



Instituto dos  
Valores  
Mobiliários

ESTUDOS

PAULO CÂMARA

---

## O SISTEMA EUROPEU DE SUPERVISÃO FINANCEIRA



## O SISTEMA EUROPEU DE SUPERVISÃO FINANCEIRA

### § 1.º Introdução

A adesão à Europa tem constituído um motor decisivo na evolução do direito do sistema financeiro nacional.

Foi sob a forte influência do Direito europeu que se estruturaram os mais relevantes marcos normativos do sector financeiro: designadamente, o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (1992), a Lei da Actividade Seguradora (1998) e o Código dos Valores Mobiliários (1999). Todos estes diplomas mereceram sucessivas actualizações, e a maioria destas foram determinadas pela necessidade de transpor Directivas europeias para o ordenamento jurídico interno. As modificações que sofreram, por seu turno, encontram-se de tal modo umbilicalmente filiados em temas europeus que se mostra tarefa árdua a de avaliar estes de modo autónomo ou distinto.

Neste contexto, o presente contributo dedica-se a uma análise – *brevitatis causa*, fragmentária - das principais tendências emergentes da matriz regulatória europeia projectada no sistema financeiro, e a uma reconstituição dos elementos centrais do Sistema Europeu de Supervisão Financeira<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> O presente texto desenvolve o tratamento feito em PAULO CÂMARA, *25 Anos sob influência da Regulação Financeira Europeia*, em EDUARDO PAZ FERREIRA (coord.), *25 Anos na União Europeia. 125 Reflexões*, (2011), 529-534.



## **§ 2.º A primeira fase (1986-1998): desgovernamentalização e passaportes comunitários**

Nos primeiros anos, o legado europeu teve como importante contributo a desgovernamentalização da supervisão financeira, e a sua afirmação como actividade administrativa independente, nomeadamente perante o poder político<sup>2</sup>.

Esta orientação foi concretizada através da criação da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, em 1991, e com a reformulação dos poderes do Banco de Portugal e do Instituto de Seguros de Portugal, respectivamente nos diplomas – acima mencionados – de 1992 e 1998.

Merece ainda assinalar, como emblemático pilar normativo deste período, o importante Decreto-Lei n.º 23/86, de 18 de Fevereiro, que regulou a constituição e condições de funcionamento de instituições de crédito com sede em Portugal, bem como a abertura e condições de funcionamento de filiais ou sucursais de instituições de crédito com sede no estrangeiro e que transpôs para a ordem interna a Directiva n.º 77/780/CEE, de 12 de Dezembro. Este diploma operou a reversão do ciclo iniciado com a nacionalização da banca, ocorrida em 1975, ao permitir a constituição de bancos privados. Um importante complemento viria do DL n.º 24/86, de 18 de Fevereiro, respectivo ao regime comunitário de autorização de instituições de crédito.

Pouco mais tarde, outro passo simbólico seria o estabelecimento de uma regra de liberdade administrativa nas emissões, através do Código do Mercado de Valores Mobiliários (1991).

Uma adicional feição relevante deste período seria a eficácia intra-comunitária da autorização de prestação de serviços financeiros com base numa autorização única e

---

<sup>2</sup> PAULO CÂMARA/GRETCHEN LOWERY, *The Internal Governance Structure of Financial Regulatory Authorities: Main Models and Current Trends*, em MARTA TAVARES DE ALMEIDA/LUZIUS MADER (ed.), *Quality of Legislation – Principles and Instruments. Proceedings of the Ninth Congress of the International Association of Legislation (LAL)*, Nomos Verlag, Baden Baden (2011), 148-183.



reconhecimento mútuo (na gíria designados “passaportes comunitários”). Tal foi consagrado pela primeira vez no âmbito dos serviços bancários desde 1986, como já indicado. Refira-se também, a propósito, a harmonização do regime de prestação de serviços de investimento, facultada pela Directiva dos Serviços de Investimento (Directiva n.º 93/227/CEE, de 10 de Maio de 1993, transposta entre nós pelo DL n.º 232/96, de 5 de Dezembro) e, no sector segurador, o Decreto-Lei n.º 102/94, de 20 de Abril, que procedeu à transposição para o ordenamento jurídico português das directivas de terceira geração, relativas à criação do «mercado único» no sector segurador – a Directiva n.º 92/49/CEE, de 18 de Junho, para os seguros «Não vida», e a Directiva n.º 92/96/CEE, de 10 de Novembro, para o ramo «Vida».

### **§ 3.º A segunda fase (1998-2007): o progresso da harmonização**

A década seguinte viria a conhecer um incremento significativo na harmonização europeia financeira.

Tal viria a merecer tradução sobretudo na harmonização mais intensa da prestação de serviços financeiros. Retêm-se, como principais, as áreas e os textos normativos adiante referidos: prestação de serviços financeiros à distância (Decreto-Lei n.º 95/2006, de 29 de Maio, a transpor a Directiva n.º 2002/65/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de Setembro)<sup>3</sup>, serviços de intermediação financeira (Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro, que transpõe a Directiva 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (DMIF))<sup>4</sup>, serviços de pagamento (Decreto-Lei n.º 317/2009, de 30 de Outubro, a transpor a Directiva n.º 2007/64/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de Novembro), crédito ao consumo (Decreto-Lei n.º 133/2009, de 2 de Junho, que transpõe a Directiva n.º 2008/48/CE, do Parlamento e do

<sup>3</sup> CALVÃO DA SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros*<sup>3</sup>, I (2012), 101-116; FERNANDA NEVES REBELO, *O direito de informação do consumidor na contratação à distância*, em *Liber Amicorum Mário Frola* (2012), 103-153.

<sup>4</sup> PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*<sup>2</sup>, (2012), 200-217, 355-421, 469-485.



Conselho, de 23 de Abril, relativa a contratos de crédito aos consumidores)<sup>5</sup>, a actividade das instituições de moeda electrónica (DL n.º 201/2002, de 26 de Setembro, que transpõe a Directiva n.º 2000/28/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18 de Setembro), os acordos de garantia financeira (Decreto-Lei n.º 105/2004, de 8 de Maio, que transpõe a Directiva n.º 2002/47/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de Junho)<sup>6</sup>, o resseguro (Decreto-Lei n.º 2/2009, de 5 de Janeiro, que transpõe a Directiva n.º 2005/68/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Novembro de 2005) e a mediação de seguros (Decreto-Lei n.º 144/2006, de 31 de Julho, que transpõe a Directiva n.º 2002/92/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 9 de Dezembro).

No seu todo, com este acervo normativo, por influência do Direito europeu, passou a haver uma maior interferência no conteúdo dos contratos referentes à actividade financeira (nomeadamente deveres de informação, deveres de adequação, deveres de lealdade na gestão de conflito de interesses e outros deveres fiduciários)<sup>7</sup>.

Detecta-se ainda, neste período, uma maior exigência com a protecção dos investidores. Através do Decreto-Lei n.º 222/99, de 22 de Junho, é transposta a Directiva n.º 97/9/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 3 de Março, sobre o funcionamento do Sistema de Indemnização aos Investidores.

O sistema europeu começou a ser seriamente testado quanto à sua coerência. Ao lado do desconforto causado pela circunstância de os fundos de investimento harmonizados serem tratados fora da Directiva de Mercados e Investimentos Financeiros aliou-se, de modo mais

<sup>5</sup> FERNANDO DE GRAVATO MORAIS, *Crédito aos Consumidores. Anotação ao Decreto-Lei n.º 133/2009*, Coimbra (2009); MENEZES CORDEIRO, *A tutela do consumidor de produtos financeiros*, em *Liber Amicorum Mário Frota* (2012), 51-60 (58-60).

<sup>6</sup> CALVÃO DA SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros*<sup>3</sup>, I (2012), 205-236; MIGUEL PESTANA DE VASCONCELOS, *Direito das Garantias*, (2010), 266-280, 505-541.

<sup>7</sup> STEFAN GRUDMANN/ YESIM M. ATAMER, *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law*, (2011) 5-18; PAULO CÂMARA (coord.), *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro: um Balanço a partir da Crise Financeira*, (2009).



geral, o sentimento de assimetria regulatória entre os produtos financeiros bancários, seguradores e mobiliários de retalho com características equivalentes<sup>8</sup>.

#### § 4.º A fase actual (2007-2013): o Sistema Europeu de Supervisão Financeira

Pela magnitude da crise financeira mundial iniciada em 2007, por ter sido impulsionada *ex ante* por deficiências em instituições reguladas e supervisionadas (mormente, instituições financeiras e sociedades de notação de risco), pela lentidão verificada na adopção de respostas regulatórias *ex post* e pelas debilidades postas a claro no âmbito da supervisão - nomeadamente macro-prudencial -, a crise demonstrou a necessidade de um aperfeiçoamento institucional das estruturas regulatórias europeias preexistentes<sup>9</sup>. Paralelamente, deu origem ao recrudescimento da tendência de apoio a uma maior harmonização legislativa em termos internacionais<sup>10</sup> – designadamente, no plano europeu.

Na Europa, o processo de reformulação da estrutura institucional foi precedido de um relatório de diagnóstico em relação à crise, elaborado a pedido da Comissão Europeia por um grupo de alto nível presidido por Jacques de Larosièr<sup>11</sup>. O *Relatório de Larosièr*, como ficou cunhado, produziu um acervo muito detalhado de recomendações e preconizou nomeadamente uma maior harmonização regulatória, com a criação de uma nova entidade incumbida da supervisão macro-prudencial. O documento propôs ainda a modificação do estatuto do CESR, CEBS e CEIOPS, e a sua substituição por autoridades europeias, de modo a forçar a uma convergência mais robusta entre reguladores nacionais.

<sup>8</sup> EUROPEAN COMMISSION, *Need for a Coherent Approach to Product Transparency and Distribution Requirements for “Substitute” Retail Investment Products? Call for Evidence*, (2007); PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*<sup>2</sup>, (2011), 18-22.

<sup>9</sup> Sobre o quadro institucional preexistente, cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*<sup>2</sup>, cit., 38-48.

<sup>10</sup> A harmonização legislativa preconizada como reacção ante a crise abrange quer a harmonização formal, quer a harmonização informal, conduzida por estruturas como o G-20 e o Comité de Basileia.

<sup>11</sup> THE HIGH LEVEL GROUP OF FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU, Report, (25-Fev.-2009), disponível em [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf).



A nova arquitectura regulatória foi aprovada através de uma Comunicação de Maio de 2009<sup>12</sup> e foi completada pela Directiva 2010/78/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, e por um conjunto de Regulamentos dedicados a cada uma das autoridades europeias<sup>13</sup>.

O sistema institucional deste modo estabelecido – designado Sistema Europeu de Supervisão Financeira (*European System of Financial Supervisors (ESFS)*) - assenta numa tripla fundação<sup>14</sup>:

– De um lado, o sistema contempla, como novidade, um Conselho Europeu de Risco Sistémico (*European Systemic Risk Board*);

– No centro, estão as novas três autoridades europeias de regulação (colectivamente designadas *European Supervisory Authorities*). Na área mobiliária, opera a *European Securities and Markets Authority (ESMA)*<sup>15</sup>, a par da *European Banking Authority (EBA)*<sup>16</sup>, para a área bancária, e da *EIOPA*, para os seguros e fundos de pensões<sup>17</sup>;

---

<sup>12</sup> Sobre a alteração da arquitectura regulatória europeia, em geral: GUIDO FERRARINI/ FILIPPO CHIODINI, *Regulating Multinational Banks in Europe: An Assessment of the New Supervisory Framework*, WP ECGI (2010); EDDY WYMEERSCH, *The Institutional Reforms of the European Financial Supervisory System. An Interim Report*, Financial Law Institute (2010); PETER MÜLBERT/ALEXANDER WILHELM, *Reforms of the EU Banking and Securities Regulation after the Financial Crisis*, Mainz (2010); PABLO IGLESIAS-RODRIGUEZ, *Towards a New European Financial Supervision Architecture*, *Columbia Journal of European Law Online*, Vol. 16, n.º 1, (2009).

<sup>13</sup> Regulamento (UE) n.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, adiante analisado, que cria a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (*European Securities and Markets Authority - ESMA*), Regulamento (UE) n.º 1093/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, que cria a Autoridade Bancária Europeia (*European Banking Authority*) e Regulamento (UE) n.º 1094/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, que cria a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*).

<sup>14</sup> Art. 2.º do Regulamento (UE) n.º 1095/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010.

<sup>15</sup> NIAMH MOLONEY, *The ESMA and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part (1) Rule-Marking*, EBOLR 12 (2011), 70-86; Id., *The ESMA and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part (2) Rules in Action*, EBOLR 12 (2011), 190-225; PIERRE SCHAMMO, *The European Securities and Markets Authority: Lifting the Veil on the Allocation of Powers*, *Common Market Law Review*, Vol. 48, No. 6, (2011).

<sup>16</sup> Para desenvolvimentos: SOFIA THIBAUT TROCADO, *A nova estrutura europeia de supervisão bancária, em especial a Autoridade Bancária Europeia*, em PAULO CÂMARA/ MANUEL MAGALHÃES (coord.), *O Novo Direito Bancário* (2012).

<sup>17</sup> Regulamento (UE) no 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, que cria a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (*European Securities and Markets Authority – ESMA*), Regulamento (UE) no 1093/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, que cria a Autoridade Bancária Europeia (*European Banking Authority*) e Regulamento (UE) no 1094/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, que cria a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*).



– Por fim, são mantidas as autoridades nacionais de supervisão, interligadas num Sistema Europeu de Supervisores Financeiros (*European System of Financial Supervisors*)<sup>18</sup>.

No âmbito mobiliário, a novidade maior do sistema institucional europeu consiste na *European Securities Markets Authority* (ESMA), criada pelo Regulamento (UE) n.º 1093/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010. Esta autoridade europeia é responsável perante o Parlamento Europeu e o Conselho e opera em ligação com os supervisores das autoridades domésticas (fazendo parte, tal como estas, do *European System of Financial Supervisors* (ESFS)), mas tem maior autonomia do que o predecessor CESR<sup>19</sup>. A ESMA goza de personalidade jurídica e estatuto de agência comunitária<sup>20</sup>, cabendo-lhe velar pela boa aplicação do Direito comunitário.

A um tempo, a ESMA tem competências ligadas ao reforço da convergência regulatória, de práticas de supervisão e de cooperação entre os Estados-membros, em vista do desenvolvimento de uma cultura comum de supervisão<sup>21</sup>. Para tal, é dotada de poderes ligados ao processo regulatório – podendo emitir pareceres e desenvolver orientações, recomendações e projectos de normas técnicas de regulamentação (*technical standards*) e de execução<sup>22</sup>. Em caso de violação de Direito comunitário por alguma das autoridades competentes dos Estados-membros, a ESMA tem poderes de investigação, de formulação de recomendações para sanção do ilícito e de envio de informação do ocorrido à Comissão

---

<sup>18</sup> GUIDO FERRARINI/ FILIPPO CHIODINI, *Regulating Multinational Banks in Europe: An Assessment of the New Supervisory Framework*, WP ECGI (2010); EDDY WYMEERSCH, *The Institutional Reforms of the European Financial Supervisory System. An Interim Report*, *Financial Law Institute* (2010); PETER MÜLBERT/ALEXANDER WILHELM, *Reforms of the EU Banking and Securities Regulation after the Financial Crisis*, Mainz (2010); PABLO IGLESIAS-RODRIGUEZ, *Towards a New European Financial Supervision Architecture*, *Columbia Journal of European Law Online*, Vol. 16, n.º 1, (2009).

<sup>19</sup> Os documentos produzidos por esta instituições encontram-se disponíveis em <http://www.esma.europa.eu>.

<sup>20</sup> Art. 5.º do Regulamento (UE) n.º 1095/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010.

<sup>21</sup> Arts. 8.º e 29.º do Regulamento (UE) n.º 1095/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010.

<sup>22</sup> Arts. 8.º, 10.º, 14.º, 15.º e 16.º do Regulamento (UE) n.º 1095/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010.





Europeia<sup>23</sup>. Acompanha, ainda, os colégios de supervisores constituídos para supervisão dos conglomerados financeiros<sup>24</sup>.

A outro tempo, à ESMA são assinaladas competências ligadas à promoção da transparência, da simplicidade e da equidade nos mercados financeiros. Nesta vertente, se detectar actividades financeiras que constituam uma séria ameaça para os objectivos de funcionamento estável e eficaz dos mercados financeiros, a ESMA pode emitir alertas<sup>25</sup> e, caso tal comprometa o funcionamento ordenado e a integridade dos mercados financeiros, está legalmente habilitada a proceder à proibição ou restrição temporária de tais actividades<sup>26</sup>.

Os poderes desta autoridade irão sendo densificados à medida da progressão da harmonização comunitária. No âmbito das sociedades de notação de risco, à ESMA já foram atribuídos verdadeiras competências de supervisão, em sentido técnico – as quais decorrem do Regulamento (UE) n.º 1095/2010<sup>27</sup>.

A arquitectura regulatória europeia repousa, ainda, no Sistema Europeu de Supervisores Financeiros.

Trata-se de um ponto duplamente relevante. De um lado, é deixado claro que as mencionadas tendências de integração e de concentração de poderes nas Autoridades Europeias não obstam à existência de autoridades nacionais de supervisão: a estas continua a incumbir a supervisão corrente nos mercados financeiros<sup>28</sup>. De outro lado, entende-se que estas autoridades integram o sistema europeu, em termos complementares ao das actividades das Autoridades Europeias e em estreita articulação com estas. As Autoridades

---

<sup>23</sup> Art. 17.º do Regulamento (UE) n.º 1095/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010.

<sup>24</sup> Art. 21.º do Regulamento (UE) n.º 1095/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010.

<sup>25</sup> Art. 9.º, n.º 3 do Regulamento (UE) n.º 1095/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010.

<sup>26</sup> Art. 9.º, n.º 5 do Regulamento (UE) n.º 1095/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010.

<sup>27</sup> Na versão resultante do Regulamento (UE) n.º 513/2011, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Maio de 2011.

<sup>28</sup> Nono considerando do Regulamento (UE) n.º 1095/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010.



Europeias, por seu turno, como notado, têm como uma das atribuições principais a de atingir um grau mais intenso de convergência entre reguladores internos, no tocante às suas práticas de supervisão<sup>29</sup>.

Neste domínio, um dos aspectos mais relevantes prende-se com as implicações do novo sistema institucional europeu no tocante às limitações dos poderes das autoridades de supervisão nacionais.

De um lado, tal é especialmente nítido quanto aos poderes da ESMA no âmbito do processo regulatório, aos poderes extraordinários de suspensão e proibição de actividades financeiras ilícitas, aos poderes de investigação a violações do direito europeu mobiliário e aos poderes de supervisão de sociedades de notação e risco, atrás mencionados.

De outro lado, no âmbito bancário, à EBA são confiados poderes relevantes no plano regulatório, seja na elaboração de propostas de normas técnicas de regulamentação, seja na elaboração de propostas de normas técnicas de execução. A efectividade destes poderes depende em muito da União Europeia, a quem as propostas de normas são dirigidas. São ainda confiadas à EBA competências relacionadas com a supervisão, nomeadamente no tocante aos seguintes temas: emissão de alertas no caso de uma actividade financeira colocar em risco os princípios de estabilidade e integridade do sistema financeiro; determinação e coordenação de *stress tests*; envolvimento em processos de recuperação, saneamento ou resolução; e fiscalização do cumprimento da legislação europeia.

Merece ainda especial referência o Conselho Europeu de Risco Sistémico (*European Systemic Risk Board*), que foi incumbido da prevenção e mitigação de riscos sistémicos. A sua criação implica o reconhecimento da importância da macro-supervisão prudencial, de que se ocupa. Este Conselho pode emitir recomendações dirigidas aos Estados, ou grupos de Estados, e a reguladores, mas não dirigidas a instituições individuais. Cabe-lhe ainda emitir alertas sobre riscos. Todavia, não constitui uma instituição com personalidade jurídica nem é

---

<sup>29</sup> Arts. 8.º, 16.º, 29.º e 31.º do Regulamento (UE) n.º 1095/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010.



uma estrutura com poderes formais, o que constitui uma fragilidade – a somar-se, como debilidade adicional, ao excessivo número de membros (61, no total) que o compõem. Não se pretende, de todo o modo, que este seja um organismo auto-suficiente; prevê-se, ao invés, que a sua actuação decorra em estreita articulação com o *Financial Stability Board* e o FMI.

Outra limitação reside na circunstância de a composição deste organismo privilegiar representantes de entidades que se circunscrevem à análise do risco sistémico em termos bancários, deixando sub-representados os sectores segurador e de mercado de capitais<sup>30</sup>.

Apesar destas limitações, no seu todo, o Sistema Europeu de Supervisão Financeira apresenta-se como um sistema institucional que assegura uma maior coordenação, cooperação e convergência entre as autoridades de supervisão de cada Estado-membro. Implica, em contraste, uma compressão, embora mínima, de poderes das autoridades de supervisão internas. Em suma, existe agora a base institucional adequada para nova vaga de harmonização europeia, nomeadamente em direcção à concretização do projecto de um *Rule-book* europeu comum.

---

<sup>30</sup> ANA SOFIA AMARO LOPES, *A nova arquitectura institucional do sistema de supervisão financeira na União Europeia*, Dissertação de mestrado, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, (2011), 36-38.