na articulação regulatória dentro da União Europeia, Catarino, 2010: 149.

## 2.1. As formas de cooperação *institucional* – os supervisores financeiros nacionais.

A criação de redes regulatórias institucionais de coordenação financeira (*policy regulation*) são na realidade um fenómeno *nacional* fruto dos movimentos globais de privatização de vastos setores económicos e da criação de modelos paralelos de regulação económica pública – para o sistema financeiro, bancário, segurador, das telecomunicações, da energia, da concorrência...

A noção de sistema financeiro vertida na Constituição da República Portuguesa (art. 101.º) é usualmente utilizada de forma subjetiva ou orgânica, sendo comum a compreensão de que abarca os mercados financeiros (monetário, de valores mobiliários e de seguros), os agentes que neles operam (*i.a.*, instituições de crédito, empresas de investimento, empresas de seguros e de resseguros) e as autoridades nacionais competentes (ANC) que os supervisionam. Dentro do sistema financeiro o subsector bancário (caracterizado pela receção pública de fundos reembolsáveis para aplicação por conta própria mediante concessão de crédito) tem a primazia histórica, e o seu regulador é a única autoridade administrativa independente nacional que no sistema financeiro tem assento constitucional (art. 102.º CRP).

O fenómeno da regulação não é linear pois a par do círculo sucessivo dos ciclos económicos existem também ciclos de regulação e desregulação económica. A década de oitenta assistiu ao fenómeno das privatizações, liberalização de setores económicos e de atividades anteriormente públicas, de desregulamentação e desarmamento das fronteiras nacionais. Com a da inovação financeira assistiu-se a um movimento de *hiper-inovação* que geraria, como “contra-fogo”, uma *hiper-regulação (infra)*; as baixas taxas de juros e de rendibilidade conjugadas com crédito abundante originaram um movimento de investimento em produtos financeiros e a um “boom” da indústria dos valores mobiliários<sup>11</sup> que fez transbordar a fronteira entre setores financeiros foi transbordada (mesmo para entes não financeiros como foi o caso das empresas Enron e WorldCom), e as fronteiras materiais e institucionais entre matéria bancária, seguradora e de valores mobiliários tornou-se difusa<sup>12</sup>.

11 Ferreira, 1997: 24-30; Cordeiro, 2016: 309-342; Câmara, 2017: 93.

12 Em Portugal, o nevoeiro que se abateu sobre o setor financeiro no domínio dos produtos financeiros complexos determinou a necessidade de realização de acordos de atribuição/aclaração de competências de supervisão, de que são exemplo os entendimentos firmados em 2008 e 2009 entre supervisores, <https://www.cmvm.pt/pt/SDI/ProdutosFinancieirosComplexos/anexos/Pages/Produtos-Financieiros-Complexos-Entendimentos.aspx>

Num movimento paralelo, a Ciência da Administração Pública e as correntes políticas de Estado mínimo (e aplicação de métodos de gestão privada à administração pública determinariam um vasto movimento de devolução de competências e de privatização de atividades pelo Governo. Este movimento de *opting out* do Governo em vastos setores económicos foi acompanhado por mimetismo regulatório institucional (a nível internacional). A par da administração direta (Direção-Geral do Tesouro), a descentralização veria nascer em 1987 o Auditor-Geral do Mercado de Títulos<sup>13</sup>, e na década de noventa proliferaram institutos públicos de regulação que agigantaram a administração estadual indireta (art. 199.º, al. d) CRP e Lei n.º 3/2004, de 15 de janeiro). No final do século XX existia uma constelação de institutos públicos de regime especial sem qualquer uniformidade ou harmonização legislativa, num trânsito caótico para a “administração independente” (art. 267.º, n.º3 CRP<sup>14</sup>) que no setor económico foi harmonizada com a denominada Lei-Quadro das Entidades Reguladoras<sup>15</sup>.

A noção de sistema financeiro vertida na Constituição da República Portuguesa (art. 101.º) é usualmente utilizada de forma subjetiva ou orgânica, sendo comum a compreensão de que abarca os mercados financeiros (bancário, de valores mobiliários e de seguros), os agentes que neles operam (*i.a.*, instituições de crédito, empresas de investimento, empresas de seguros) e as autoridades nacionais competentes (ANC) que os supervisionam. Dentro do sistema financeiro o subsector bancário (caracterizado pela receção pública de fundos reembolsáveis para aplicação por conta própria mediante concessão de crédito) tem a primazia histórica, e o seu regulador é a única autoridade administrativa independente reguladora do sistema financeiro com assento constitucional (art. 102.º CRP).

Analisando a estrutura nacional de cooperação no domínio sistema financeiro encontramos à cabeça o Governo, que tem poderes políticos que permitem a superior definição do sistema financeiro e a intervenção sobre o sistema<sup>16</sup>. Ao Governo, a par da superintendência do mercado monetário, financeiro e cambial (dentro do quadro e nos limites da União Bancária), e

13 Criado pelo Decreto-Lei n.º 335/87, de 15 de outubro, detinha parcas competências na área do mercado de valores mobiliários, *i.a.* na área de ofertas de valores mobiliários.

14 Acerca da Administração Independente, Moreira & Maças, 2003: 9; Blanco de Morais, 2001: 101-154.

15 A Lei-Quadro das Entidades Administrativas Independentes com funções de regulação da atividade económica dos setores privado, público e cooperativo, foi aprovada pela Lei n.º 7/2013, de 28 de agosto.

16 Cfr. os arts. 22.º-24.º da Lei Orgânica do Ministério das Finanças, aprovada pelo Decreto-Lei n.º 117/2011, de 15 de dezembro.

da coordenação da atividade dos agentes de mercado na sua política económica e social<sup>17</sup>, compete a definição da política interna (*politics*) em termos da estrutura organizativa, das atribuições e competências cometidas às diversas autoridades reguladoras, da definição do regime financeiro – p.e. um sistema de regulador único ou um sistema de reguladores setoriais, distribuição das atribuições e de competências v.g. prudenciais ou comportamentais por regulador, ou por setor ou por matéria consoante entender mais eficiente face ao mercado nacional –, definir o *material e procedural due process* (em termos de *enforcement*, de supervisão ou de sanção cominado a cada regulador fixando as autoridades nacionais competentes para efeitos do direito da União Europeia), estatuir o ambiente regulatório em cada setor (na margem das normas da União e com prévia audição ou proposta dos reguladores definir o regime jurídico de entradas e saídas de agentes num determinado mercado – licenças, autorizações, comunicações). No âmbito político e com respeito pela margem de regulação pelo regulador (a quem cabe, não a *politics* mas a *policy*), nos mercados de instrumentos financeiros a lei prevê inclusive que pode *substituir-se* à CMVM em casos de emergência que possam afetar a economia nacional *coordenando* a regulação e supervisão em matérias que compitam a mais de um regulador – art. 352.º do Código dos Valores Mobiliários ou CodVM<sup>18</sup>.

No âmbito do mercado bancário o Banco de Portugal (BdP) é uma pessoa coletiva de direito público que no ordenamento jurídico nacional reveste materialmente a natureza de autoridade administrativa independente – a par da sua natureza administrativa congrega os princípios de independência, imparcialidade e de autonomia (administrativa e financeira) e património próprio<sup>19</sup>. O seu Governador, Vice-Governadores e demais administradores são nomeados pelo Governo através de um ato administrativo (art. 199.º, al. e), CRP) que reveste a forma de Resolução do Conselho de Ministros, e que apesar de ampla discricionariedade deve cumprir os requisitos legais fixados *inter alia* pela Lei Orgânicas do Banco de Portugal<sup>20</sup>.

17 Cfr. o art. 91.º do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras foi aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92 de 31 de dezembro (RGIC).

18 O Código dos Valores Mobiliários foi aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro (CodVM).

19 O seu estatuto encontra-se vertido no Decreto-Lei n.º 337/90, de 30 de outubro, mas a sua natureza de instituto público de regime especial foi entretanto afastada (cfr. versão original da Lei n.º 3/2004, de 15 de janeiro, art. 48.º).

20 Cfr. art. 27.º, n.ºs 1-3 da LOBP. A competência do Governo, os requisitos legais e a forma de nomeação encontram paralelo nos demais titulares dos órgãos de administração da CMVM e da ASF (*infra*).

Rege-se por um estatuto legal híbrido, de natureza pública (v.g. no que respeita ao regime geral do procedimento e responsabilidade civil administrativos – neste último caso goza do privilégio do foro judicial<sup>21</sup> –, do acesso aos documentos administrativos e à proteção dos dados pessoais, do estatuto dos gestores públicos e dos titulares de altos cargos públicos) e privada (regime do contrato individual do trabalho aos seus colaboradores, regime das instituições de crédito e também das sociedades comerciais e registo comerciais, art. 64.º da Lei Orgânica), mas também nacional (relativa ao exercício de competências não incluídas no âmbito do SEBC) e internacional (parte da sua atividade é regulada pelo Tratado de Funcionamento da União Europeia – TFUE – e legislação derivada da União respeitante ao exercício de funções junto do Sistema Europeu de Bancos Centrais (art. 108.º TFUE, e, *inter alia*, arts. 3.º, 14.º a 16º, e 24.º LOBP).

Junto do Banco de Portugal funcionam outros entes públicos com relevância no setor financeiro como o Fundo de Garantia de Depósitos (FGD)<sup>22</sup>, o Mediador de Crédito<sup>23</sup> e o Fundo de Resolução (a matéria relativa à autoridade de resolução nacional foi sujeita a apreciação pública, e objeto da Proposta de Lei n.º 190/XIII, entretanto caducada<sup>24</sup>).

No âmbito da atividade de regulação e supervisão dos seguros e fundos de pensões foi constituída a Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF), pessoa coletiva de direito público também com natureza de entidade administrativa independente, dotada de autonomia administrativa,

---

21 Cfr. art. 62.º LOBP.

22 Encontra a sua previsão legal no Título IX, arts. 154.º-173.º do RGIC, qualificado como uma pessoa coletiva de direito público, dotada de autonomia administrativa e financeira, e que tem o Fundo tem por objeto garantir os depositantes das instituições de crédito até 100.000 Euros – “*entende-se por depósito os saldos credores que, nas condições legais e contratuais aplicáveis, devam ser restituídos pela instituição de crédito e consistam em disponibilidades monetárias existentes numa conta ou que resultem de situações transitórias decorrentes de operações bancárias normais.*”

23 O Decreto-Lei n.º 144/2009, de 17 de junho, criou o Mediador de Crédito, junto do Banco de Portugal, dotando-o de importantes funções de informação ao mercado – difundir e fomentar o conhecimento das normas legais e regulamentares aplicáveis aos contratos de crédito – e de formação financeira, v.g. em matéria de concessão de crédito, e de coordenação da atividade de mediação entre clientes bancários e instituições de crédito.

24 Encontra a sua previsão legal no Título VIII-A do RGIC, arts. 153.º-B a 153.º-U, sendo uma pessoa coletiva de direito público, dotada de autonomia administrativa e financeira e de património próprio. Cfr Regulamento (UE) n.º 800/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de julho. A matéria relativa à Autoridade de Resolução nacional, suas atribuições e competências foi objeto de reponderação no estudo da reforma institucional do sistema financeiro que levaria à Proposta de Lei n.º 190/XIII, que visava criar e regular o funcionamento do Sistema Nacional de Supervisão Financeira – <https://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/Detailhelniciativa.aspx?BID=43582>.

financeira e de gestão e de património próprio, com funções de supervisão prudencial e comportamental<sup>25</sup>.

A Comissão de Mercados de Valores Mobiliários (CMVM<sup>26</sup>) é uma pessoa coletiva de direito público, independente, com autonomia administrativa e financeira, dotada de património próprio, que regula, fiscaliza, e supervisiona (e sanciona) a matéria relativa aos mercados de instrumentos financeiros tipicamente comportamentais (atualmente não exclusivas), e cujas competências de coordenação veremos adiante. Junto da CMVM funciona um Sistema de Indemnização aos Investidores (com atribuições distintas do FGD *supra* referido)<sup>27</sup>.

O Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF<sup>28</sup>), é um órgão administrativo, dotado de autonomia, e que tem como membros permanentes representantes do BdP, da CMVM e da ASF, e que visa incrementar a cooperação administrativa através de troca de informação relevante, coordenação de atividades comuns, prevenção de conflitos positivos ou negativos de competências ou de lacunas de regulamentação ou da múltipla utilização de recursos próprios. A criação deste órgão insere-se na *supra* referida tendência hodierna de miscigenação de matérias e atividades financeiras tradicionalmente compartimentadas nas atividades bancária, dos valores mobiliários ou dos seguros e fundos de pensões, pretendendo-se coordenar a supervisão em matérias que compitam a mais do que um supervisor do sistema financeiro.

A par da participação no CNSF – espécie de devolução administrativa –, a CMVM, o BdP e a ASF integram ainda o Sistema Europeu de Supervisão Financeira (SESF), na qualidade de autoridades nacionais com competência

---

25 Cfr arts. 6.º e 7.º do seu Estatuto aprovado pelo Decreto-Lei n.º 1/2015, de 6 de janeiro.

26 Anteriormente englobado no Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991, e posteriormente em diploma especial (Decreto-Lei n.º 473/99, de 8 de novembro), o seu Estatuto legal foi aprovado pelo Decreto-Lei n.º 5/2015, de 8 de janeiro.

27 O SII é pessoa coletiva de direito público dotada de autonomia administrativa e financeira regulado pelo Decreto-Lei n.º 222/99, de 22 de junho (alterado pelo Decreto-Lei n.º 162/2009, de 20 de julho), que transpõe para a ordem jurídica portuguesa a Diretiva n.º 97/9/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 3 de março, garantindo a cobertura dos créditos de que seja sujeito passivo uma entidade participante em consequência de incapacidade financeira desta para, de acordo com as condições legais e contratuais aplicáveis, reembolsar ou restituir aos investidores os fundos que lhes sejam devidos ou que lhes pertençam, ou em caso de revogação de autorização pelo BdP, até 25.000 Euros.

28 Não sendo uma autoridade de regulação, o CNSF rege-se pelo Decreto-Lei n.º 228/2000, de 23 de setembro, alterado pelo Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de novembro, e pela Lei n.º 118/2015, de 31 de agosto, tendo funções de coordenação de matéria comum e de consulta, não pertencendo à administração executiva. Foi também objeto de ponderação na reforma institucional do sistema financeiro na Proposta de Lei n.º 190/XIII, que visava criar e regular o funcionamento do Sistema Nacional de Supervisão Financeira.

de regulação do respetivo sector (ANC), e também como membros dos órgãos das Autoridades de Supervisão Europeias (*infra*). Nesta breve evocação das fases e da atualidade da cooperação financeira, debruçamo-nos apenas sobre o regulador nacional do mercado de capitais e sua relação intrínseca com o regulador europeu – aliás, o Estatuto legal da CMVM prevê que se rege pela lei nacional mas também pelo “direito da União Europeia” que sectorialmente tem a sua génese em propostas do regulador europeu (*cf.* arts. 1.º, n.º 3 e 2.º, als. *a*), *d*) e *e*) dos seus Estatutos), e encontra-se obrigada a estabelecer formas de cooperação e de associação com outras entidades nacionais e internacionais (arts. 2.º e 4.º Estatutos CMVM).

## **2.2. Cooperação mediante troca de informação, assistência e entajuda administrativa**

A existência de um feixe de competências de regulação e de supervisão uniformes foi considerada pela *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO<sup>29</sup>) um meio necessário, que permite o diálogo e a cooperação entre as ANCs dos diversos Estados na supervisão transfronteira – consta dos seus *Core Principles* fixados em abril de 1997. Para colmatar a insuficiência das ordens jurídicas nacionais tais princípios pugnam por poderes de troca de informação, de prestação de assistência e de harmonização legislativa que permita uma eficaz assistência entre os seus membros. Esta derrogação necessária de um outro *core principle* como é o do sigilo profissional, visa partilhar informação sigilosa e que é acompanhada da estatuição do que denominamos por “confidencialidade partilhada” – uma espécie de direito de seqüela do direito ao segredo profissional<sup>30</sup>, figura que evita a arbitragem regulatória entre Estados com regime jurídicos diversos. No âmbito da União Europeia, em que vigoram princípios do *reconhecimento mútuo*, da *equivalência*, do *tratamento nacional* ou *não discriminação*, *igualdade* ou *reciprocidade*, face à repartição de competências de supervisão entre ANCs *home* e *host*, é essencial a cooperação. A par da cooperação através da *troca de informação* e de comunicação, também a entajuda e *assistência* são importantes, e implicam até a possibilidade de colaboradores de uma autoridade nacional

<sup>29</sup> A IOSCO é uma organização que associa os reguladores dos mercados de valores mobiliárias fundada em 1983, agrupando não apenas autoridades de supervisão mas também outros *gatekeepers* do mercados como as sociedades que gerem bolsas de valores, tendo em vista a cooperação e promoção dos *core principles* e a troca de informação a nível regional e global para defesa e promoção dos mercados e dos seus agentes – [https://www.iosco.org/about/?subsection=about\\_iosco](https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco).

<sup>30</sup> Acerca do segredo profissional e dos fundamentos e limites do segredo de supervisão, Catarino, 2019: 33.

competente do Estado da origem do agente económico praticarem atos no território de um Estado de acolhimento da empresa<sup>31</sup>.

O Governo e a CMVM conformaram desde cedo a legislação nacional com estes princípios, v.g. através da possibilidade de derrogação do dever de segredo profissional que impende sobre esta (art. 354.º, n.º1 CodVM), possibilitando a partilha de informação com ANCs nacionais e congéneres ou com entidades estrangeiras e *fora* internacionais<sup>32</sup>.

Ao cooperação decorre a mais das vezes do cumprimento de *deveres legais de cooperação ou de prestação de informação* a outras entidades *nacionais* ou *estrangeiras* interessadas<sup>33</sup>. No âmbito da função administrativa de supervisão os direitos são *funcionais* (poder-dever) e visam obter e prestar a informação *necessária e adequada* ao exercício das respetivas funções, e/ou o *exercício* dos poderes de supervisão no âmbito de universos regulatórios coincidentes<sup>34</sup>.

A cooperação através de *permuta* ou de *consulta mútua* com outras *autoridades nacionais* é relativa a entidades que estejam sujeitas a supervisão paralela, e sempre para *fins* de supervisão e sob *condição de reciprocidade*<sup>35</sup>. A cooperação com autoridades nacionais pode ultrapassar a mera troca de informação e as consultas mútuas e traduzir-se no estabelecimento de acordos administrativos e de procedimentos comuns. Também se prevê a realização de atos de supervisão conjunta entre diversas entidades, que traduzem já o trânsito da *entreaajuda* para um estágio de *cooperação-coordenação*, arts. 374.º, n.º 2 e 361.º, n.º 2, al. c) CodVM.

A partilha da informação obtida no âmbito desta cooperação depende de uma *autorização expressa* da autoridade que a disponibilizou, dado que mantém a sua titularidade (art. 356.º, n.º 2 CodVM). Este ato (e o seu conteúdo) são também objeto de um dever de segredo que é legalmente cominado a todas as partes participantes

31 Cfr arts. 5.º, 34.º, 35.º e 69.º da Diretiva n.º 2014/65/UE ou DMIF II e 377.º CodVM.

32 A cooperação e concertação administrativa encontram-se previstas desde logo no art. 4.º da Lei-Quadro das Entidades Reguladoras, mas também nos estatutos dos demais supervisores do sistema financeiro como o BdP (cfr arts. 78.º-81.º RGIC e 16.º da respetiva Lei Orgânica), da ASF (art. 7.º dos Estatutos da ASF), e da CMVM (art. 4.º dos Estatutos).

33 Cfr arts. 355.º- 356.º para o âmbito subjetivo e material e 373.º-374.º no âmbito funcional – todos do CodVM.

34 Cfr. arts. 354.º, n.º 4 e 356.º, n.º 1, 358.º e 375.º CodVM.

35 Cfr. arts. 355.º, n.º 1, 373.º e 374.º n.º 2, als. b) e c) CodVM. A derrogação do dever de segredo relativamente a informação conhecida pela CMVM no âmbito e por causa das suas funções, abrange um universo vasto de entidades elencadas no n.º 1 do art. 355.º, mas se independe do dever de segredo, depende das funções concretas a desempenhar e da necessidade e adequação às mesmas. Por isso dizemos que a cooperação é *funcional* (art. 356.º CodVM).

na posterior relação de cooperação. O segredo derogado para partilha renasce e acompanha a informação transmitida ou recebida, numa espécie de “segredo partilhado” ou “segredo em cadeia” (art. 356.º, n.º 3 CodVM).

É tal abrange os atos decorrentes de cooperação administrativa com *autoridades estrangeiras*, sejam autoridades de supervisão *congêneres* da CMVM na União Europeia, ou entidades de supervisão congêneres de Estados terceiros – com algumas limitações. Incluem-se neste último caso as autoridades ou agências de supervisão da União (v.g. no âmbito do Sistema Europeu de Supervisão Financeira ou SESF)<sup>36</sup>, cumprindo referir que a partilha da informação recebida no âmbito do SESF se encontra sujeita aos mesmos requisitos legais de autorização e de extensão do dever de segredo *supra* referidos<sup>37</sup>.

Afirmámos que a cooperação administrativa pode ultrapassar a mera troca de informação e consultas mútuas no quadro da União Europeia; referimos já os casos de entajuda ou assistência a entidades congêneres através da participação de representantes daquelas entidades nas diligências que a CMVM realize para obtenção da informação requerida (art. 377.º, n.º 5 CodVM<sup>38</sup>). Esta cooperação reforçada encontra algumas limitações em matéria de supervisão e de investigação ou inquérito de ilícitos contraordenacionais ou criminais<sup>39</sup>, podendo ser recusada informação pela CMVM: *i*) quando for “susceptível de prejudicar a soberania, a segurança ou a ordem pública nacionais” (independentemente da sua *classificação* ao abrigo do Regime de Segredo de Estado<sup>40</sup>); *ii*) quando possa prejudicar “a sua própria investigação, as atividades de fiscalização ou uma investigação penal”; *iii*)

36 Referimo-nos *i.a.* à Comissão Europeia, à Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, à Autoridade Bancária Europeia, à Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma, ao Comité Europeu do Risco Sistémico e ainda ao BCE e ao SEBC (art. 355.º, n.º 2 CodVM).

37 Cfr arts. 355.º, n.ºs 2 e 3 CodVM e 35.º do Regulamento (UE) n.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010, que criou a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados. Prevê a prestação de informações pela CMVM, a pedido ou de forma periódica, bem como a possibilidade de a Autoridade prestar a mesma informação a autoridades congêneres da UE – mas a Autoridade, a informação e aqueles a quem ela seja retransmitida, encontram-se obrigados a sigilo profissional (arts. 35.º, n.ºs 2 e 3 e 70.º, n.º 3 do Regulamento).

38 As supervisões conjuntas eram já previstas no art. 5.º da Diretiva dos Prospetos, ou mais recentemente no art. 37.º do denominado Regulamento *short-selling* ou de vendas a descoberto (n.º 236/2012), e consta do art. 21.º do Estatuto legal da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (Regulamento n.º 1095/2010 – *infra*).

39 A matéria de crimes de mercado tem na União Europeia um regime de cooperação especial (informação e “assistência” na investigação, art. 377.º-C CodVM).

40 Lei Orgânica n.º 2/2014, de 6 de agosto.

quando a mesma matéria (factos e pessoas) tiver sido objeto de caso julgado ou se encontrar sob apreciação judicial (art. 377.º, n.ºs 3 e 4 CodVM)<sup>41</sup>.

A prestação de informação a *entidades congéneres de Estados terceiros à União* também tem *limitações* legais dependentes da verificação de determinadas condições prévias. Assim: *i)* as autoridades devem exercer *funções equivalentes* às exercidas pelas entidades enunciadas no art. 355.º, n.º 1; *ii)* é *condição necessária* que tais entidades tenham um regime de sigilo equivalente ao nacional; *iii)* a prestação é *limitada* ao “necessário para a supervisão dos mercados financeiros e para supervisão, em base individual ou consolidada, de intermediários financeiros”<sup>42</sup>.

A par da cooperação administrativa decorrente de deveres legais prevêm-se formas de *contratualização* interadministrativa<sup>43</sup> para troca de informação. Esta pode ser bilateral ou multilateral, celebrada com outros supervisores setoriais nacionais<sup>44</sup> ou com instituições congéneres (“ou equiparadas”) de outros Estados, ou decorrer da participação da CMVM em *fora* internacionais, informais ou organizações internacionais<sup>45</sup>. As obrigações assumidas podem implicar a *entreeajuda*, através da recolha de elementos relativos a infrações contra o mercado cometidas em outros Estados – se a investigação couber nas suas atribuições –, com a possibilidade da participação (subordinada) de representantes das entidades congéneres (art. 376.º, n.º 3 CodVM). A sanção para o incumprimento do acordado por uma parte reside na exceção de não cumprimento pela outra.

Os contratos administrativos de troca de informação, bilaterais (*Tailor-Made Agreements*) ou multilaterais, usualmente designados por *Memorandum of Understanding* (MoU), foram institucionalizados pela IOSCO e pela ESMA, com a primeira a estatuir os procedimentos para a sua negociação e celebração e também

41 Não podemos enunciar toda a informação objeto de comunicação, mas o leque dos deveres de prestação de informação a *autoridades europeias* é vastíssimo, desde a mera comunicação de atos de autorização de entidades e serviços ao seu indeferimento até decisões administrativas condenatórias, e tende a crescer (*i.a.* arts. 295.º, n.º 4 e 377.º-B CodVM).

42 Cfr. arts. 355.º, n.º 3 e 373.º CodVM.

43 Cfr. arts. 374.º, n.º 2, al. e), 375.º, n.º 2 CodVM e 77.º ss do CPA.

44 Os acordos celebrados pela CMVM encontram-se disponíveis no respetivo *website*, em <https://www.cmvm.pt/pt/CMVM/AcordosComOutrasEntidades/Pages/acordos.aspx>.

45 Cfr. o art. 376.º, n.ºs 1 e 2, als. a) a c), e 5 e 6 CodVM. Os acordos celebrados pela CMVM com outras entidades e os acordos celebrados pela ESMA encontram-se disponíveis no *website* da CMVM, <http://www.cmvm.pt/pt/Cooperacao/AcordosComOutrasEntidades/Pages/acordos.aspx>.

os princípios para uma boa e judiciosa aplicação, após a “Declaração do Rio” (Declaração considerada a antecessora dos MoU’s)<sup>46</sup>. Criados para a mera troca de informação e colaboração administrativa, evoluíram e traduzem ainda hoje uma excelente forma de cooperação entre os reguladores, seja na supervisão *ongoing*, seja na criação de verdadeiras redes de supervisão particularmente importantes em grupos transnacionais. Pelas suas características informais e não vinculativas alguns AA colocam-nas entre as fontes de *soft law*.

### 2.3. Cooperação mediante *coordenação em comités de supervisão da União*

Os planos de integração regional europeia e o de regionalização dos mercados de capitais colocariam sob pressão a necessidade da uma nova fase de cooperação e ultrapassagem da regulação “informalizada” – e com novos Planos de Ação da União entramos na fase dos processos comitológicos, estágio avançado de cooperação que convoca a *coordenação*.

Ao nível dos planos para ação destaca-se usualmente o *Financial Services Action Plan* (FSAP) de 1999<sup>47</sup>, que continha uma série de medidas legislativas materiais e um calendário (*timetable*) para a sua concretização, no que seria acompanhado do denominado Relatório Lamfalussy de 2001<sup>48</sup> – este, com impactos institucionais, denominado de *Final Report on the Regulation of the European Securities Markets*<sup>49</sup>. Dando sequência às pretensões políticas da Comissão, de crescimento económico e financeiro na União, o Relatório continha propostas que visavam ultrapassar críticas contra o moroso processo de decisão, o deficiente procedimento de reconhecimento mútuo e a difusa relação de competências de supervisão entre autoridades *host/home*, incluindo a inexistência de um *level playing field* decorrente de normas abertas e ambíguas que obstaculizavam a harmonização ao permitir diferentes interpretações. A “nova arquitetura” apostou por isso numa forma de cooperação assente *i)* num campo regulatório harmonizado, *ii)* no funcionamento em rede dos reguladores nacionais, *iii)* no apoio de *Comités* de apoio à decisão

46 Além de aí se prever o melhor procedimento de negociação de um MoU, prevê-se igualmente o seu conteúdo mínimo bem como os dez princípios que constituem os denominados *IOSCO principles for MoUs*, <https://www.iosco.org/about/?subsection=mmou>.

47 O *Financial Services Action Plan* (FSAP) decorre das pretensões da Comissão Europeia expressas na sua comunicação de 28 de outubro de 1998 denominada de *Financial Services: Building a Framework for Action* e contém os demais atos posteriores de implementação da CEE.

48 Sobre a sua constituição e funcionamento Hüpkes; Quintyn & Taylor, 2005: 19.

49 O denominado *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Market*, de 15 de fevereiro de 2001, do comité de sábios presidido por Alexandre Lamfalussy.

pela Comissão Europeia compostos por representantes das autoridades nacionais reguladoras do sector, e *iv*) na produção, em cooperação, de medidas de implementação pelos Estados-Membros<sup>50</sup>.

Com a aplicação na área dos serviços financeiros deste “processo comitológico”<sup>51</sup> o processo de cooperação regulatória interinstitucional passa a um estágio mais avançado pois convoca a *coordenação* nos casos em que são co-atribuídas à Comissão Europeia competências de execução de um ato legislativo: a sua implementação cabe aos Estados-Membros através de Comitês compostos por membros das ANCs. Na sequência do Conselho Europeu de Estocolmo de março de 2001 foi criado um Comité de Valores Mobiliários (CVM ou ESC de *European Securities Committee*<sup>52</sup>) e um Comité independente que integrava os reguladores europeus – o CESR ou CARMEVM<sup>53</sup> – num procedimento de cooperação baseado em 4 níveis ou degraus de densificação normativa *top to bottom*<sup>54</sup>. Teria um papel fundamental na cooperação com e entre membros das ANCs, permitindo a harmonização e coordenação regulatória pela *expertise*, composição intergovernamental e intervenção nos diversos níveis de concretização e de *enforcement* dos atos legislativos iniciais. O grau máximo de cooperação interinstitucional verificou-se num Nível 3 onde operava a uniformização e convergência regulatória de forma célere e informal através de atos quase-normativos como as suas Orientações ou

---

50 Para uma consulta dos diversos documentos relevantes, [http://europa.eu/documentation/official-docs/index\\_pt.htm](http://europa.eu/documentation/official-docs/index_pt.htm).

51 O “procedimento comitológico” ou comitologia foram expressões que entraram em voga para significar um meio de exercício de poder pela Comissão no desenvolvimento dos atos legais comunitários, tendo tido assento legal com a “decisão Comitologia” *supra* referida adotada pelo Conselho em 28 de junho de 1999 (Decisão n.º 1999/486/CE) e alterada pela Decisão do Conselho n.º 2006/512/CE de 17 de julho de 2006 que regularia o controlo dos poderes de execução da Comissão contidos no art. 202.º do Tratado (JOUE 22 de julho de 2006, L 200/11). Foi revogado pelo Regulamento (UE) n.º 182/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de fevereiro de 2011, que estabelece as regras e os princípios gerais relativos aos mecanismos de controlo pelos Estados-Membros do exercício das competências de execução pela Comissão, e o “Modelo de Regulamento Interno dos Comitês” (2011/C 206/06, JOUE 12 de julho de 2011). Mantém-se a regra de que estes comitês são compostos por representantes dos Estados-Membros e a maioria das medidas de implementação pela Comissão são previamente submetidas a apreciação técnica e política por parte destes. Leeuwen & Demarigny, 2004: 209.

52 Resolução do Conselho Europeu de Estocolmo de 23 de março de 2001, e Decisão da Comissão 2001/528/CE, de 6 de junho de 2001, JOCE, L191 de 13 de julho de 2001.

53 O *Committee of European Securities Regulators* ou Comité das Autoridades de Regulação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (CESR, ou CARMEVM) foi constituído por Decisão da Comissão 2001/527/CE, de 6 de junho de 2001.

54 Para uma visão do procedimento Catarino, 2010: 170 e 187; Câmara, 2017: 36.

Recomendações (“CESR guidance”) que por vezes colmatavam também lacunas e se baseavam numa mera *peer pressure* (*soft law*<sup>55</sup>).

Esta estrutura regulatória europeia seria alargada para o mercado bancário e segurador<sup>56</sup> face aos bons resultados da aplicação das medidas preconizadas pelo FSAP – a Comissão Europeia avançou com um Livro Branco para os Serviços Financeiros 2005–2010 visando um novo estágio de concertação e convergência na supervisão em matérias transfronteiriças e aprofundar a regulação de algumas áreas, consolidando o *enforcement*<sup>57</sup>. A final, era o caminho de uma comunidade cooperante epistemologicamente transnacional.

O Livro Branco apoiou as suas propostas no Himalaya Report do CESR de 2004<sup>58</sup> sobre a evolução dos mercados e as propostas de unificação e harmonização de poderes públicos e de instrumentos das ANCs, coordenando-as em rede como uma espécie de “mini-reguladores” da própria União. Entre os inúmeros Relatórios apresentados para aprofundamento da cooperação<sup>59</sup> salientamos o denominado Francq Report de 2 de fevereiro de 2006 (*FSC’s Report on Financial Supervision*), que entre métodos de máxima cooperação administrativa possível defendia já a cooperação “dedicada” ou “delegada”, i.e., a possibilidade de proceder a uma delegação de funções ou de competências públicas, legalmente atribuídas a nível nacional, entre as diversas ANCs.

#### 2.4. Cooperação através da *concertação transnacional*

A crise financeira espoletada em 2007–8 nos EUA com o crédito hipotecário de alto risco (*sub-prime*) foi uma janela de oportunidade para dotar os

55 A *soft law* traduz regras de conduta “(...) *that are laid down in instruments which have not been attributed legally binding force as such, but nevertheless may have certain (indirect) legal effects, and that are aimed at and may produce practical effects*” Senden, 2004: 110-119.

56 A estrutura regulatória Lamfalussy alargada em 2003 para a banca e os seguros contava no Nível 2 com apoio técnico do *European Securities Committee* (ESC/CVM), do *European Banking Committee* (EBC) e do *European Insurance Committee* (EIC), e no Nível 3 do *Committee of European Securities Regulators* (CESR), do *Committee of European Banking Supervisors* (CEBS) e do *Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors* (CEIOPS).

57 O denominado *Commission White Paper of 1December2005 on Financial Services Policy 2005-2010* [COM(2005) 629 final, que seguiria o *Green Paper* de maio de 2005.

58 *Preliminary Progress Report. Which Supervisory Tools for the EU Securities Markets? An analytical Paper by CESR (2004)*, CESR 04-333, de outubro de 2004.

59 O Relatório de progresso do CESR de novembro de 2007, 7-783, é denominado *A proposed evolution of EU securities supervision beyond*.

Comitês de poderes (próprios) de decisão (*decision-making*), ultrapassar a sua intergovernamentalidade e o seu encapsulamento ao princípio da subsidiariedade (art. 5.º TUE)<sup>60</sup>.

É frequente dizer-se na política que “it’s a shame to waist a good crisis”... Foi aqui decisivo o Relatório Larosière de 25 de fevereiro de 2009, embora existisse um mandato do ECOFIN de 2006 ao *Financial Services Committee e Economic and Financial Committee* para rever o processo institucional regulatório<sup>61</sup>. Pugnava por medidas de *concentração* de poderes regulatórios normativos em “corpos” transnacionais, num claro *upgrade* na cooperação mas com um (difícil) equilíbrio entre a sua independência e o controlo perante a Comissão Europeia<sup>62</sup>. Uma maior uniformidade interpretativa e convergência da supervisão, a criação de uma cultura comum, a possibilidade de respostas concertadas nomeadamente em casos de emergência...o Relatório de Larosière deve ser visto como mais do que uma mera resposta epidérmica à crise e à política de então: *chacun pour soi*<sup>63</sup>.

A Comissão Europeia estabeleceria em 4 de março de 2009 um Plano de Ação<sup>64</sup> e em 27 de maio de 2009, na Comunicação denominada “Supervisão financeira europeia”, analisava as falhas de supervisão – sobretudo *cross-border* – verificadas pré-crise de 2008<sup>65</sup>. Entendera que o processo comitológico “atingiu os limites do que pode ser feito” e que as diretivas Lamfalussy permitiam diferentes interpretações e aplicações de acordo com agendas nacionais, com inconsistência e arbitragem na supervisão financeira global<sup>66</sup>.

60 Cfr. o Relatório do *High Level Group*, pugnando pela criação de um Sistema Europeu de Supervisão, de 10 de junho de 2009.

61 No âmbito do relatório *2007-2013 Financial Perspectives for the EU*, visava-se, além do aprofundamento da liberalização e eficiência do mercado, o fim da estrutura multinível de decisão, um predomínio da Comissão sobre os Estados-Membros, e a substituição do estádio de “Estados concorrentes” pelo dos “Estados colaboradores”. Cfr. Exposição de motivos da Comissão Europeia, na sua *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies*, e o seu *Impact Assessment* de 12 de novembro de 2008.

62 Lindseth, 1999: 655.

63 Para uma visão aprofundada do “triálogo Conselho/Comissão/Parlamento, medidas e decisões políticas de 2009/2010, Moloney, 2011: 45; *idem*, 2011: 184.

64 Comunicação *Driving European Recovery* de 4 de março de 2009.

65 Comunicação da Comissão sobre Supervisão financeira europeia, 27 de maio de 2009.

66 Declaração n.º 39, anexa à Acta Final da Conferência Intergovernamental que aprovou o Tratado de Lisboa [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=uriserv:OJ.C\\_.2008.115.01.0001.01.POR&toc=OJ-C:2008:115:TOC#C\\_2008115PT.01033501](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=uriserv:OJ.C_.2008.115.01.0001.01.POR&toc=OJ-C:2008:115:TOC#C_2008115PT.01033501).

Recordemos que o princípio da subsidiariedade tivera expressão prática nos princípios da harmonização mínima e da *regulation by principles*, e gerariam como reação uma tendência de harmonização máxima para execução do plano FSAP (*supra*). Foi o tempo da “lisbonização do procedimento legislativo” com o Tratado de Lisboa, do sistema de delegações a favor da Comissão Europeia nos arts. 290.º e 291.º do TFUE<sup>67</sup>. Embora o Relatório Lamfalussy pugnassem pelo maior uso de Regulamentos, as Diretivas mantiveram-se durante mais oito anos como o principal instrumento de harmonização legislativa nos denominados Nível 1 e Nível 2 da regulação, cumprindo assim os princípios da subsidiariedade e de proporcionalidade acordados no Protocolo do Tratado de Amesterdão.

O atual sistema europeu baseia-se num *single rulebook* para os serviços financeiros e num sistema institucional assente em dois pilares fundamentais<sup>68</sup>: *i*) um órgão de supervisão macroprudencial – dada a assunção de que a supervisão falhou por algum alheamento ao risco sistémico por parte das ANCs dos mercados de capitais; *ii*) um sistema de supervisão microprudencial composto por uma rede de autoridades de supervisão, europeias e nacionais, especializadas em função da matéria (bancária, dos seguros, dos instrumentos financeiros).

Na atual estrutura institucional financeira da União, destaca-se o Comité Europeu do Risco Sistémico (*European Systemic Risk Board*, ESRB ou CERS<sup>69</sup>), com uma função de monitorização e de avaliação macroprudencial do risco sistémico na União, emissão de alertas, recomendações e acompanhando a sua implementação<sup>70</sup>, onde o BCE tem atribuições específicas e a que preside<sup>71</sup>. A prevenção da estabilidade financeira e do risco sistémico passaram a constituir uma atribuição de todas as ANCs<sup>72</sup>.

67 Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu e ao Conselho sobre a Aplicação do art. 290.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, de 9 de dezembro de 2009.

68 Bignami, 1999: 451.

69 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.

70 Especificamente acerca do ESRB, Ferran & Alexander, 2011: 3 ss.

71 Regulamento (UE) n.º 1096/2010, do Conselho, de 17 de novembro de 2010, que confere ao Banco Central Europeu atribuições específicas no que se refere ao funcionamento do Comité Europeu do Risco Sistémico.

72 Cfr. art. 15.º do Regulamento (UE) n.º 1092/2010. Para uma súmula do papel macroprudencial do CERS no SESF, Moreno, 2014: 69.

A nível microprudencial o Sistema pressupõe competências partilhadas. Apesar da discussão entre modelos de supervisão e do esbatimento entre setores de atividade optou-se por manter a tripartição tradicional – “banca, bolsa e seguros” – e a tendência *Twin Peaks*, em prol da especialização e *expertise* técnica.

Foram publicados cinco Regulamentos que constituem o Estatuto ou “Regulamento de base” de cada autoridade europeia de supervisão (AES ou *ESA*)<sup>73</sup>, sendo o Sistema composto por: *i*) uma Autoridade Bancária Europeia (*European Banking Authority*, *EBA* ou *ABE*); *ii*) uma Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (*European Insurance and Occupational Pensions Authority* ou *EIOPA*)<sup>74</sup>; *iii*) uma Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (*European Securities and Markets Authority*, de ora em diante *ESMA* ou Autoridade)<sup>75</sup>; *iv*) o Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão para coordenação e cooperação intersectorial (Comité Conjunto ou *Joint Committee of the European Supervisory Authorities*)<sup>76</sup>; *v*) as autoridades nacionais competentes (ANCs ou *NCA*), que fazem a supervisão operacional e diária do respetivo sector<sup>77</sup>.

O figurino inicial que assentava na regulamentação pela União Europeia e na supervisão pelas ANCs (“hub and spoke”) tende a ser substituído pelo movimento de devolução administrativa das competências de supervisão em

73 A arquitetura do sistema assenta fundamentalmente nos Regulamentos (UE) n.ºs 1092 a 1096/2010, de 15 de dezembro de 2010, que constam do JOCE L331, da Directiva *Omnibus* n.º 2010/78/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010 e das propostas de revisão pela *Omnibus II* – COM(2011)8 final. No que respeita às autoridades de supervisão microprudencial, os Regulamentos n.ºs 1093, 1094 e 1095/2010 contêm uma estrutura e um conjunto de normas de atribuição e de competências e procedimentos similares.

74 Regulamento (UE) n.º 1094/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010, cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma).

75 Regulamento (UE) n.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010, que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados).

76 Sendo um órgão sectorialmente misto coordenará e representará as diversas agências criadas pela União (ESMA, EBA e EIOPA), tendo em vista a adoção de posições comuns e troca de informação e coordenação, v.g. em matéria de conglomerado, auditoria, contabilidade e matérias de regulação horizontal (produtos financeiros de retalho, combate ao branqueamento de capitais, troca de informação, análises microprudenciais (arts. 54.º-56.º). Tem especiais competências para dirimir diferendos entre as diversas autoridades competentes (art. 20.º).

77 Wymeersch, 2007: 237.

corpos administrativos também da União – as agências europeias<sup>78</sup>. Tendo cariz consultivo, ou de apoio estatístico ou técnico, são uma realidade de há muito, mas no domínio financeiro em 2010 foram criadas agências com poder de *decision-making* num claro mimetismo institucional com as entidades independentes nacionais<sup>79</sup>. Consideradas agências de última geração (mas designadas de “autoridades”), atuam fora de relações de hierarquia, de tutela ou de superintendência e sem interferência na sua *policy*, autonomia ou gestão. No âmbito de uma organização internacional regional como a União Europeia traduzem uma forma institucional de administração reguladora “secundária” (porque fundada, em regra, em legislação comunitária derivada<sup>80</sup>), singularmente constituída por membros que se encontram apartados simultaneamente dos Governos e da Comissão Europeia.

### 3. A AUTORIDADE EUROPEIA DOS VALORES MOBILIÁRIOS E DOS MERCADOS: UMA EXPERIÊNCIA DE INTERGOVERNAMENTALIZAÇÃO OU TRANSNACIONALISMO?

O movimento de regionalização da supervisão financeira não é uniforme; por ora, o centro de gravidade ainda se mantém ao nível nacional, mas existem diferenças de *empowerment* entre as diversas autoridades europeias de supervisão. No âmbito da *governance* regional a autoridade de regulação dos mercados de instrumentos financeiros (AEVVM ou *ESMA*) ganhou protagonismo e é considerada um paradigma da fase de *cooperação-convergência* administrativa de supervisão. Em rigor a sua *expertise* e o elevado prestígio decorreram em parte do trabalho desenvolvido pelo seu antecessor (CESR) em termos de *soft regulation*, consolidado com o impressionante *output* legislativo material pós-crise. Em parte do trabalho do CESR não faltava já um papel inovador – p.e. na coordenação de áreas não legisladas pela União como no caso do *clearing* e do *settlement* -, mas foram-lhe atribuídas mais e fortes competências de regulação e de supervisão.

A necessidade de convergência na supervisão ficou demonstrada quando apenas 5 das 27 jurisdições nacionais procederam ao cumprimento total das “Guidelines

78 Acerca deste movimento, Catarino, 2012:147-203.

79 Não existe uniformidade das realidades institucionais criadas na UE como organismos, agências, autoridades, correspondendo esta noção à de Hoffman & Morini, 2012.

80 Conforme informa Tridimas, 2010: 230; Hoffman, 2009: 482-505.

to Simplify the Notification Procedure of UCITS”, orientações que pretendiam afastar dessintonias no passaporte criado pela Diretiva UCITS em 1985<sup>81</sup>.

A ESMA é um protótipo do experimentalismo institucional, e em termos de cooperação-concertação e cooperação-convergência de supervisão<sup>82</sup>, no caminho da centralização<sup>83</sup>. Como numa espécie de laboratório assiste-se a um movimento federalizante e de aprofundamento a que não faltou alguma oposição de algumas ANCs<sup>84</sup> e de Estados-Membros (o principal, o Reino Unido, deixou a União Europeia<sup>85</sup>).

Dotada de personalidade e ampla capacidade jurídica, com autonomia administrativa e financeira<sup>86</sup>, a ESMA responde perante o Parlamento Europeu e o Conselho (art. 3.º do *cit.* Regulamento (UE) n.º 1095/2010, de ora em diante Regulamento). A sua *governance* é complexa pois estatui-se a *independência* face aos Estados e à União<sup>87</sup> mas os membros dos seus órgãos principais são nacionais acentuando a sua *gênese intergovernamental*<sup>88</sup>: *i*) no Conselho de Supervisores (*Board of Supervisors* ou *BoS*) têm assento os Presidentes das autoridades nacionais competentes – únicos com direito de voto –, a par de representantes da Comissão Europeia, do BCE, do CERS, da EBA e da EIOPA, e *ii*) o Conselho de Administração (*Management* ou *administrative board*) agrega um Presidente e

81 Acerca da proeminência da ESMA face às demais ESAs, e sua relevância no âmbito internacional, Moloney, 2016a): 458.

82 No seu programa colocou com um dos vetores estratégicos 2016-2020, a convergência regulatória – ESMA, “Strategic Orientation 2016-2020”, ESMA/2015/935, de 2015.

83 Moloney, 2016: 316.

84 Na resposta ao *Green Paper* da Comissão sobre a criação do CMU, segundo o Bank of England “*We believe that the powers of the ESAs to ensure consistent supervision are sufficient, and that no new measures are required*”, in <https://www.bankofengland.co.uk/paper/2015/response-to-the-european-commission-green-paper-building-a-capital-markets-union>.

85 Assim, a House of Lords European Select Committee: “*The Five Presidents’ Report hints at the creation of a European Single Supervisor for capital markets, which would have ramifications for the UK and which we have previously opposed. However, the CMU Action Plan, presented by Commissioner Hill in 2015, did not mention this*” – 13th Report of Session 2015-16, “Whatever it takes”: the Five Presidents’ Report on completing Economic and Monetary Union, pp. 42-43.

86 As receitas, que quase triplicaram desde o seu nascimento, advêm do orçamento da União (inicialmente 40% agora pouco mais de 30%) e do orçamento das autoridades nacionais (inicialmente 60%, agora pouco mais de 42%), e agora também de regulados (cerca de 25%), estando sob controlo do Tribunal de Contas – arts. 1.º, 10.º, 15.º e 42.º do Regulamento.

87 Sobre o mimetismo com as norte-americanas *independent regulatory agencies*, Yatanagas, 2001..

88 Kingsbury & Krish, 2006; Thatcher, 2007: 347.

seis representantes dos Estados-Membros eleitos pelo *BoS* e um representante da Comissão Europeia; *iii*) a sua *policy* repousa em *Standing Committees* e *Task Forces* compostas por colaboradores das ANCs; *iv*) a autonomia e independência dependem de receitas do orçamento da União e dos Estados e das entidades e atividades sob supervisão direta (a dependência total das ANCs, ou do Orçamento da União ou dos regulados têm vantagens e desvantagens para a sua independência real)<sup>89</sup>.

A sua *governance* é complexa pois as características de *independência* face aos Estados e à União conjugam-se em órgãos sociais dominados na sua maioria por representantes dos reguladores nacionais num eventual controlo *bottom-up*. Na realidade, afirmar ou não a sua natureza intergovernamental depende sobretudo da verificação *i*) das práticas assumidas, *ii*) da assiduidade, *iii*) da frequência das reuniões, *iv*) da *expertise*, da tecnicidade e do ativismo dos membros nas suas reuniões, *v*) dos recursos que cada Estado disponibiliza, *vi*) da origem dos representantes – é diferente se os membros dos órgãos vierem de departamentos ministeriais ou de agências independentes dos Governos nacionais *vii*) de os representantes da Comissão Europeia serem ativos e particularmente bem preparados, *viii*) da maior ou menor preponderância decisória dos Estados-Membros que mais apostem em termos de recursos e de disponibilidade.

A intergovernamentalidade pode também considerar-se afastada porque, em regra, são autoridades reguladoras nacionais são independentes e não os Governos através de representantes ou agentes ministeriais, quem tem “influência nacional” nos trabalhos europeus. Exceto quando estejamos perante períodos de crise financeira, de tensão nacionalista ou de questões políticas de extrema relevância para um Estado-Membro – como sucedeu em 2007-2008 e antes do Brexit, em que os Governos “tomaram as rédeas da regulação” –, não há “cadeia de comando” governamental sobre os representantes nacionais das ANCs.

Este panorama não foi alterado pela recente revisão dos Regulamentos de base das Autoridades e do CERS pelo Regulamento (UE) n.º 2019/2175<sup>90</sup>,

89 Cada autoridade tem um órgão de consulta composto por *stakeholders* do respetivo sector – o Grupo de Interessados do Sector dos Valores Mobiliários e dos Mercados (SMSG, art. 37.º do Regulamento), a par de um órgão misto independente e imparcial, denominado de Câmara de Recurso (*Board of Appeal*) que decidirá de forma vinculativa os recursos de decisões das novas Autoridades, num processo contraditório e participado (art. 60.º).

90 Cfr. Regulamento (UE) n.º 2019/2175 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18 de dezembro de 2019. No caso da ESMA, o Regulamento (UE) n.º 1095/2010 for a já alterado pela Diretiva n.º 2011/61/UE do Parla-

que de (forma tímida) mantém um caminho de supranacionalismo aproximando-as das instituições europeias.

A reforma legislativa do SESF pretendeu reforçar o papel, independência e a autoridade do Presidente do Conselho de Supervisores, com um maior recurso à delegação de competências v.g. na Vice-Presidência<sup>91</sup>, criando uma maior profissionalização e independência das Autoridades perante as autoridades nacionais v.g. no domínio orçamental (mas maior controlo e transparência v.g. perante o Parlamento Europeu – cfr. arts. 43.º-A, 49.º-A), com órgãos dotados de membros a tempo inteiro e agilização de procedimentos v.g. através de um aumento dos casos de votação por maioria simples e procedimentos escritos de deliberação (cfr. arts. 44.º, n.ºs 1 e 4 e 45.º-A), e uma maior participação e influência dos colaboradores das Autoridades e de grupos em instâncias preparatórias de regulação e supervisão (grupos de trabalho, comités, grupos de coordenação, arts. 39.º, 40.º, n.º 7, 41.º, 43.º, n.º 1, 45.º-B, 47.º).

Ao nível político a independência foi-se firmando também perante a Comissão, o Conselho e o Parlamento Europeu, apesar das naturais tensões decorrentes de estas instituições não abdicarem dos seus poderes v.g. de *rule-making* e de controlo político. São disso exemplo as divergências havidas entre a ESMA e a Comissão nos casos dos *cit.* regimes AIFMD e EMIR (nas propostas de criação dos atos delegados), mas também o Parlamento Europeu se mostrou cioso da sua participação no processo regulatório e no controlo desta nova administração europeia que entendeu muito colada à Comissão Europeia. A denominada “Balz Resolution” de janeiro de 2016 é um exemplo da pretensão de um maior controlo sobre a ESMA e que teria alguma resposta na revisão do seu Regulamento de base relativamente à transparência dos procedimentos internos e à intervenção do Parlamento Europeu numa fase mais precoce do procedimento de *decision* e de propostas de *rule-making*<sup>92</sup>.

---

mento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2011, e pela Diretiva n.º 2014/51/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 abril de 2014.

91 Cfr. Proposta alterada da Comissão de um Regulamento que altera o SESF, de 12 de setembro de 2018, COM(2018) 646 final.

92 Cfr a Resolução do Parlamento Europeu de 19 de janeiro de 2016, *Stocktaking and challenges of the EU Financial Services Regulation: impact and the way forward towards a more efficient and effective EU framework for Financial Regulation and a Capital Markets Union*.

Com efeito, os atores políticos da União manifestaram-se com especial vigor antes da alteração, em 2019, do sistema institucional europeu de supervisão financeira. O Parlamento Europeu, por exemplo, recomendou à ESMA e à Comissão que *i)* operassem sempre dentro dos limites fixados no Nível 1 dos atos normativos da União, na (profusa) regulação normativa de execução e de implementação<sup>93</sup>, e *ii)* um menor ativismo regulatório através de Orientações e Recomendações – sobretudo quando as mesmas não resultam expressamente de um ato legislativo. Foi igualmente requerida uma maior certeza e clareza das normas que habilitem iniciativas da ESMA, uma maior consistência e coerência entre os atos legislativos de base e os atos delegados no respeito pelo *acordo entre os legisladores* e o *princípio da proporcionalidade*, e que ESMA e a Comissão Europeia operem estritamente dentro das suas atribuições e competências fixadas no Regulamento de base.

A revisão do SESF de 2019 daria corpo a algumas destas preocupações conforme resulta expresso no preâmbulo dos projetos e do Regulamento (UE) n.º 2019/2175, e nas alterações v.g. aos arts. 1.º, n.º 5, e 8.º, n.º 3. Também aí foi dada resposta às recomendações de que os projetos de normas técnicas de execução e de regulamentação fossem objeto de um procedimento mais transparente, nomeadamente porque o Parlamento Europeu pretendeu que os respetivos documentos fossem publicitados, com o estágio dos respetivos procedimentos, e disponibilizados pela própria Autoridade e não pela Comissão, com a antecedência necessária a uma efetiva participação e controlo<sup>94</sup>.

O reforço da *governance* da ESMA sofreu ainda outras refrações típicas do que designámos por experimentalismo institucional. Dada a falta de uma relação formal de hierarquia ou de tutela com os demais órgãos constitucionais da União, e atento o seu *déficit* de legitimação, acentuou-se a “legitimação pelo procedimento” assegurada agora através de normas que reforçam o relacionamento da Autoridade com os consumidores e os investidores – para além dos poderes do Grupo de Interessados do Sector dos Valores

93 Se na DMIF II contámos cerca de 50 mandatos para atos delegados, na CRD IV e CRR existem mais de 100 atos de execução e de implementação, a que se acrescentam cerca de 40 da BRRD – a EBA emitiu no final de 2014 cerca de 93 *Technical Standards*, e durante o ano de 2014, cerca de 22 *Regulatory Technical Standards* e 10 *Implementing Technical Standards* – *EBA Annual Report 2014*.

94 Cfr. arts. 2.º, n.º 4, 8.º, n.º 1, *a-A*), *k-A*), e n.º 3, e o arts. 10.º, n.º 1 e 15.º, n.º 1 que obriga a Autoridade ao envio ao Parlamento Europeu e ao Conselho, concomitante ao envio à Comissão, dos “projetos de normas técnicas”.

Mobiliários e dos Mercados (art. 37.º). Este é aliás um dos LEIT MOTIV da reforma e do Plano de Ação da Comissão Europeia de 2020: a aposta na educação e literacia financeira e digital no âmbito do objetivo de proteção dos consumidores (arts. 9.º, n.º 1, alínea *a-B*), *c*) e *f*) e n.º 4), com a qual se visa:

- i*) o crescimento na UE da cultura de investimento em instrumentos financeiros e aceitação da sua natural volatilidade;
- ii*) a escolha pelos pequenos investidores de um financiamento futuro das suas pensões menos alicerçadas nos sistemas de pensões públicas;
- iii*) favorecer o investimento transfronteiriço e consequente movimento dos capitais para onde tenham maior retorno (existem mesmo produtos como os PEPP<sup>95</sup> que assentam nestas premissas de privatização do sistema de pensões, com a portabilidade pessoal do “seu” sistema de pensões, destinando-se ainda a fomentar a mobilidade dos trabalhadores entre diversos Estados-Membros v.g. na procura de trabalho – e assim fazendo face ao problema demográfico (real) de alguns dos Estados-Membros<sup>96</sup>.

Prevê-se ainda uma participação alargada de pessoas singulares e coletivas nas atividades da ESMA, seja *i*) através da disponibilização de informação no respetivo sítio na internet (art. 8.º, n.º 1, *k-A*), seja *ii*) através de um diálogo regulatório decorrente de Perguntas & Respostas (art.16.º-B), seja ainda *iii*) pelas consultas públicas alargadas (art. 8.º, n.º 3) ou *iv*) por um “direito de queixa” de pessoas singulares e coletivas contra autoridades de supervisão dos Estados-Membros por violação do direito da União (art. 9.º, n.º 2).

Esta proximidade aos consumidores/investidores, na sua proteção e no diálogo regulatório (seja através da participação no procedimento, seja no direito de queixa ou de denúncia), ultrapassando as relações diretas que se estavam a estabelecer com agentes económicos como as empresas financeiras e as estruturas de mercado, é também um claro *upgrade* para o transnacionalismo. Ao mesmo tempo, se a natureza das ANCs cujos representantes a compõem as afasta da pretensão da

95 Regulamento (UE) n.º 2019/1238 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de junho de 2019, relativo a um Produto Individual de Reforma Pan Europeu (*Pan-European Personal Pension Products* – “PEPP”).

96 Allen & Lubos, 2019:17.

influência dos Governos e se não se deixa capturar pela Comissão Europeia, pode ser afirmado que a ESMA não é apenas um “clube” de supervisores nacionais<sup>97</sup>.

#### 4. A CAPACIDADE DECISÓRIA TRANSNACIONAL NA *COOPERAÇÃO-CONCERTAÇÃO*

A atribuição de alguns poderes de decisão concretos no domínio dos mercados dos valores mobiliários, para além da recolha e tratamento de informação<sup>98</sup> e da promoção da coerência regulatória permite promover uma cultura e coerência de supervisão.

Detém poderes de iniciativa normativa no setor que regula, pois lhe cabe decidir elaborar e propor os projetos de “normas técnicas de regulamentação” e de “normas técnicas de execução” que ela própria irá aplicar; irá proferir sobre eles Orientações e Recomendações quase-vinculativas para as autoridades nacionais ou aos intervenientes no mercado (arts. 10.º, 15.º e 16.º); avaliará do seu cumprimento (arts. 17.º e 30.º); pode dirigir-se às autoridades nacionais relevantes para que adotem as medidas que considere necessárias; em caso de inação ou recusa de acatamento pode dirigir-se aos intervenientes nos mercados financeiros para adoção de medidas concretas consideradas necessárias – seja porque entende violada ou não aplicada a legislação da União (art. 17.º), seja por uma sua decisão arbitral (art. 19.º), ou numa instrução de coordenação ou decisão proferida em situação *de emergência* (art. 18.º)<sup>99</sup>. A ESMA tem consciência de que esta transferência vertical de poderes traduz uma forte pressão sobre os Estados e contém um enorme risco jurídico e político pelo que a aplicação de alguns destes poderes tem sido parcimoniosa e supletiva.

---

97 Ferran, 2014.

98 A detenção de informação – e de boa e completa informação – mantém-se ainda como uma das melhores “armas” da supervisão dos mercados, e por isso se assiste à detenção de vastos *poderes de obtenção e centralização de informação* (art. 8.º, n.º 2 Regulamento). A informação pode ser obtida mediante pedido ou troca com autoridades nacionais, com intervenientes no mercado ou terceiros ao exercício profissional da atividade regulada, mantendo-se os tradicionais *poderes de cooperação*, v.g. com autoridades de Estados terceiros à União e mesmo com organizações internacionais (v.g. através de MoUs de troca de informação, art. 35.º).

99 Numa “situação de emergência”, as medidas podem ser suscitadas junto do Conselho que, em consulta com a Comissão e o ESRB, determina se a ESMA dirige a injunção a uma ou mais entidades nacionais (art. 18.º). Se os reguladores a não cumprirem, e dentro das *Framework directives* que regem os reguladores nacionais (art. 1.º, n.º 2), dirige aos intervenientes no mercado uma decisão individual para tomar as medidas *necessárias*.

Em breve nota, cumpre salientar que as soluções vertidas no processo legislativo podem depender do equilíbrio de forças entre a Comissão e os Estados-Membros através dos seus representantes, parecendo certo que a recetividade à implementação indireta da *policy* da União é mais fácil perante Estados fracos ou menos preparados tecnicamente ou em que os representantes nacionais pertencem a ANCs altamente independentes e especializadas. Igualmente essencial na convergência da supervisão é a tarefa administrativa de orientação e interpretação da legislação primária a União, típica da atividade do CESR no Nível 3 do processo comitológico (*supra*). Para atingir uma aplicação comum (e a convergência na supervisão) existe um relacionamento com as ANCs e os intervenientes nos mercados (de que o Parlamento Europeu, o Conselho e a Comissão não ficam à margem<sup>100</sup>), em que a Autoridade tem de orientar ou convidar à adoção de uma conduta positiva ou negativa (através *Orientações e Recomendações*, art. 16.º). As ANCs e os intervenientes de mercado têm o dever de desenvolver “todos os esforços para dar cumprimento a orientações e recomendações”- e não se pede os “melhores esforços” mas o cumprimento de um dever (art. 16.º, n.º 2).

Tal como sucede com a política de divulgação de Perguntas e Respostas (FAQ ou Q&A) sobre a legislação europeia, os princípios de harmonização máxima por Diretivas e a posterior aposta na regulação por Regulamentos não são por si só garantia de uma interpretação e aplicação uniformes do direito da União – ademais, os atuais Regulamentos tendem a aproximar-se das Diretivas, dependendo demasiado de normas nacionais ou europeias de implementação... No entanto, não podem criar direito pois apenas se visa “definir práticas de supervisão coerentes” ou “garantir uma aplicação comum, uniforme e coerente do direito da União”, art. 16.º, n.º 1.

A arquitetura do SESF está funcionalmente orientada para a concertação mas a recente legislação tende a afastar-se da concertação entre atores administrativos nacionais e europeus e a aproximar-se da convergência necessária. Com efeito, a aplicação do novo normativo europeu mostra um caminho de “soberania administrativa” da União visível nos poderes de concentração de poderes e na atribuição de competências de âmbito regional como a de proibir ou restringir temporariamente práticas ou atividades financeiras (p.e. quando entenda que ameaçam o funcionamento ordenado, a integridade dos

---

100 As instituições constitucionais da União são informadas no Relatório anual da Autoridade de atividades dos instrumentos quase-normativos formulados com especificação das ANCs que lhes não deram cumprimento ou sequência, arts. 17.º, n.º 4 e 43.º, n.º 5.

mercados ou a estabilidade de parte ou da totalidade do sistema financeiro da UE, art. 9.º, n.º 5).

#### **4.1. Procedimento de concertação: os Colégios de Autoridades de Supervisão e as Avaliações entre Pares**

Os Colégios de Autoridades de Supervisão são estruturas flexíveis de cooperação entre supervisores nacionais que visam promover e monitorizar a aplicação coerente do direito da União e permitir a convergência nas melhores práticas de supervisão. Historicamente criados no domínio dos grupos bancário e segurador (após as falhas verificadas nos casos do BCCI, do banco Ambrosiano ou Fortis) a vantagem da sua consagração em termos de diálogo regulatório e coordenação internacional não necessita demonstração. Ademais, permitem a monitorização de empresas transnacionais ou de grupos presentes em diferentes jurisdições, consolidando a supervisão numa base *ongoing* e permitindo compreender o seu risco global.

A ESMA tem um papel de liderança relativamente às instituições que desenvolvem atividades transfronteiriças e nas relações de cooperação *entre e com* as ANCs (o seu *staff* pode participar em inspeções *on site* conjuntas sendo dotados de todos os poderes detidos pelas ANCs (art. 21.º). Mas os Colégios têm muitas outras finalidades e incluem realizar (iniciar e coordenar) testes de esforço (*stress tests*) nomeadamente para avaliar a resistência a riscos sistémicos, podendo dirigir recomendações às ANCs para realizar inspeções, realizar avaliações específicas, emitir Orientações e Recomendações para promover essa convergência e/ou a adoção de boas (ou melhores) práticas.

Este mecanismo de cooperação administrativa reforçada visa sobretudo atividades com grande escala e risco sistémico ou grupos transnacionais numa supervisão em que participam vários reguladores – um exemplo de Colégios pode ser visto no âmbito do Regulamento (UE) n.º 648/2012, relativo aos derivados do mercado de balcão<sup>101</sup>, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações. Vulgarmente

---

101 Bank of England, 1995, *Report of the Board of Banking Supervision Inquiry into the Circumstances of the Collapse of Barings*, HMSO Centre, Londres, <http://.bankofengland.co.uk/publications/annualreport/index.htm/>. Esta é uma das áreas em que a regulação privada funciona melhor que a estadual e onde o risco é particularmente grande... Com uma noção jurídica que caracteriza o derivado como instrumento financeiro de raiz contratual e natureza abstrata sobre um ativo subjacente, dependentes de um prazo e de um risco acrescido, eles têm uma função económica de cobertura de risco (*hedging*), além de especulativa e de arbitragem que os torna explosivos quanto a efeitos de risco sistémico e de contágio. Paradoxalmente esta é uma das áreas em que a regulação privada funciona melhor que a estadual e onde o risco é particularmente grande – vd Board, 2000; 156. Sobre tais instrumentos financeiros em geral, Caballero, 2000.

conhecido pelo acrónimo inglês EMIR, de *European Market Infrastructure Regulation* (arts. 19.º-21.º<sup>102</sup>), prende-se com a supervisão das contrapartes centrais (CCPs), uma atividade com claro risco sistémico<sup>103</sup>, participando em todos os Colégios que são regulados por um Protocolo – o que nem sempre tem evitado algumas dificuldades de coordenação interna<sup>104</sup>.

Outro meio de concertação são as denominadas Avaliações entre Pares (*peer review*) ou avaliações de ANCs, que incidem sobre algumas ou todas as suas atividades ou de algumas matérias e podem visar igualmente objetivos comparativos, v.g. entre a *governance* ou a atuação de uma ou mais ANCs. Sendo bem aceites pelos Estados-Membros, podem dar origem a Recomendações ou Orientações, sendo publicitados os resultados desde que exista consentimento da ANC visada (arts. 8.º, n.º 1, als. *b*) e *e*) e 30.º)<sup>105</sup>.

Têm a sua génese nas práticas do *Financial Stability Board* (FSB) e avaliações (*assessments*) levadas a cabo rotineiramente pelo Grupo Banco Mundial/FMI no âmbito regulatório, de supervisão, *enforcement* e sanção. A ESMA deve levar a cabo estas avaliações periódicas das ANCs, decididas pelo *BoS* de forma “ad-hoc” ou segundo um Plano<sup>106</sup>, de acordo com Protocolos e Metodologias previamente fixadas, sendo um dos fins aferir da convergência já existente em matéria de práticas de supervisão e da sua consistência e promovê-la (arts. 29.º e 30.º), mas também avaliar o cumprimento de regras e princípios normativos e para-normativos da UE e das boas práticas, avaliando a capacidade de reposta e a *governance* e os

102 Regulamento (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de julho de 2012, relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações.

103 Comissão Europeia, “Roadmap, Framework for Resolution of non-bank Financial Institutions”, abril 2015.

104 ESMA, “ESMA Review of CCP Colleges under EMIR”, ESMA/2015/20 (2015). Moloney, 2016: 376.

105 Os relatórios finais são objeto de apreciação pelo *Supervisory Convergence Standing Committee*, antes de, com eventuais comentários ou recomendações deste último, ser apresentado ao *BoS*, e implicam (i) a verificação de cumprimento da legislação, sua violação ou não aplicação (*incorrect or insufficient application*) pelos Estados, num primeiro estágio de investigação, podendo concluir por uma “Orientação” ou uma “Recomendação” (após audição da autoridade), arts. 30.º, n.º 3 e 16.º, n.º 3. Se a recomendação não for acatada, (ii) nos termos gerais de incumprimento legal a Comissão pode emitir um *parecer formal (formal opinion)*, sob orientação da ESMA, contendo as medidas consideradas necessárias para assegurar o cumprimento da regulação.

106 Seguem uma metodologia própria, aprovada em 2013 – *ESMA Peer Review Methodology*, ESMA/2013/1709 -, e substituída em 2018 – ESMA 42-111-4661, de 20 de julho de 2018. Existe um *Standing Committee*, o *Supervisory Convergence Standing Committee* que atua de acordo com os Protocolos e Metodologias da ESMA sobre esta matéria, em vias de alteração.

recursos internos das ANCs<sup>107</sup>. Existe um dever de cooperação no procedimento que é regido pela boa-fé e participação da ANC<sup>108</sup>.

#### **4.2. Procedimentos de concertação-convergência: o regime de *short-selling* e produtos financeiros especialmente complexos.**

O Regulamento (UE) n.º 1095/2010 prevê a possibilidade de a ESMA tomar decisões concretas dirigidas às ANCs ou agentes de um mercado (arts. 8.º e 9.º), entre as quais a de “*proibir ou restringir temporariamente determinadas atividades financeiras que ameacem o funcionamento ordenado e a integridade dos mercados financeiros ou a estabilidade da totalidade ou de parte do sistema financeiro da União*”, conforme as competências previstas nos atos legislativos do art. 1.º, n.º 2, ou em casos de urgência previstos no art. 18.º, devendo tais decisões ser revistas pelo menos a intervalos de 3 meses (art. 9.º, n.º 5).

Este procedimento ganhou notoriedade com as denominadas operações de *short-selling* ou de vendas a descoberto e o seu impacto sobre os preços de mercado<sup>109</sup>. O Regulamento (UE) n.º 236/2012<sup>110</sup> estatui no seu art. 28.º que a ESMA pode tomar medidas excepcionais preceptivas ou proibitivas relativamente a pessoas singulares e coletivas, sobre determinadas vendas a descoberto, em casos excepcionais, superando medidas já tomadas pelos Estados-Membros se as considerar inadequadas, e esteja em causa ameaça para o correto funcionamento e a integridade dos mercados financeiros ou para a estabilidade da totalidade ou de parte do sistema financeiro da União, tendo o caso concreto implicações transfronteiriças.

Existindo o dever de agir sobre o mercado e seus intervenientes existe uma concertação necessária entre as ANCs e a ESMA pois àquelas compete obter e prestar informação sobre posições curtas e tomar as medidas excepcionais necessárias, em eventual concertação, podendo impor a proibição ou

107 Estes *peer reviews* deveriam não só focar-se nas práticas ou regras de supervisão mas em temas estruturais como dos recursos das ANCs, seus mecanismos de governação, regulação competitiva (*race to the bottom*) e sobretudo a sua independência face à política e aos partidos políticos tal como face aos regulados – a sensibilidade e delicadeza do tema tem-no afastado das atividades de avaliação sobretudo quando a orgânica interna da ESMA repousa na intergovernamentalidade (cfr. art. 30.º, n.º 3, al *g*)).

108 No caso de visitas *on-site* as mesmas serão previamente anunciadas, a par do seu objeto e finalidades, com os tópicos de discussão e uma agenda – tal como sucede na preparação das inspeções, usualmente é solicitada informação e documentação prévia à visita. É expectável que as visitas *on-site* não durem mais de três dias, e que a ANC coopere na prestação de informação e envio dos documentos relevantes solicitados pela equipa da ESMA.

109 Acerca do *Short Selling* na Europa e nos EUA, Howell, 2016: 333.

110 Regulamento (UE) n.º 263/2012, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de março de 2012.

restrição a intervenientes no mercado em diálogo entre si e com a ESMA (arts. 18.º-23.º do Regulamento (UE) n.º 236/2012).

Na maioria dos casos a ESMA tem concordado com as decisões de proibição dos Estados-Membros<sup>111</sup>. Em janeiro de 2016 a ESMA foi mais longe no exercício dos seus poderes e publicaria uma opinião detalhada opondo-se à extensão de medidas de emergência do regulador grego proibindo o *short-selling* sobre as ações de uma instituição financeira grega (Attica Bank S.A.). O regulador grego não a aceitou – estaríamos possivelmente perante uma refração do ambiente criado entre as instituições União e o Estado grego no âmbito de uma controvertida intervenção de auxílio financeiro estatal<sup>112</sup>.

Também neste âmbito é importante salientar que o Reino Unido pretendeu a anulação da norma vertida no art. 28.º do Regulamento *inter alia* por alegada violação da doutrina fixada nos casos judiciais Meroni e Romano<sup>113</sup>: a latitude dos poderes conferidos à ESMA leva a decisões extremamente subjetivas, amplamente discricionárias, com implicações muito significativas em matéria de política económica e financeira traduzindo uma delegação legislativa<sup>114</sup>. O TJUE discordou de tais alegações numa decisão de critérios tão difusos<sup>115</sup> que cremos que só em futuros casos concretos que venham a ser dirimidos pelo TJUE serão testadas a legitimidade destas medidas, v.g. face à doutrina Meroni<sup>116</sup>.

111 Cfr o parecer sobre a proibição espanhola de 2012, *ESMA Opinion on emergency measure by Spanish CNMV under Section 1 of Chapter V of Regulation No. 236/2012 on short-selling and certain aspects of credit default swaps*, na aplicação do art. 27.º, in <https://www.esma.europa.eu/document/esma-opinion-emergency-measure-spanish-cnmv-under-section-1-chapter-v-regulation-no-2362012>.

112 Cfr ESMA, *Opinion on Greek emergency measures* (ESMA/2016/28), in <https://www.esma.europa.eu/document/emergency-measure-greek-hcmc-under-section-1-chapter-v-regulation-eu-no-2362012-short>, p. 6. Concordando agora com as autoridades gregas, *vd* a longa justificação da ESMA na sua *Opinion on emergency measure by the Greek HCMC under the Short Selling Regulation*, in <https://www.esma.europa.eu/document/esma-opinion-emergency-measure-greek-hcmc-under-short-selling-regulation-0>.

113 Respetivamente, Procs. C-9/56 e 10/56, *Meroni & Co, Industrie Metallurgiche SpA vs Alta Autoridade da CECA* (Meroni), ECLI:EU:C:1958:7, e Proc. C-98/90, *Giuseppe Romano v. Institut National d'Insurance Maladie-Invalidité* (Romano), ECLI:EU:C:1981:104.

114 Para uma análise do caso, i.a., Nicolaidis & Preziosi, 2014; Catarino, 2020.

115 No proc. C-270/12, *Reino Unido vs Parlamento Europeu e Conselho* o Tribunal decidiria que a norma não contém qualquer poder discricionário de orientação política, sendo de execução técnica, objetiva e vinculada. Para uma análise do Acórdão e dos impactos e limites políticos e legais no caminho da centralização regulatória europeia, Catarino, 2020: 311.

116 Os arts. 26.º-27.º do Regulamento (UE) n.º 236/2012 preveem que as ANCs têm de justificar a não adoção do parecer da ESMA perante medidas que pretendem tomar, podendo a ESMA tomar uma decisão superior com base no referido art. 28.º.

O procedimento decisório encontra paralelo em outros casos como na possibilidade de proibir a comercialização, a distribuição ou a venda de determinados instrumentos financeiros, ou outras atividades ou práticas financeiras (art. 40.º do Regulamento n.º 600/2014) e no que respeita aos limites das posições e ao controlo de gestão de posições em derivados de mercadorias negociados em plataformas de negociação (art. 57.º da Diretiva n.º 2014/65/UE ou DMIF II). Em todos os casos se prevê um diálogo regulatório similar ao previsto na legislação relativa ao *short-selling* tendo em vista a concertação de posições das autoridades face às medidas necessárias e adequadas e a tomada de decisão da ESMA em substituição da ANC.

### **4.3. Centralização da supervisão nas autoridades europeias: as Sociedades de Notação de Risco (*rating*) e os Repositórios de Transações**

O movimento de centralização administrativa ou “europeização” é real, como resulta p.e. da centralização de atribuições e competências de regulação e supervisão na ESMA da atividade de notação de risco (*rating*) e das sociedades de notação de risco (Regulamento (CE) n.º 1060/2009)<sup>117</sup>.

A atribuição “ad-hoc” de competências à ESMA continuou estendendo-se também aos Repositórios de Transações (*Trade Repositories* ou TRs) e às pessoas nestes envolvidos são pessoas coletivas que recolhem e conservam centralmente dados respeitantes a derivados<sup>118</sup>. Como consequência da falta de transparência havida nas transações de derivados em mercado de balcão (OTC), antes e durante a crise financeira, a coordenação da informação prestada pelas contrapartes financeiras e não financeiras no mercado de contratos de derivados seria objeto de concentração através da criação da denominada *European Market Infrastructure Regulation*. A ESMA procede ao seu registo e após esta função de supervisão inicial exerce funções de supervisão contínua, de *enforcement* e sanção, e recebe taxas de supervisão (*cf.* Título VI do Regulamento n.º 648/2012).

117 Regulamento (CE) n.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro de 2009 (alterado pelo Regulamento (UE) n.º 462/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de maio de 2013 e Regulamento n.º 513/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de maio de 2011.

118 *Cfr.* Regulamento (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 julho de 2012, relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações, e o Regulamento Delegado (UE) n.º 667/2014 da Comissão de 13 de março de 2014, que complementa o Regulamento (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho no que se refere às regras processuais aplicáveis às coimas impostas aos repositórios de transações pela Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, incluindo as regras relativas ao direito de defesa e as disposições relativas à aplicação no tempo.

Este movimento de centralização teve a sua janela de oportunidade com a crise de 2007-8. No caso das sociedades de *rating* devido à essencialidade do seu papel nos mercados, ao largo espectro de fidedignidade relativa às suas avaliações sobre emissões de dívida pública e privada, de produtos e de emissores, e ao papel que tiveram na crise... Foi comumente perceptível o conflito de interesses inerente à sua atividade e de que houve pré-juízos e enviesamentos de avaliação e classificação de risco. Também a florescente indústria dos contratos de derivados, celebrados entre entidades não financeiras e entidades financeiras, e entre si, não sendo negociados em plataformas de negociação (mas no denominado mercado de balcão ou OTC), pela sua dimensão, falta de informação e opacidade, criaram um risco global a que os Estados reagiram – na União Europeia desde 2012 foi criada regulação sobre contratos de derivados do mercado de balcão, contrapartes centrais e repositórios de transações tal como sucederia nos EUA com o Dodd-Frank Act -, padronizando, submetendo-se a negociação em plataformas de negociação, a liquidação e compensação e mitigação de riscos sua supervisão pública.

A inovação financeira e a construção da União do Mercado de Capitais trará muitos outros casos de centralização da supervisão como no domínio dos novos modelos *FinTech* (caso do *crowdfunding*), das *Central Clearing Houses*, da regulação *benchmarks*, do registo, supervisão e sanção de prestadores de serviços de comunicação de dados pelos *data reporting services providers*<sup>119</sup>.

## 5. CONCLUSÕES: ENTRE O CENTRALISMO E A INSULARIDADE

O lançamento do projeto de uma União dos Mercados de Capitais (UMC ou acrónimo inglês de *CMU*, de *Capital Markets Union*<sup>120</sup>), enquanto acelerador da integração dos mercados de capitais<sup>121</sup>, terá necessárias implicações na atual estrutura institucional de supervisão<sup>122</sup>. O Relatório sobre o funcionamento

---

119 Moloney, 2016: 316. Sobre a União do Mercado de Capitais, o nosso artigo a publicar nos *Cadernos dos Valores Mobiliários*, obra coletiva, em abril de 2021.

120 Acerca da criação da União do Mercado de Capitais, o Livro Verde da Comissão Europeia para a “Construção de uma União dos Mercados de Capitais”, e a Resolução do Parlamento Europeu de 9 de julho de 2015, sobre a construção de uma União dos Mercados de Capitais.

121 O Relatório com orientações do Parlamento Europeu sobre balanço e desafios da regulamentação da UE em matéria de serviços financeiros: impacto e a via a seguir rumo a um quadro mais eficiente e eficaz da UE para a regulamentação financeira e uma União dos Mercados de Capitais de 9 de dezembro de 2015.

122 Já em 8 de agosto de 2014 a Comissão Europeia tinha apresentado um Relatório sobre a avaliação do funcionamento das ESAs e do SESF.

das Autoridades e do SESF já exortava a Comissão, em 2015<sup>123</sup>, a completar até 2018 uma análise dos mercados de capitais, elencar os obstáculos e as propostas legislativas e não legislativas necessárias, alertando para o facto de a legislação não ser sempre a resposta adequada para os desafios existentes no mercado europeu<sup>124</sup>.

Em 8 de junho de 2017 a Comissão apresentaria uma proposta de revisão do CMU atualizando e completando a Agenda inicial<sup>125</sup>. O Conselho também convidou a Comissão a levar por diante o Plano de Ação para a União dos Mercados de Capitais até 2019<sup>126</sup>, que em 20 de setembro de 2017 apresentou o programa “Reforçar a supervisão integrada para consolidar a União dos Mercados de Capitais e a integração financeira num ambiente em evolução”<sup>127</sup>.

As principais linhas de força da proposta da Comissão Europeia para revisão SESF<sup>128</sup> passam pelo reforço da supervisão com maior integração e convergência de supervisão micro e macro prudencial – com atenção ao equilíbrio de poderes entre ANC e o sistema europeu de supervisão assente no *princípio da subsidiariedade* e à existência de diferentes mercados, de pequenas empresas e pequenos operadores, seguindo o *princípio da proporcionalidade*.

É possível traçar um paralelo com a integração da União Bancária e o MUS, “rumo a um supervisor único”<sup>129</sup>. Por ora, temos a experiência de um sistema administrativo de supervisão financeira multinível, que faz a conexão

123 Resolução do Parlamento Europeu de 9 de julho de 2015, sobre a construção de uma União dos Mercados de Capitais.

124 Sem prejuízo dos princípios da subsidiariedade e da proporcionalidade, o PE salientou a necessidade de que “qualquer legislação adicional, incluindo os atos delegados e de execução, seja objeto de uma avaliação de impacto e uma análise de custo benefício” (ponto 69. da Resolução de 9 de julho de 2015).

125 Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões, de 8 de junho de 2017.

126 Cfr Comunicado de 11 de julho de 2017 relativo à Comunicação da Comissão sobre a revisão intercalar do Plano de Ação para a União dos Mercados de Capitais.

127 Cfr. a Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões, “Reforçar a supervisão integrada para consolidar a União dos Mercados de Capitais e a integração financeira num ambiente em evolução”, de 20 de setembro de 2017.

128 O Comunicado da Comissão Europeia de 20 de setembro de 2017 e instrumentos e propostas de reforço podem ser consultadas em [https://ec.europa.eu/info/publications/170920-esas-review\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/170920-esas-review_en)

129 Este era já apontado no relatório dos 5 presidentes, de junho de 2015, o *Five Presidents’ Completing Europe’s Economic and Monetary Union*. É expressamente prosseguido no *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union* de 31 de maio de 2017.

entre diferentes níveis da administração nacional, descentralizada, e da administração europeia, no caminho da centralização<sup>130</sup>.

Mantém-se no entanto, desde o Acórdão Romano, uma objeção que o Tratado de Lisboa não tratou como fez com a sindicabilidade judicial de todos os atos jurídicos: a implementação ou execução de medidas compete aos Estados-Membros e à Comissão (e ao Conselho em casos especiais), o que ainda deixa as agências fora da equação<sup>131</sup>. E existe um obstáculo que o recente Acórdão do TJUE *short-selling* ainda não conseguiu ultrapassar, e que decorre de uma lacuna constitucional: as novas Autoridades não encontram previsão nos Tratados, nem nestes se previu a possibilidade de o Poder Legislativo delegar poderes de execução diretamente a organismos que não as instituições elencadas nos Tratados.

Pese embora a dificuldade de criação de uma administração europeia de segundo nível, o regime assenta num sistema despolitizado, de forças centrífugas; as autoridades nacionais servem a administração de origem e a administração europeia, o que é facilitado porque as estruturas administrativas nacionais atuais emanciparam-se dos departamentos governamentais assumindo a natureza de autoridades administrativas independentes. Este movimento administrativo nacional de devolução de competências foi incentivado por via da própria legislação europeia que impõe autoridades independentes reguladoras v.g. nos setores financeiros. Impõem também um *toolkit* de poderes nacionais similares – poderes de que os departamentos governamentais não dispõem –, como meio para a cooperação e convergência da supervisão transnacional. A Comissão Europeia não dispõe de agências reguladoras estacionadas nos territórios da União pelo que a sua exigência de harmonização institucional das administrações nacionais é também um meio de harmonização e de implementação junto dos Estados-Membros – o que faz o sistema administrativo híbrido.

Veremos no futuro se um crescente funcionamento centralizado de supervisão *top-down* ou “em cascata” da administração europeia face às administrações e mercados nacionais (as atuais forças centrífugas), mesmo que intergovernamentalizado, implicarão o fim do pluralismo administrativo – dado ser legalmente difícil uma reorganização administrativa pelos Estados face às imposições da legislação europeia.

---

130 Dubey, 2002: 98.

131 Chamon, 2011: 1065 e 1074.

A par deste “dilema de coordenação administrativa”, existem ainda obstáculos nacionais a uma *governance* de centralização da supervisão na UE de génese histórica, cultural, económica e jurídica. Paradoxalmente, a crise de 2007 aprofundou estes constrangimentos e diminuiu o grau de integração porque se assistiu à tomada de medidas nacionais esparsas (*chacun pour soi*) e ao retorno à preferência nacional. Este movimento foi facilitado pelas preferências históricas por empresas nacionais, financiamento e colocação nacionais, regime próprios de pensões, de regulação (não regulamentação!) própria na aplicação das regras prudenciais, de governo das sociedades, dos sistemas fiscais.

O TJUE tem vindo a aceitar a criação desta administração pública europeia de segundo nível com uma jurisprudência “evolucionária”<sup>132</sup>, apesar de existirem “pés de barro” no que respeita ao equilíbrio interinstitucional de poderes vertido do TFUE, ou a matérias de legitimação, de princípios de subsidiariedade ou de proporcionalidade.

Na realidade, o princípio da subsidiariedade pode também ser esgrimido a favor da centralização mediante através de argumentos de necessidade decorrentes da escala inerente a um mercado global e das consequentes externalidades transfronteiras. Também ganha relevo o princípio da proporcionalidade face à dimensão que atinja a União dos mercados de capitais; a centralização previne o risco sistémico ou de instabilidade que poderá decorrer de uma supervisão nacional que será ineficiente porque fragmentada.

Com a “europeização” (das competências de supervisão nestas agências europeia de última geração o controlo político dos Estados-Membros sobre os respetivos setores diminui, mas na mesma proporção que o controlo político das instituições da União sobre a atividade das suas agências administrativas. Por um lado porque a nível nacional a devolução de competência há muito foi feita a autoridades administrativas independentes de regulação setorial; por outro, porque também na União Europeia os novos agentes (“autoridades”) são dotados de autonomia e de poderes decisórios próprios ... apesar de serem compostos por representantes nacionais eles são independentes da administração estadual nacional. As Autoridades poderão assim ter de servir dois Executivos – o nacional e a Comissão -, o que têm de conciliar através da cooperação ou da convergência, dependendo da força política e económica de cada Governo ou das questões políticas ou económicas que

---

132 Cfr. proc. C-270/12, *Reino Unido da Grã Bretanha e da Irlanda do Norte contra Parlamento Europeu e Conselho da União Europeia (ESMA Short-Selling)*, ECLI:EU:C:2014:18.

estes considerem essenciais face aos respetivos mercados e à Comissão. Por isso dissemos que o processo em curso é feito por tentativas e experimentação e que esta flexibilidade é favorável à integração da União. Mas até uma reforma institucional similar à ocorrida na União Bancária em 2014 é difícil defender que o Mercado de Capitais seja verdadeiramente Único.

É certo que o experimentalismo na União poderá favorecer uma maior receptividade à implementação indireta da *policy* da União; nomeadamente perante Estados fracos ou menos preparados tecnicamente, ou perante representantes nacionais perententes a autoridades altamente independentes e especializadas em cujas mãos os Governos deferiram o controlo de determinados setores económicos. Neste último caso, os membros nacionais tenderão a assumir-se também como parte da administração europeia e ultrapassarão facilmente a tentação de uma divisão de tarefas de supervisão entre os maiores agentes ou mercados da União e obviarão à criação de uma espécie de *Champions League* onde não entra a supervisão nacional. Mas mantém-se real o risco de, sem uma governance “top-down”, não se conseguir obviar a uma divisão do âmbito da supervisão europeia – e esta também poderá ser uma *regulatory failure* com resultados (im)previsíveis: *i)* incentivando “políticas de campeões nacionais”, que aplicadas à escala da União recriam de novo o problema *too big to fail*; o que *ii)* acentuaria a tendência de uma Europa a várias velocidades, que pode quebrar a integração e a homogeneidade dos mercados de capitais; que, por sua vez, *iii)* dificulte a defesa dos investidores nacionais e a transparência dos serviços e a equidade dos mercados transnacionais e *iv)* não promove uma sã concorrência entre agentes e mercados, prejudicando a inovação financeira, tanto mais que *v)* mesmo a existência de regras harmonizadas não obvia a interpretações regulatória nacionais criadoras de tendências de “race to the bottom” ou de entrincheirar mercados.

## BIBLIOGRAFIA

- ALLEN, Franklin & PÁSTOR, Lubos  
2019 “Capital Markets Union: Key Challenges”, in Allen, Franklin *et al.* (coord.), *Capital Markets Union and Beyond*, Cambridge, Massachusetts: MIT Press, 3-25

- BIGNAMI, Francesca  
 1999 “The Democratic Deficit in European Community Rulemaking: A Call for Notice and Comment in Comitology”, in *Harvard International Law Review*, 40, 451-515
- BLANCO de MORAIS, Carlos  
 2001 “As Autoridades Administrativas Independentes na Ordem Jurídica Portuguesa”, in *ROA*, 61, n.º1, 101-154
- BOARD, John  
 2000 “The Economic Consequences of Derivatives”, in AAVV, *Modern Financial Techniques – Derivatives and the Law*, Londres: Kluwer, pp. 156 ss
- BOCCUZZI, Giuseppe  
 2016 *The European Banking Union – Supervision and Resolution*, Londres: Palgrave Macmillan
- BURCA, Grainne De, KEOHNE, Robert & SABEL, Charles  
 2014 “Global Experimentalist Governance”, in *British Journal of Political Science*, n.º 44(3), 477-486. acessível em <http://www.jstor.org/stable/43821630> [consultado em: 10.08.2019]
- CABALLERO, Sanz  
 2000 *Derivados Financieros*, Madrid: Marcial Pons
- CÂMARA, Paulo  
 2017 *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3ª ed., Coimbra: Almedina
- CATARINO, Luís Guilherme  
 2010 *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros – Limites ao Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*, Coimbra: Almedina
- 2012 “A agencificação da regulação financeira da União Europeia: Novo meio de regulação?”, in *Revista de Concorrência e Regulação*, Ano II, n.º 9, 147-203
- 2014 “O novo regime da Administração Independente: Quis Custodiet Ipsos Custodes?”, in *Revista da Concorrência e Regulação*, Ano V, n.º 17, 171-237
- 2019 “Os segredos da Administração: o segredo de supervisão e de sanção”, in *Revista de Concorrência e Regulação*, Ano X, n.º 38, pp. 31-83
- 2020 “Limites legais e políticos à nova administração europeia dos valores mobiliários”, obra coletiva, coord. Amado Gomes, Carla, *Garantia de Direitos e Regulação: Perspetivas de Direito Administrativo*, Lisboa: AAFDL
- 2021 “União do Mercado de Capitais e convergência na supervisão europeia: tensões e dificuldades vertidas no caso *ESMA-short selling*”, obra coletiva, *Cadernos dos Valores Mobiliários* Lisboa, CMVM, no prelo

- CATARINO, Luís Guilherme & PEIXE, Manuela  
 2014 “A nova regulamentação dos mercados financeiros – um Tsunami regulatório?”, Partes I e II, in AAVV, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. XIV, Lisboa, (disponível *on line* no website do Instituto dos Valores Mobiliários e também no ebook *Direito dos Valores Mobiliários*, v. I)
- CORDEIRO, António Menezes  
 2016 “Valor Mobiliário: evolução e conceito”, in *RDS*, Ano VIII, n.º 2, 309-342
- FERRAN, Elís  
 2014 *European Banking Union: Imperfect, But It Can Work*, acessível em SSRN: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2426247](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2426247). [consultado em: 25.11.2019]
- FERRAN, Elís & ALEXANDER, Kern  
 2011 *Can Soft Law Bodies be Effective? Soft Systemic Risk Oversight Bodies and the Special Case of the European Systemic Risk Board*, acessível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1676140> [consultado em: 10.02.2019]
- FERREIRA, Amadeu  
 1997 *Valores Mobiliários Escriturais – Um novo modo de representação e de circulação de direitos*, Coimbra: Almedina
- HOFFMAN, Herwig  
 2009 “Legislation, Delegation and Implementation under the Treaty of Lisbon: Typology Meets Reality”, in *European Law Journal*, 15, 482-505
- HOFFMAN, Herwig & MORINI, Alessandro  
 2012 *Constitutional Aspects of the Pluralisation of the EU Executive through Agencification*, acessível em: Law Working Paper Series, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2031499](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2031499). [consultado em: 10.12.2020]
- HOWELL, Elizabeth  
 2016 *Short Selling Restrictions in the EU and the US: A Comparative Analysis*, acessível em SSRN: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2793812](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2793812), 333 [consultado em: 15.12.2020]
- 2017 *The Evolution of ESMA and Direct Supervision: Are there Implications for EU Supervisory Governance?*, acessível em SSRN: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2970037](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2970037), 1027-1058 [consultado em: 15.02.2020]
- HÜPKES, Eva & QUINTYN, Marc & TAYLOR, Michael  
 2005 *The Accountability of Financial Sector Supervisors: Principles and Practice*, acessível em IMF: Working Paper 05/51, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp0551.pdf> [consultado em: 15.12.2019]

- KINGSBURY, Benedict & KRISH, Nico  
 2006 “Introduction: Global Governance and Global Administrative Law in the International Legal Order”, in *European Journal of International Law*, n.º 1, 17
- LEEUWEN, Docters van & DEMARIGNY, Fabrice  
 2004 “Europe’s securities regulators working together under the new EU regulatory framework”, in *12 Journal of Financial Regulation and Compliance*, n.º 3, 206-215
- LINDSETH, Peter  
 1999 “Democratic Legitimacy and the Administrative Character of Supranationalism: The Example of the European Community”, in *Columbia Law Review*, 99, acessível em [http://digitalcommons.uconn.edu/law\\_papers/357](http://digitalcommons.uconn.edu/law_papers/357) [consultado em: 05.12.2019]
- MOLONEY, Niamh  
 2011 “The European Securities Markets and Authority and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part I Rule Making”, in *European Business Organization Law Review*, n.º 1, 12, acessível em LSE Research Online: <http://eprints.lse.ac.uk/35736/>, 41-86 [consultado em: 02.01.2021]
- 2016 *Institutional governance and Capital Markets Union: Incrementalism or a “big bang?”*, acessível em SSRN: [http://eprints.lse.ac.uk/65178/7/Moloney\\_Institutional%20governance.pdf](http://eprints.lse.ac.uk/65178/7/Moloney_Institutional%20governance.pdf), 378-421 [consultado em: 05.01.2021]
- 2016a) *Capital markets union: “ever closer union” for the EU financial system*, (2016). acessível em SSRN: [http://eprints.lse.ac.uk/66192/1/Moloney\\_Capital\\_markets\\_union\\_ever\\_closer\\_union.pdf](http://eprints.lse.ac.uk/66192/1/Moloney_Capital_markets_union_ever_closer_union.pdf), 307-337, [consultado em: 28.12.2020]
- MOREIRA, Vital & MAÇÃS, Fernanda  
 2003 *Autoridades Reguladoras Independentes*, 4 ERP, Coimbra
- MORENO, Natália de Almeida  
 2014 *A Reforma Institucional da Regulação Financeira no Pós-Crise. Working Paper* do Boletim de Ciências Económicas do Instituto Jurídico, Coimbra
- NICOLAIDES, Phedon & PREZIOSI, Nadir  
 2014 *Discretion and Accountability: The ESMA Judgment and the Meroni Doctrine*, acessível em SSRN: Bruges European Economic Research Papers (BEER), [consultado em: 08.04.2020]
- RHODES, R. W.  
 1997 *Understanding Governance – Policy Networks, Governance, Reflexibility and Accountability*, acessível em: Open University Press: <https://www.>

researchgate.net/publication/233870082\_Understanding\_Governance\_Policy\_Networks\_Governance\_Reflexivity\_and\_Accountability [consultado em: 15.12.2019]

SABEL, Charles & ZEITLIN, Jonathan

2012 “Experimentalist Governance”, Levi-Faur, David (coord.), in *The Oxford Handbook of Governance*, acessível em: Oxford Handbooks Online

SENDEN, Linda

2014 *Soft Law in European Community Law*, Oxford: Hart P.

THATCHER, Mark

2007 “The Third Force? Independent Regulatory Agencies and Elected Politicians in Europe”, in *Governance*, 18, 347-366

TRIDIMAS, Takis

2010 “Community Agencies, Competition Law, and ECSB Initiatives on Securities Clearing and Settlement”, in *Oxford Journal*, 216-306, acessível em SSRN: <http://www.oxfordjournals.org> , 216-307 [consultado em: 15.11.2020]

WYMEERSH, Eddy

2007 “The Structure of Financial Supervision in Europe: About Single, Twin Peaks and Multiple Financial Supervisors”, in *European Law Review*; 8, 239-306

YATANAGAS, Xénophon

2001 *Delegation of Regulatory Authority in the European Union: The Relevance of the American Model of Independent Agencies, Working Paper* Jean Monnet Center, acessível em SSRN: <http://centers.law.nyu.edu/jeanmonnet/papers/01/010301-04.html> 10 [consultado em: 05.07.2019]

## DOCUMENTOS OFICIAIS

### Comissão Europeia

1985 *Completing the Internal Market*, COM(85) 310 final, de 14.06.1985, acessível em [http://aei.pitt.edu/1113/1/internal\\_market\\_wp\\_COM\\_85\\_310.pdf](http://aei.pitt.edu/1113/1/internal_market_wp_COM_85_310.pdf)

1999 *Financial Services: Building a Framework for Action FSAP*, COM(1999) 323 final, de 11.05.2019, acessível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=LEGISSUM%3A124210>

2001 *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, de 15.02.2001. acessível em [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy\\_report.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf)

- 2005 *Commission White Paper of 1December2005 on Financial Services Policy 2005–2010 COM(2005)629 final*, de 12.04.2005, acessível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=LEGISSUM:l33225>
- 2005a *Five Presidents' Completing Europe's Economic and Monetary Union*, de 22.06.2005 acessível em [https://ec.europa.eu/info/publications/five-presidents-report-completing-europes-economic-and-monetary-union\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/five-presidents-report-completing-europes-economic-and-monetary-union_en)
- 2009 *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, de 25.02.2009, acessível em [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication14527\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf)
- 2009a *Driving European Recovery*.COM (2009)114 final, de 04.03.2009, acessível em <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0114:FIN:EN:PDF>
- 2009b *Supervisão financeira europeia, Comunicação da Comissão sobre Supervisão financeira europeia*, COM(2009)252 final, de 27.05.2009. acessível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52009DC0252>
- 2009c Aplicação do artigo 290.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, COM(2009)673 final, de 09.12.2009, acessível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52009DC0673&qid=1542915266402&from=PT>
- 2010 *Consultation on the modernisation of the Transparency Directive* (2010), de 28.05.2010, acessível em SSRN: [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu)
- 2010a *Commission Impact Assessment for the 2010 Credit Rating Proposal*, COM(2010)289 final de 02.06.2010, acessível em SSRN: [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu)
- 2010b *Public Consultation. Review of the Markets in Financial Instruments Directive* (2010), de 08.12.2010, acessível em [https://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/docs/consultation\\_paper\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/docs/consultation_paper_en.pdf)
- 2011 *Relatório Anual da Comissão sobre as relações entre a CE e os Parlamentos Nacionais sobre a Subsidiariedade e a Proporcionalidade*, COM(211)345 final, de 10.06.2011, acessível em <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0345:FIN:PT:PDF>
- 2011a *Proposta que altera o Regulamento (CE) n.º 1060/2009, relativo às agências de notação de risco*, COM(2011)747 final, de 15.11.2011, acessível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52011PC0747>

- 2011b *Impact Assessment on Credit Rating Agencies*, COM(2008)704, de 12.12.2008, acessível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52008SC2745&from=en>
- 2014 *Relatório da Comissão ao PE e ao Conselho sobre o funcionamento das Autoridades Europeias de Supervisão (AES) e do Sistema Europeu de Supervisão Financeira (SESF)*, COM(2014)509 final, de 08.08.2014
- 2015 *Livro Verde da Comissão Europeia para a “Construção de uma União dos Mercados de Capitais”*, COM(2015)63 final, de 18.02.2015, acessível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:-52015DC0063&from=PT>
- 2017 *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões*, COM(2017)292 final, de 08.06.2017, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:52017DC0292>
- 2017a *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*, de 31.05.2017, acessível em [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_en.pdf)
- 2018 *Reforçar a supervisão integrada para consolidar a União dos Mercados de Capitais e a integração financeira num ambiente em evolução*, COM(2017)542 final, de 20.09.2017, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=COM:2017:0542:FIN>
- 2020 *Final report of the High Level Forum on the Capital Markets Union – A new vision for Europe’s capital markets*, de 10.06.2020, acessível em [https://ec.europa.eu/info/news/cmu-high-level-forum-final-report\\_en](https://ec.europa.eu/info/news/cmu-high-level-forum-final-report_en)
- 2020a *Stepping up Europe’s 2030 climate ambition. Investing in a climate-neutral future for the benefit of our people*, COM(2020)562 final, de 17.09.2020, acessível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX:52020DC0562>
- 2020b *Uma União dos Mercados de Capitais ao serviço das pessoas e das empresas – novo plano de ação*, COM(2020)590 final, de 24.09.2020, acessível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2020:590:FIN>
- 2020c *Digital Finance Strategy for Europe*, COM(2020)591 final, de 24.09.2020, acessível em [https://ec.europa.eu/info/publications/200924-digital-finance-proposals\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/200924-digital-finance-proposals_en)

### **Parlamento Europeu**

- 2015 *Resolução do Parlamento Europeu sobre a construção de uma União dos Mercados de Capitais*, (2015/2634(RSP)), de 09.07.2015, <http://www.europarl>.

- europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TA+P8-TA-2015-0268+0+DOC+PDF+V0//PT
- 2015a *Relatório sobre balanço e desafios da regulamentação da UE em matéria de serviços financeiros: impacto e via a seguir rumo a um quadro mais eficiente e eficaz da UE para a regulamentação financeira e uma União dos Mercados de Capitais*, (2015/2106(INI)), de 09.12.2015, acessível em <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A8-2015-0360+0+DOC+PDF+V0//PT>
- 2016 *Stocktaking and challenges of the EU Financial Services Regulation: impact and the way forward towards a more efficient and effective EU framework for Financial Regulation and a Capital Markets Union*, de 19.01.2016, acessível em: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&language=EN&reference=P8-TA-2016-0006>
- 2017 *Comunicado relativo à Comunicação da Comissão sobre a revisão intercalar do Plano de Ação para a União dos Mercados de Capitais*, 11.07.2017, acessível em <http://www.consilium.europa.eu/pt/press/press-releases/2017/07/11/conclusions-mid-term-review-capital-markets-union-action-plan/>

### **Conselho Europeu**

- 2017 *Conclusões do Conselho relativas à Comunicação da Comissão sobre a revisão intercalar do Plano de Ação para a União dos Mercados de Capitais*, comunicado de 11.07.2017, e documentos anexos, acessível em <https://www.consilium.europa.eu/pt/press/press-releases/2017/07/11/capital-markets-union-action-plan-adjustments/>
- 2019 *Council Conclusions on the Deepening of the Capital Markets Union*, de 05.12.2019, acessível em: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14815-2019-INIT/en/pdf>

### **CESR**

- 2004 *Preliminary Progress Report. Which Supervisory Tools for the EU Securities Markets? An analytical Paper by CESR (2004), CESR 04-333*, de outubro de 2004, acessível em <https://www.esma.europa.eu/document/which-supervisory-tools-eu-securities-markets-preliminary-progress-report-himalaya-report>
- 2007 *A proposed evolution of EU securities supervision beyond 2007*, de novembro de 2007 acessível em [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07\\_783.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_783.pdf)

***Jurisprudência do Tribunal de Justiça da União Europeia***

Acórdão do Tribunal de Justiça de 13 de junho de 1958, *Meroni & Co, Industrie Metallurgiche SpA vs Alta Autoridade da CECA* (Meroni), Procs. C-9/56 e 10/56, ECLI:EU:C:1958:7

Acórdão do Tribunal de Justiça de 14 de maio de 1981, *Giuseppe Romano v. Institut National d'Insurance Maladie-Invalidité* (Romano), Proc. C-98/90, ECLI:EU:C:1981:104

Acórdão do Tribunal de Justiça de 13 de dezembro de 1989, *Salvatore Grimaldi vs Fonds des Maladies Professionnelles*, Proc. C-322/88, ECLI:EU:C:1989:646

Acórdão do Tribunal de Justiça de 22 de janeiro de 2014, *Reino Unido da Grã Bretanha e da Irlanda do Norte contra Parlamento Europeu e Conselho da União Europeia (ESMA Short-Selling)*, Proc. C-270/12, ECLI:EU:C:2014:18