



A NOVA REGULAMENTAÇÃO DOS MERCADOS FINANCEIROS - UM TSUNAMI REGULATÓRIO? (I)



A nova regulamentação dos mercados financeiros

- um Tsunami regulatório? (I).

Sumário: O Action Plan aprovado pelo G 20 em Washington em 14-15 de Novembro de 2008, posteriormente concretizado pelo Financial Stability Board (FSB), pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) ou pelo Comité de Basileia (CSBC), iniciou um ciclo de forte regulação reactiva à Grande Crise iniciada em 2007. Pretendemos dar informação sobre alguns dos (muitos) desafios que nos esperam nos próximos anos, e este primeiro artigo debruça-se sobre parte da nova regulamentação e seu impacto económico sobre as instituições. Assim, é essencial uma palavra sobre a nova União Bancária e os desafios que colocará uma supervisão “federal” e uma regulação administrativa escassa de accountability; a criação de um sistema de identificação global de transacções financeiras obrigatório para todas as empresas, financeiras e não financeiras (sistema LEI); a regulação da negociação de contratos de derivados em mercado de balcão ou OTC, e as novas obrigações criadas para uma efectiva supervisão (regulação EMIR); ou a revisão da legislação fundamental sobre mercados de instrumentos financeiros para acomodar as novas realidades, vg electrónicas (MiFID II/MiFIR). A unificação regulatória é um processo longo e moroso perante espaços económicos concorrentes, e as recentes eleições europeias, a divisão entre estados intra e fora Zona Euro, e o referendo na Escócia (e repercussões secessionistas) não ajudarão. A par da descrição das novas medidas e seu impacto, levantaremos, como é mister num ambiente também académico, algumas questões que deverão ser ponderadas para que este “tsunami” regulatório avassalador não potencie market ou regulatory failures (cont.).

Luís Guilherme Catarino
Manuela Peixe¹

I. Introdução – a crise global enquanto detonador da re-regulação.

No dia 9 de Agosto de 2007 o BNP Paribas comunicou ao mercado a suspensão dos resgates de alguns fundos que tinham investido fortemente no mercado norte-americano de *subprime* e a declarada incapacidade de avaliação de alguns activos devido à situação do *subprime* norte-americano. Perante a Grande Crise então iniciada e que se desenrolaria em 2008 com tonalidades dramáticas, o G20 assumiria em Pittsburgh, em Setembro de 2009, *i.a.* um compromisso perante o Mercado, de incremento da transparência e da integridade dos mercados financeiros, de que é exemplo a afirmação de que “*All standardized OTC derivatives should be traded on exchanges [...] cleared through central counterparties [...] OTC derivatives contracts should be reported to trade repositories*”.

Desde a década de oitenta, a par de um Mundo que foi perdendo as suas referências nacionais, seja sociais, culturais ou morais, que a economia se tornara instável. A instabilidade acompanhou a progressiva perda do poder económico pelos Estados nacionais. O *crash* da

¹ Director-Adjunto na CMVM e Professor Auxiliar da Faculdade de Economia e da Faculdade de Direito da U.A.Lisboa. Técnica-Superior na CMVM, temporariamente em exercício de funções na ESMA. O presente texto, que não obedece à nova ortografia aprovada por RCM, corresponde à versão actualizada e prestimosamente complementado pela Sra. Dra Manuela Peixe, dos Seminários leccionados no Instituto de Valores Mobiliários em 2013 e 2014 relativos às “novidades decorrentes dos regimes comunitários sinteticamente designados de MIFID II, MiFIR, LEI e EMIR” (este último com a apresentação da Sra. Dra. Sandra Lage, da CMVM). As opiniões são pessoais e vinculam apenas os Autores.



bolsa norte-americana em 1987 (caiu 22,5% no dia 19 de Outubro), seguiu a recessão Volcker (de Julho de 1981 a Novembro de 1982); entre 1989 e 1991 assistira-se à falências das instituições norte-americanas especializadas em créditos hipotecários denominadas de *savings and loans (S&L)*; em 1992 as crises de câmbios (e do Sistema Monetário Europeu) e o excesso de petrodólares e dinheiro barato levaram nas décadas de oitenta e noventa a graves e sucessivos problemas de dívidas públicas (dos Estados da América do Sul à Ásia, incluindo a Rússia, e à Argentina em 2002), já levaram alguns Autores a alertar para a similitude com o sucedido nas décadas após 1873 e que culminaram na Grande Recessão. Sempre com medo de tal comparação e dos seus efeitos - pese embora o permanente aumento do desemprego, e o aparecimento da miséria nas economias mais desenvolvidas (visível nas ruas, com centenas de milhares de miseráveis sem-abrigo), e, a nível social, a crescente desigualdade económica e social com o aparecimento de fenómenos de miséria (a actual distribuição do rendimento apenas tem paralelo em sociedades pós-medievais) -, a Grande Crise iniciada no final do século XX afastou pruridos na comparação com os anos 30.

No âmbito empresarial o fim do século passado foi marcado por más experiências a nível financeiro: o primeiro sinal dado nos fins dos anos 80 pela falência do mega-fundo *Long Term Capital Management* (onde capitalizavam como gestores alguns dos mais recentes prémios Nobel de Economia), não foi muito atendido. Seguiram-se as falências decorrentes de “criatividade contabilística” sobre algumas das maiores empresas mundiais (Enron, Worldcom); os escândalos corporativos decorrentes da prevalência dos interesses dos administradores sobre o dos accionistas e *stakeholders* (com a obtenção de prémios ou bónus de desempenho milionários e outras benesses como empréstimos das próprias empresas que violavam regras elementares de *corporate governance*); o rebentar de bolhas fortemente especulativas que retiraram riqueza aos investidores (primeiro das empresas “dotcom”, depois da especulação imobiliária); as situações de insolvência ou dificuldades financeiras de instituições de crédito decorrentes de falta de controlo na negociação de contratos de derivados (casos Barings, Société Générale); ou o explodir das “bombas de destruição em massa” (como lhes chamou Warren Buffet) em que se traduziu o mundo dos derivados e dos *produtos financeiros complexos* em que não só empresas financeiras se enredaram (que o Barings e a ENRON sentiram cedo, seguindo-se a multinacional AIG).

Ganharam igualmente relevo as queixas pela alegada omissão de supervisão pública decorrente do “transvase” de gestores financeiros entre a política, o sector privado e o sector público (onde os reguladores vão regular os seus empregadores), que com a questão do denominado “Washington corridor” (relativo à Goldman Sachs) e o caso Bernard Madoff, deixaram uma mancha indelével nos melhores reguladores mundiais.

A par da perda de riqueza e de valor que atingiu grande parte dos clientes e dos investidores nos mercados, a existência de *economias transnacionais* e *empresas internacionais* trouxe consigo instituições financeiras globais que pela sua dimensão e interconexão com as demais e os mercados, assumiram um cariz de “bem público global”. Tal natureza implicou que, em caso de dificuldade, deveria ser assegurada a sua sobrevivência sob pena de contágio a outras empresas e economias - as principais instituições com risco sistémico são denominadas de



global systemically important financial institutions ou G-SIFIs e de *global systemically important banks* ou G-SIBs. O problema crismado de *too big to fail*, resulta de estas sociedades agirem internacionalmente mas *morrerem localmente*, o que pode implicar a necessidade de intervenção das autoridades (e por vezes das finanças públicas), vg em caso de dificuldades financeiras. Assim, assistimos ao favorecimento público de intervenções de grandes instituições sobre pequenas instituições insolventes (caso do Bear Sterns adquirido pela J.P. Morgan ou da Merrill Lynch pelo Bank of America, respectivamente em Março e Setembro de 2008); à opção pela pura e simples falência de outros que nalguns casos trouxe efeitos traumáticos (caso do Lehman Brothers em 15 de Setembro de 2008); à cisão de actividades ou de activos dos bancos “bons” (*good bank*) e criação de bancos que ficassem com produtos “tóxicos” (*bad bank*); a nacionalizações (casos do Northern Rock em 17 de Fevereiro de 2007, após uma corrida aos levantamentos que não tinha paralelo desde 1930, e das especialistas hipotecárias Fannie Mae e Freddie Mac em Março de 2008); à intervenção na gestão de empresas através da injeção de importantes dinheiros públicos em sociedades financeiras nacionais, originando um transvase de riqueza das Nações para os grandes credores e *stakeholders* privados usualmente estrangeiros (o *bailout* da AIG, que anunciou a sua insolvência no dia 16 de Setembro de 2008, implicou um dispêndio superior ao valor despendido com o apoio social público entre 1990 e 2006 – US\$180 biliões²), ou de liquidez no sistema financeiro (em 2008 a Federal Reserve anunciava a disponibilização de US\$600 biliões...e era apenas o começo.

O Mundo também mudou nos anos 90. A globalização da economia, acelerada por novos meios tecnológicos e pela entrada nos diversos sectores de mercado e comércio mundial, de Estados que até aqui tinham vivido da agricultura e da venda de matéria-prima aos Estados desenvolvidos, trouxe novos problemas. A obsessão pelo controlo da inflação, a redução da taxa de juro e o excesso de massa monetária decorrentes das teorias antiKeynesianas fora determinantes para o endividamento das famílias, das empresas e dos Estados. A procura de taxas de juro e de rentabilidades mais atractivas levou à criação e investimento em produtos financeiros complexos (“estruturados”) de alto risco. O transbordar dos Estados soberanos pela economia e pelo mercado criou novos Actores no plano internacional. Os poderes soberanos passaram para o Comité de Basileia, para o G7 alargado a G20, para o Grupo Banco Mundial, para o BCE ou o FED. Mas todos assentaram após 2007 ser premente uma regulamentação dos mercados que “ordenasse e quando possível controlasse” a liberalização e o fenómeno da globalização.

Solicitou-se a associações internacionais como o Fundo Monetário Internacional (FMI), o Banco Mundial ou o *Financial Stability Board* (FSB) o empenho em novas medidas de estabilização dos mercados e de contenção de risco. Verificaram-se *mudanças institucionais*, pois a crise levaria, a partir de 2009, a uma maior preponderância do G20 mas também à transformação do *Financial Stability Fórum* criado em 1999 após a crise asiática, num *Financial Stability Board* globalmente inclusivo, com representantes dos executivos na área financeira, dos reguladores financeiros e dos bancos centrais dos países do G-7, e também representantes de organizações

² Joseph SITGLITZ, 2012, *The Price of Inequality*, Penguin Books, NY, p.391 ss.



e de associações internacionais como o Fundo Monetário Internacional, o Banco Mundial, a OCDE, o Comité de Basileia, a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) ou a IAIS (*International Assurance of Insurance Supervisors*). O FSB estabeleceu protocolos com fortes poderes de cooperação e entajuda com o Fundo Monetário Internacional e demais membros e com organizações informais como o Comité de Basileia. Ao mesmo tempo que lideram o novo programa de re-regulação e monitorizam a sua aplicação, não esqueceram a necessidade de cooperação e entajuda com (e entre) os reguladores dos diferentes Estados-membros (e os reguladores sectoriais). Acompanhar de perto as actividades de empresas transnacionais não se basta com meras trocas de informação casuísticas (*on demand*), assumindo formas de contratualização administrativa transnacionais (MoU's) sob a égide de organizações de cariz internacional e mesmo de uniformização regulatória global³.

O *Financial Stability Board* (FSB) assumiu a qualidade de fórum de harmonização e acompanhamento das medidas *supra* referenciadas a implementar em todo o Mundo. Para além da sua intervenção em todas as questões de harmonização mundial referidas infra – por exemplo, a criação de um “identificador” global para todas as partes intervenientes em transacções financeiras no Mundo, denominado de *Legal Entity Identifier* (ou LEI), - é importante a regulação de actividades ditas de “sistema bancário paralelo” ou *shadow banking* (embora estas actividades, a desenvolver em futuro texto, não sejam verdadeiramente nem *banking* nem *shadow*)⁴. A *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) e o *Committee on Payment and Settlement Systems* (CPSS) do *Bank for International Settlements* (BIS) assumiram um importante papel regulatório, i.a. no âmbito das infra-estruturas dos mercados com importância global. Na União Europeia, a *European Market Infrastructure Regulation* ou EMIR relativa a regulação do mercado de contratos de derivados negociados em mercado de balcão, mas também às contrapartes centrais e aos repositórios de dados sobre transacções - “*All standardized OTC derivatives should be traded on exchanges [...] cleared through central counterparties [...] OTC derivatives contracts should be reported to trade repositories*”⁵). À IOSCO coube igualmente preparar metodologias de verificação (*assessment*) e de supervisão sobre entidades não financeiras com importância sistémica; a negociação relativa a transacções sobre derivados de mercadorias dada a sua importância num futuro (muito) próximo, permitindo aos reguladores intervir *ex-ante* na negociação (fixando limites de exposição) ou *a posteriori* (vg perante excessivas posições num determinado período sobre uma dada mercadoria). É importante criar metodologias de avaliação entre a negociação de *credit default swaps* (CDS) e

³ Luís CATARINO, 2009, *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros – Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*, Almedina, Coimbra, pp. 157 ss.

⁴ Cfr *The shadow banking system can broadly be described as “credit intermediation involving entities and activities (fully or partially) outside the regular banking system” or non-bank credit intermediation in short (...)*, in *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013* do FSB, de 14 de Novembro de 2013, disponível em http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_131114.htm. A questão é igualmente objecto de análise e estudo pela IOSCO (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD392.pdf>), e pelo Comité de Basileia (<http://www.bis.org/publ/bcbs246.pdf>, e <http://www.bis.org/publ/bcbs257.pdf>).

⁵ Cfr. o Regulamento EU nº 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 04Jul2012, relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transacções.



o subjacente, ou regular os meios electrónicos de negociação nos mercados como o *high frequency trading* (HFT). A IOSCO encontra-se neste momento a preparar o plano estratégico para 2015-2020 que os incluirá.

À *International Association of Insurance Supervisors* (IAIS) incumbiria igualmente criar um quadro comum para supervisão das instituições seguradoras pertencentes a grupos com forte actividade internacional e importância sistémica (as *global systematically important institutions* ou G-SIIs) e harmonizar-se com os standards da USA FASB - as medidas Insolvência II estão em estado avançado na União).

O Comité de Basileia *for Banking Supervision* (BCBS) criou novos requisitos prudenciais com Basileia III, a implementar até 2018 (que na União Europeia se espera totalmente executada através da *Capital Requirements Directive* para os bancos CRD IV). Estes requisitos terão um paralelo nas exigências decorrentes da regulação seguradora denominada de Solvência II o que, para grupos cuja interpenetração entre o sector segurador e o bancário seja forte, trará pelo menos momentaneamente uma contracção na concessão de crédito pelas fortes exigências de recapitalização e constituição de reservas de liquidez (a par, como veremos, da necessidade de contribuição para o *Single Resolution Fund* da Eurozona).

Este processo teve também repercussões na estrutura organizatória interna da União Europeia, com a criação e a “centralização” da regulação administrativa em corpos intracomunitários. Ao mesmo tempo que os seus Estados-membros afastavam, após 2007, a corrente de regulação integrada denominada de *Twin-Peaks*, a União Europeia assistiu à criação de um processo comitológico de harmonização regulatória proposto pelo *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*⁶. Este Relatório foi elaborado por um Comité de Sábios presidido pelo economista húngaro Lamfalussy, que vindo de director-geral do *Bank of International Settlements* (BIS) assumira o papel de direcção do Instituto Monetário Europeu (IME) no caminho para a criação do Banco Central⁷. O processo de criação de um *level playing field* através de comités sectoriais e de implementação de *soft regulation* para todo o espaço da União seria substituído após o Relatório de Larosière⁸, por um processo de “agencificação” funcionalmente tripartido. Para o sector bancário foi criada a *European Banking Authority* (EBA); para o segurador a *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA); para o sector dos mercados de capitais, das actividades de notação de risco (*rating*) e dos denominados *Trade Repositories* (*infra*) a *European Securities and Markets Authority* (ESMA). A base da nova regulação jurídica comunitária decorre, *i.a.* dos arts. 53º, 114º, nº1,

⁶ http://ec.europa.eu/internal_market/securities/lamfalussy/index_en.htm .

⁷ Este Comité de Sábios foi constituído pelo Barão Alexandre Lamfalussy, seu presidente, e por Cornelius Herkstroter, Luis Angel Rojo, Bengt Ryden, Luigi Spaventa, Norbert Walter, Nigel Wicks e tendo como porta-voz David Wright e secretário Pierre Delsaux. Sobre a sua constituição e funcionamento, Eva HÜPKES *et al.*, 2005, “The Accountability of Financial Sector Supervisors: Principles and Practice”, *IMF Working Paper 05/51* , <https://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=18018.0>

⁸ O Relatório do *High Level Group*, encontra-se disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf. Para uma visão global da reforma, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm .



290º e 291º do Tratado de Funcionamento da União Europeia (TFUE), e arts. 10-14º e 15º do Regulamento EU nº1095/2010, de 15 de Dezembro⁹.

A nível internacional existiam de há muito instâncias formais e informais de regulação global (alguma referidas *supra*), mas as teorias de desregulação e o domínio pelas denominadas ecologias profissionais não permitiram uma intervenção preventiva: Mesmo quando o risco de actividades financeiras complexas temerárias e das bolhas especulativas eram há muito capa de revistas da especialidade, num *bull market* ninguém quis ter o ónus de intervir¹⁰.

Hoje estas associações encontram-se a trabalhar afincadamente na regulação global dos mercados bancário, segurador e financeiro decorrente das decisões do G20 tomadas desde a Cimeira de Cannes de 2011.

2. Os novos desafios regulatórios da União Europeia.

No âmbito da União Europeia a Comissão definiu em 22 de Outubro de 2013 que o ano de 2014 seria o ano de “entrega” e implementação de uma série de iniciativas tendentes a restabelecer a integridade, a eficiência e o relançamento do mercado interno único, seguindo as orientações do G20 formuladas para todo o Mundo. Teve-se em vista acompanhar o movimento global liderado pelo FSB, mas também ultrapassar a fragmentação e o proteccionismo que se instalara após a Grande Crise nos diversos mercados nacionais, desde logo a nível da supervisão bancária. A profundidade e gravidade da crise perante as finanças públicas dos Estados determinou reacções imediatas por parte de muitos Estados, vg dentro da União Europeia, onde a par da tendência de “cerrar fronteiras” aos movimentos de capitais, se criou um mosaico legislativo e uma fragmentação que eleva o esforço de harmonização comunitária. Faremos por isso uma fotografia do panorama regulatório criado a nível bancário com os mecanismos de supervisão única e os novos mecanismos de intervenção nas instituições de crédito.

⁹ O problema da coordenação da constelação regulatória e da possibilidade de competição e arbitragem vêm sendo estudados há muito (acerca dos fenómenos de *fórum shifting*, do *fórum shopping*, e de possibilidade de *race to the bottom*, a bibliografia sugerida no nosso trabalho, cit. nota 3, pp. 39 ss). Também acompanhamos estas dinâmicas regulatórias, vg as decorrentes dos Relatórios Lamfalussy e posteriormente de Larosière. Este último permitiu ultrapassar a velha querela institucional regulatória “twin peaks”, assegurando que, apesar da interpenetração dos sectores bancário, segurador e financeiro, cada sector específico seria dotado de um regulador dotado de competências e um espaço regulatório específico (vd o nosso trabalho sobre “A reforma da Regulação Financeira na União Europeia: refracção do movimento do Direito Administrativo Global”), in http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1360862121a_reforma_da_regulacao_financeira_lc_formado.pdf

¹⁰ A captura destes reguladores globais pelas ecologias de profissionais financeiros em momentos *bullish*, e a sua substituição pelas ecologias políticas em momentos *bearish* (em parte devido à necessidade de intervenção/injecção de dinheiro público), tem sido muito discutida desde as Escolas da *Public Choice* e da Escola de Chicago. Hoje as teorias da captura desenvolveram-se para feições mais sociológicas e políticas, existindo inúmera literatura sobre os perigos para a democracia e para as sociedades e diferentes grupos sociais, decorrentes da morte da meritocracia às mãos de classes profissionais e políticas que se auto-perpetuam.



Do vasto *Work Programme* salientamos de seguida medidas regulatórias tomadas no âmbito dos mercados financeiros, sem preocupação de exaustão, e explanando as que terão já impacto a partir do corrente ano. Todas estas iniciativas visam a harmonização, enfrentar a crise em curso e regular de forma preventiva actividades de risco como a emissão e comercialização de produtos muito complexos e a concentração de negócio nas Contrapartes Centrais. No entanto, deparam-se com naturais resistências e obstáculos, desde logo nos mercados e nos seus agentes profissionais pelos custos que comportam. A maioria da legislação comunitária que referiremos (Directivas e Regulamentos) depende de regulamentação de segundo grau, *vg* de actos delegados (art. 291º TFUE), e de “normas técnicas de regulação ou de implementação” (denominadas de *Regulatory Technical Standards* – RTS - e de *Implementing Technical Standard* – ITS). Em grande parte devido à premência da sua implementação em todos os Estados-membros, a regulamentação tem-se caracterizado por ser lacunar ou incompleta, e necessitada de posterior *fine tuning*, *vg* através de instrumentos quase-normativos (Orientações e Recomendações).

A legislação de segundo grau não deve ser elaborada de forma demasiado expedita, sob pena de deixar em aberto demasiadas questões de aplicação e de execução que terão de ser resolvidas através da elaboração de padrões (*standards*), de orientações (*guidelines*) ou de meios mais informais como a edição de perguntas e respostas (Q&A). Um *case study* a ter presente é a actual regulação dos mercados de derivados OTC (EMIR), por muitos considerada demasiado porosa (mesmo nas normas técnicas de implementação). No seu âmbito e desde a aprovação dos repositórios de informação (TR’s), temos já hoje milhões de reportes diários aos seis TR’s autorizados pela ESMA (infra)¹¹, mas a que falta total qualidade (nem todas as menções são comunicadas por ambas as partes), coerência (nem todas as contrapartes num negócio fazem o reporte), *enforcement* (os reguladores ainda não definiram um meio de supervisão da aplicação normativa, nem os meios de acesso a todo o manancial de informação existente, porque fragmentado por vários TR’s).

A par destas dificuldades inatas ao processo legislativo da EU, por natureza mais político e compromissório e mais lento que o existente em outros espaços financeiros como os EUA, Japão, Canadá, temos de ter em atenção que a fragmentação ocorre igualmente a nível mundial, pois os EUA, a União, os países asiáticos como Singapura ou Japão e China, a Austrália, o Canadá, têm ritmos diferentes de implementação dos mesmos princípios fixados pelo G20 e desenvolvidos e monitorizados pelo FSB, e não são totalmente compatíveis entre si (o que pode ocasionar um *fórum shopping* e, de forma mais dramática, um *race to the bottom* na compita entre Estados pela atractividade regulatória).

Uma outra dificuldade decorre do facto de a diferente regulamentação de que iremos dar conta entrar em vigor em datas e momentos diferentes, e encontrar-se interdependente, podendo criar dessintonias internas ou mesmo internacionais. Por exemplo, prevê-se na nova regulação sobre mercados de instrumentos financeiros (*MIFID II*) a possibilidade da obrigação de negociação em plataformas de negociação ou *trading venues* (Mercados Regulamentados – MR

¹¹ <http://www.esma.europa.eu/content/List-registered-Trade-Repositories>

–, Sistemas de Negociação Multilateral – SNM ou *MTF* –, ou Sistemas de Negociação Organizados – SNO ou *OTF*), determinadas classes de contratos de derivados. Mas a própria regulação (EMIR) está, como veremos, dividida em diversas fases: *i*) em 2013 foi o início do processo de autorização das CCP's e dos acordos de interoperabilidade entre CCP's no âmbito do EMIR; *ii*) em 2014 o reporte de informação, dependente ainda, como veremos, de afinamentos; *iii*) em 2015 será a fase do *clearing* obrigatório¹²; *iv*) em 2016 poderá ser a negociação obrigatória em plataformas, por via da legislação de segundo nível do pacote *MIFID II/MIFIR* (na realidade, esta data foi ficando cada vez mais longe tendo aplicação directa e imediata em 2017... dez anos após a crise). Ora, nos EUA a CFTC já cumpriu em 2013 os comandos do G20 nesta matéria, regulando os três estádios.

O mesmo poderemos dizer da entrada em vigor da regulação das Centrais de Valores Mobiliários ou *Central Securities Depositories* (CSD's) e da posterior entrada em vigor, faseada, do T2S – ambas objecto de estudo próximo. O regulamento das CSDs foi publicado em 28 de Agosto de 2014. O Regulamento (EU) n.º 909/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de Julho de 2014, relativo à melhoria da liquidação de valores mobiliários na União Europeia, e às Centrais de Valores Mobiliários que altera as Directivas 98/26/CE e 2014/65/EU e o Regulamento (EU) n.º 263/2012, entrou em vigor no vigésimo dia seguinte à sua publicação no Jornal Oficial da União Europeia, ou seja, 17 de Setembro de 2014. No entanto, nem todas as disposições entram em vigor ao mesmo tempo, até porque muitas normas carecem de publicação de *Regulatory Technical Standards*.

Ainda quanto às Centrais de Valores Mobiliários, é de referir o projecto em curso denominado de *Target 2 Securities* (T2S), um sistema único de liquidação física de instrumentos financeiros ao nível da EU, desenvolvido pelo Eurosistema. Assentará numa plataforma electrónica única, em que os agentes financeiros podem aceder directamente (*Directly Connected Participants* - DCP) ou através de uma CSD nacional (*Indirect Connected Participants* - ICP), e terá uma entrada em vigor de forma faseada, conforme referido *infra*.

2.1. A regulação administrativa sancionatória e criminal do abuso de mercado (MAD/MAR).

Em 14 de Novembro de 2013 a ESMA publicou um *discussion paper* com algumas novas orientações relativas a medidas a tomar no âmbito da regulação do abuso de mercado, tendo procedido a uma audição pública em Paris, em 27 de Janeiro de 2014. Relativamente ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (*Market Abuse Directive* ou *MAD*), a Directiva n.º 2014/57/UE do Parlamento Europeu e do Conselho contém as sanções administrativas e/ou criminais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado).

A revisão da Directiva relativa ao abuso de mercado (*MAD*) foi objecto de acordo político entre o Parlamento Europeu e o Conselho, para ser feita através de um Regulamento (*MAR*) -

¹² O procedimento de definição de classes de derivados obrigatoriamente sujeitos a *clearing* já foi iniciado pela ESMA, nomeadamente através de consultas públicas aos participantes do mercado - <http://www.cmvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/ESMA/Documents/Consultation%20paper%202014-800.pdf>.



Regulamento (UE) nº 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, Relativo ao abuso de mercado (regulamento abuso de mercado) que revoga a Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e as Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE, da Comissão. Esta regulamentação do *Market Abuse* ainda não se encontra totalmente fechada dada a regulação ainda dependente de actos delegados e actos técnicos, mas também está em linha com algumas das novidades decorrentes da *MiFID II*: alargamento a Sistemas de Negociação Multilateral e *OTF's*; especificação da aplicação a derivados como *CDS's* e derivados sobre *commodities*; previsão de manipulação decorrente da utilização de negociação algorítmica ou de instrumentos como hedge funds; regime de favorecimento dos denunciadores de infracções legais aos reguladores (regime dos denominados *whistleblowers institucionalizado com o Dodd-Frank Act* de 2010, cuja eficácia depende de ser construída com medidas de incentivo e medidas anti-retaliação¹³).

A par da moderna corrente administrativização da Justiça e das sanções aplicáveis (através de contra-ordenações), existe hoje uma forte tendência sancionatória criminalizadora na União. Visando-se a harmonização das sanções penais nos diversos Estados-membros o futuro deparar-se-á com a problemática inerente à uniformização de princípios constitucionais nacionais em matéria criminal e com a reserva constitucional de competências dos Estados, que aí mantiveram a sua esfera de soberania (*domínio reservado*)¹⁴. A proposta de Directiva tinha a particularidade de a matéria sancionatória poder ser um *benchmark* para a regulamentação *CSD's* e T2S (o *discussion paper* da ESMA cobria uma panóplia de questões conexas, como os programas de recompra ou *buy back*, as operações de estabilização, as práticas de mercado aceites, os indicadores de operações de manipulação, as listas de *insiders*, o *disclosure* de informação privilegiada, as transacções de dirigentes, as recomendações de investimento, etc.). Encontrou-se em consulta pública até meados de Outubro de 2014 um *Discussion Paper* sobre projectos de normas técnicas sobre o Regulamento¹⁵, e um *Consultation Paper* sobre projectos de normas técnicas e projecto de Parecer técnico sobre delegação de competências¹⁶.

¹³ A figura cresceu com a regulação norte-americana de reacção à Grande crise iniciada em 2008 - o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Act* (Dodd-Frank Act). Será uma valiosa arma na detecção e investigação de infracções, desde que sejam cumpridos dois requisitos: (i) medidas de incentivo (a SEC premeia o denunciante com uma percentagem de 25% a 30% da sanção pecuniária aplicada, que atingiu em 2013 um valor individual de 14 milhões de dólares, valor já ultrapassado em 2014 por um *whistleblower* que recebeu 30 milhões), e (ii) medidas anti-retaliação (de protecção ao denunciante cooperador na investigação). No caso contrário pode suceder que a figura não tenha os resultados desejados - *vd* http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1390490035governar_com_a_administracao_independente.pdf

¹⁴ As questões colocam-se igualmente na regulação denominada *MiFID II* e *MiFIR*, onde a par da uniformização de sanções se pretende uma centralização, tratamento e guarda de tal informação na ESMA, através de uma base central de dados que pode ser utilizada para intercâmbio entre autoridades de supervisão (art. 71º *MiFID II*). Também a obrigatoriedade de difusão pública de sanções administrativas e sua publicação no *website* da autoridade (durante pelo menos cinco anos), mesmo que objecto de recurso, levanta incertezas nalguns Estados, *vg* face ao princípio da presunção da inocência (acerca desta problemática das sanções administrativas regulatórias, sua natureza e princípios fundamentais, o nosso trabalho de 2010, *cit. nota 3 supra*, Cap.IV).

¹⁵ *Draft technical standards on the Market Abuse Regulation* da ESMA, in

2.2. A alteração da regulação relativa aos mercados de instrumentos financeiros (MiFID II/MiFIR). Uma das peças regulatórias centrais nos mercados financeiros é a Directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros (mais conhecida por *MiFID*, de *Markets in Financial Instrument Directive*¹⁷). Foi objecto de uma reforma iniciada em 2011 para a aprovação de uma Directiva que a revogará em 2017 (*MiFID II*) e de um Regulamento (*Regulation on Market Financial Instruments* ou *MiFIR*¹⁸). Existem matérias comuns aos instrumentos legislativos mas a pretensão de uniformização regulatória pela Comissão levou a que o Regulamento comunitário incidisse particularmente sobre a transparência (divulgação) e o reporte de transacções, bem como sobre a *negociação de acções e derivados em plataformas*, e a possibilidade de acesso não discriminatório a mercados organizados e a CCP's – matéria que entronca com a actual regulação EMIR e a futura regulação do *Shadow Banking*. Para não se verificar arbitragem regulatória também é num Regulamento que são vertidos novos poderes de intervenção pública da ESMA sobre posições negociais e sobre actividades de investimento e de negociação de alguns produtos financeiros (cfr. arts 9º e 18º do Regulamento (EU) 1095/2010, de 15 de Dezembro).

Ambos foram aprovados pelo Parlamento Europeu em 15 de Abril 2014 e objecto de publicação durante o mês de Junho de 2014 (a sua entrada em vigor ocorreu vinte dias após a publicação). Caberá à “legislação” de segundo nível a sua implementação num prazo entre 12 e 18 meses após a entrada em vigor. Além dos actos delegados aí previstos (art. 291º TFUE), incluímos nesta “legislação” as “normas técnicas de regulamentação” ou RTS e “normas técnicas de implementação” ou ITS. Este processo de 2º Nível iniciou-se com a publicação de um *Consultation Paper* (com projectos de *Technical Advice*) a ser presente à CE em Dezembro de 2014 e um *Discussion Paper* (que fundará a próxima consulta ou *Consultation Paper* a ser lançado ainda em 2014).

Esta fase é sumamente importante porque no seu conjunto existem cerca de 80 normas de habilitação. O normativo e as consultas públicas demonstram que muitas das actuais normas alicerçam o seu conteúdo nas anteriores Recomendações e Orientações do CeSAR, embora esta *soft law* se tenha tornado *hard* pela aplicação de medidas compulsórias - originando o que denominámos por *hoft law*¹⁹.

http://www.cvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/ESMA/Documents/esma_2014-809_consultation_paper_on_mar_draft_technical_standards.pdf

¹⁶ *ESMA's draft technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation* in http://www.cvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/ESMA/Documents/esma_2014-808_consultation_paper_on_mar_draft_technical_advice_0.pdf

¹⁷ Directiva 2004/39/CE, do PE e do Conselho, de 21Abr2004, implementada e regulamentada pela Directiva 2006/73/CE da Comissão, de 10Ago2006 e pelo Regulamento CE 1287/2006 da Comissão, de 10Ago2006 e Regulamento EU 648/2012

¹⁸ Directiva 2014/65/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Maio de 2014, e Regulamento nº 600/2014 do PE e do Conselho, de 15 de Maio de 2014, ambos JOUE L 173/349 de 12.06.2014.

¹⁹ Acerca desta nova “legislação” comunitária atípica, Luís CATARINO, “A Nova Regulação Europeia dos Mercados: a *Hoft Law* no *Balancing Powers* da União.”, AAVV, *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor J.J. Gomes Canotilho*, vol. IV, SJ, Coimbra Ed., 2012, pp. 145-177.



A sua execução será faseada a partir de meados de 2015, dependerá da vasta regulação comunitária secundária, e a execução na União ocorrerá em 2017. É um instrumento fundamental para a eficiência, a concorrência e a harmonização dos diversos mercados e infra-estruturas existentes (em parte, traduz-se numa regulamentação complementar e “em linha” com a regulamentação EMIR, CSD’s ou T2S - *infra*). Existem algumas inovações fundamentais de que salientaremos a regulação dos instrumentos negociados em mercados de balcão ou OTC (o impacto no mercado OTC será a nível de formação e descoberta de preços, reportes de transacções, transparência de preços e quantidades, obrigação de negociação em mercados organizados); a possibilidade de reconhecimento de sucursais de empresas de países terceiros à UE que pretendam prestar serviços a contrapartes elegíveis a clientes profissionais (dependendo a possibilidade de Livre Prestação de Serviços na União do *entry point* através de um Estado-membro); o reconhecimento de novas formas de mercados secundários organizados (os denominado *OTF’s* de *organized trading facilities*, a par dos Mercados Regulamentados e dos Sistemas de Negociação Multilateral); a obrigação de negociação nestas plataformas electrónicas ou *trading venues*, de derivados e algumas acções, usualmente negociados em OTC; a regulação da negociação de derivados sobre mercadorias e de produtos financeiros complexos; as novas obrigações de transparência pré e pós negociação (incluindo nalguns casos a negociação nas designadas plataformas electrónicas, dado o alargamento do regime da actual Internalização Sistemática (IS); a regulamentação das novas formas de negociação automática (ou *algo trading*).

2.3. A protecção dos Investidores - a *Packaged Retail Investment Protection (PRIP)* traduz iniciativas em curso, para unificar as iniciativas legislativas nacionais no âmbito das vendas de instrumentos financeiros aos investidores, por forma a tornar os mercados financeiros mais *consumer-friendly*. Parte do princípio de que *o não investimento nos mercados financeiros pelo cidadão não pode ser uma opção do legislador dada a sua necessidade para a economia global e para a sua protecção financeira e patrimonial individual*. Por isso, o acréscimo de informação e transparência decorrente da regulamentação PRIP tem o propósito declarado de protecção do investidor (*retail investor*). Porquê? Porque numa época de taxas de juros muito baixas ou negativas, os investidores tendem a investir em produtos alavancados, de maior risco, para poder obter maior retorno.

Tal como sucede com as exigências da *MiFID II* (que abrangerá no seu âmbito os depósitos estruturados), é essencial a prestação prévia de informação sobre os produtos, a sua natureza e riscos associados, o que anda a par com informação aos investidores acerca dos custos (da aquisição e serviços conexos). O princípio de protecção dos investidores não passa necessariamente por proibi-los de assumir risco: mas dadas as experiências recentes, em que algumas instituições tendem a criar produtos financeiros de estrutura ininteligível e de forte risco de crédito, este risco deve ser gerido, e publicitado de forma clara e inteligível nos *Key Investment Documents (KIDs)*.

Algumas das exigências que serão vertidas na regulação comunitária encontram-se já vertidas em Portugal no Decreto-Lei nº 211-A/2008, de 3 de Novembro e no Regulamento CMVM nº

2/2012. A legislação portuguesa foi uma das primeiras e poucas regulações neste âmbito na união Europeia, exigindo-se a notificação do *KID* a um regulador, a sua publicação via *website* (do comercializador ou do regulador), a indicação sumária das principais características e do *product governance* (*infra MiFID II*)

2.4. A regulação de protecção às Pequenas e Médias Empresas comunitárias (SME). O apoio às denominadas Pequenas e Médias Empresas europeias - *Small and Medium-Sized Enterprises (SME)* - particularmente as não financeiras, tornou-se um objectivo político claro na União Europeia²⁰. Definidas como as empresas que têm até 250 trabalhadores e uma capitalização até 50 milhões de Euros, o seu financiamento depende sobretudo de empréstimos bancários. Por regra, estes são mais caros que para as grandes empresas mas a Grande crise actual, a aplicação das regras de Basileia III, os atrasos nos pagamentos por entidades públicas e a falta de liquidez bancária, tornaram um crédito caro num crédito (praticamente) inexistente²¹. Este fenómeno é mitigado nos EUA, dada o importante papel de intermediação directa feito por investidores institucionais não bancários e empresas de capital de risco (para além da intervenção das *Government Sponsored Enterprises – GSE* -, que adquirindo créditos dos bancos de retalho libertam capital para o sistema bancário).

A criação de mercados especialmente dedicados à negociação de valores mobiliários destas empresas *SME* assenta na consideração de que os mercados organizados são essenciais à sua visibilidade, crescimento e financiamento – algo que já existe actualmente na generalidade dos Estados²². A *MiFID II* cria um *label* para as plataformas SNM ou MTF (Sistemas de Negociação Multilateral) que tenham como objectivo este tipo de empresas (“Mercados de PME em crescimento”, art. 33º ss *MiFID II*). No entanto, para esta Directiva, as Pequenas e Médias Empresas são definidas não em termos de estrutura mas em termos da sua capitalização, e os valores para que aponta (200.000.000 Euros) seriam de molde a considerar a maioria das nossas maiores empresas como PME’s – *cf.* art. 4º, nº13.º *MiFID II*. Esta legislação será

²⁰ As dificuldades das SME’s na obtenção de crédito, de acordo com as estatísticas e estudos do BCE e da Comissão Europeia, a situação é particularmente preocupante desde 2009 na Eslovénia, na Irlanda, em Portugal e na Grécia - http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/themes/09_sme_access_to_finance.pdf

²¹ A rejeição à concessão de crédito ou os obstáculos levantados têm vindo a alastrar, dos Estados como Portugal, Grécia ou Espanha, até Itália ou França – *cf.* o Relatório do *Institute of International Finance* de 2013, *Restoring financing and growth to Europe’s SMEs*

²² A Euronext Lisbon tem vindo a tentar dinamizar os mercados por si geridos, no sentido de atrair empresas para a Euronext Lisbon para se financiarem no mercado, em alternativa ao crédito bancário, mais difícil e mais caro para as pequenas e médias empresas. Além dos *road shows* para “chamar” novas entidades emitentes para o mercado, a Euronext criou, à semelhança de outros mercados Euronext da União, um Sistema de Negociação Alternativo vocacionado para a negociação de acções de pequenas e médias empresas, denominado de Alternext. Este mercado (sistema de negociação alternativo) caracteriza-se por ser menos exigente para as empresas que pretendem ter o seu capital admitido à negociação neste Sistema, nomeadamente no que se refere a custos de manutenção cobrados pela própria Euronext ou ao grau de exigência de divulgação de informação pelas emitentes. No entanto, apesar dos esforços envidados pela Euronext, apenas estão admitidas à negociação acções de 2 empresas, a *Intelligent Sensing Anywhere* e a *Nexponor-SICAFI*. Em 26 de Setembro de 2014 verificámos que o último dia em que ocorreu negociação sobre as acções da ISA e da NEXPONOR, fora em 3/12/2013 e 6/8/2014, respectivamente, demonstrando que efectivamente este mercado não é muito líquido.

acompanhada pelo aprofundamento da regulação da actividade de notação de risco. Aliás, embora a regulação das *Credit Rating Agencies Regulation – CRA's* - seja no momento uniforme²³ com base na centralização pela União e pela autoridade do mercado ESMA, a Comissão Europeia pretende também fomentar a existência de *CRA's* de pequena e média dimensão para incrementar a concorrência. Continua o trabalho de reconhecimento mútuo pela ESMA de *CRA's* estrangeiras²⁴.

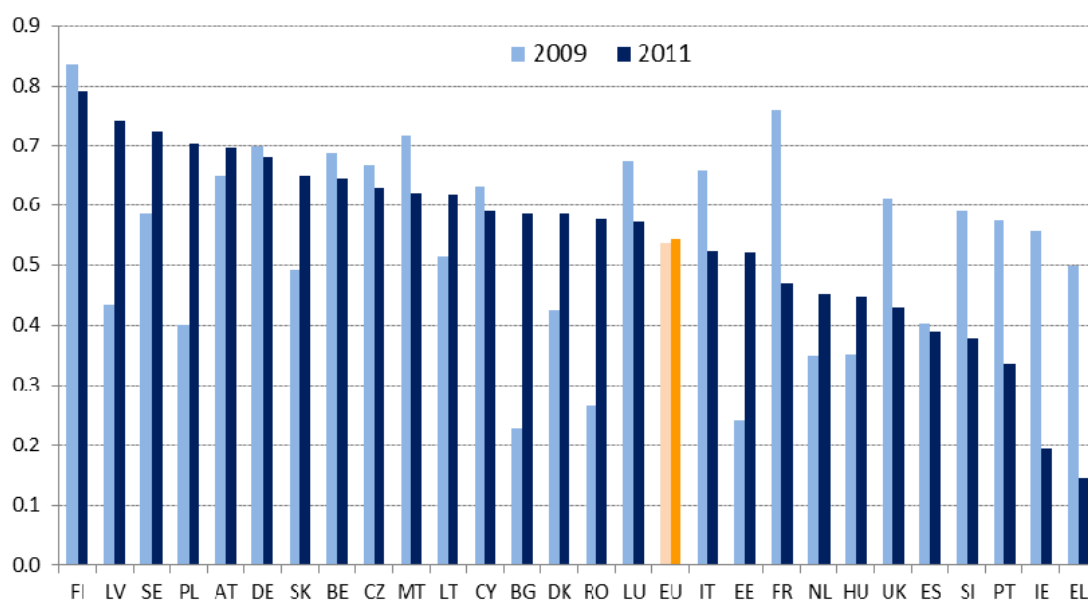


Fig. 1. Acesso das PME's a empréstimos bancários, segundo dados da Comissão Europeia.

2.5. A regulação do denominado sector de banca paralela ou *shadow banking*. Tratando-se de uma actividade de crédito e de financiamento da economia e das empresas *paralela* à actividade bancária, necessita de uma forte regulação e vigilância²⁵. O volume de instrumentos financeiros, o crédito e os fundos afectos a tais actividades são de enorme magnitude. O risco sistémico decorre da falta de transparência, e se pensarmos que o terceiro maior sector de *shadow banking*, após os EUA e o Reino Unido é a China, que financia quase 80% da economia

²³ Cfr. a legislação desde 2009 in http://ec.europa.eu/internal_market/rating-agencies/index_en.htm

²⁴ Registo disponível em <http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs>

²⁵ Para termos uma ideia do volume de fundos em questão e do seu impacto, o FSB estimou no seu relatório de 14 de Outubro de 2014 que, (...) *By absolute size, advanced economies remain the ones with the largest non-bank financial systems. Globally OFI (Other Financial Intermediaries) assets represent on average about 24% of total financial assets, about half of banking system assets and 117% of GDP. These patterns have been relatively stable since the crisis* (...) – e a estimativa é conservadora, pois não inclui jurisdições não-FSB. Acerca das *Policy Recommendations* do FSB, o Relatório *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking*, de 29 de Agosto de 2013, http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130829a.pdf.

privada, onde existe uma social e economicamente perigosa “bolha” imobiliária e de dívida, o risco sistémico é real e de enorme dimensão.

É um verdadeiro caso de “dilema regulatório” porquanto as operações em que se traduz são de enorme risco, no entanto são igualmente importantes fontes de financiamento não bancário à economia (hedge funds, fundos do mercado monetário, securitização, empréstimo de valores mobiliários, acordos de recompra ou “repos”²⁶). Esta será uma matéria de *non bank banking* que desenvolveremos no próximo artigo.

2.6. A criação de um Mercado Financeiro Global: as infra-estruturas de mercado.

A regulamentação das *CSD's* (*Central Securities Depository Regulation*) foi publicada em 28 de Agosto de 2014, apesar de muitas vozes que defendiam que a sua entrada em vigor deveria ocorrer com a implementação do T2S. Também foi defendido pela indústria que este projecto deveria ser feito de uma só vez e não em quatro fases, a primeira já em 22 de Junho de 2015. A *CSD* portuguesa, a Interbolsa, entrará neste projecto na segunda fase, em 28 de Março de 2016. Na mesma data teremos a adesão da Euroclear, *CSD* que presta os mesmos serviços que a Interbolsa às outras estruturas de mercado do Grupo Euronext: Paris, Bruxelas e Amesterdão²⁷.

Neste âmbito merece também destaque a criação de uma identificação única para as empresas que participam (*worldwide*) na negociação de contratos de derivados. É feita através da denominada regulamentação *LEI* (*Legal Entity Identifier*) conforme definido na Cimeira de Cannes²⁸.

Esta medida de identificação está em linha com a nova obrigatoriedade de comunicação das operações sobre contratos de derivados negociados OTC aos denominados Repositórios de Transacções ou *Trade Repositories* (TR), nascida em Fevereiro de 2012. Os Repositórios de transacções têm como função principal a recolha e manutenção de dados sobre transacções sobre derivados, reforçando a transparência nos mercados e reduzindo os riscos para a estabilidade financeira.

²⁶ O FSB emitiu igualmente um Relatório designado de *Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*, in http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130829b.pdf. No âmbito da União Europeia, vd Comunicação da Comissão (“*Green Paper*”) de 19 de Março de 2012 (disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_en.pdf)

²⁷ A terceira fase está prevista para o dia 12 de Setembro de 2016 e a quarta fase para 6 de Fevereiro de 2017.

²⁸ A agenda do G20 tem vindo a tornar-se cada vez mais ambiciosa, como resulta da declaração resultante da Cimeira de Cannes ocorrida em 4 de Novembro de 2011. Aí se incluem preocupações como o desemprego e protecção social, a produção alimentar global e mercados de *commodities* (pela assunção da necessidade de evitar a futura escassez de alimentos e volatilidade e abuso dos respectivos mercados de derivados – cfr o recém criado *Agricultural Market Information System*); o problema da evasão fiscal, da harmonização fiscal e dos paraísos fiscais (atento o facto de as nações não cooperantes serem uma das preocupações da FATF e do Global Fórum); a regulação dos mercados de energia, físicos e financeiros (o preço da energia, a volatilidade dos mercados, as energias renováveis e a sustentabilidade); o desenvolvimento de energias renováveis (“limpas”) e de um Desenvolvimento sustentável (cfr a iniciativa da ONU *Sustainable Energy for All*), protecção do meio marinho, medidas contra o aquecimento global (implementação do *Green Climate Fund*), são apenas uma parte da Agenda - <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-cannes-declaration-111104-en.html>



Para além da identificação das partes nestes negócios, da sua divulgação pública, prevê-se para 2015 a possibilidade de liquidação dos contratos de derivados entretanto padronizados através de uma contraparte central (CCP) - o que implicará mais regulamentação sobre quais os contratos a padronizar, a aprovação de sistemas, criação de interoperatividade (infra). A ESMA encontra-se em fase de conclusão dos Relatórios técnicos sobre o reporte e guarda de informação sobre derivados *OTC* - a definição de derivado relevante é a que resulta da classificação *MIFID*²⁹ -, seu *clearing, trading* e técnicas de mitigação de risco. Em Estados como a Austrália, Canadá, Hong Kong, Suíça, e nalguns aspectos parcelares, Singapura, Coreia do Sul, Índia, tem havido reuniões na ESMA entre representantes das autoridades de regulação tendo em vista o tratamento regulatório de filiais e sucursais no estrangeiro, formas de coordenação na fixação de padrões, e de cooperação na supervisão.

3. A criação de uma União Bancária Única.

Em termos de novo ambiente regulatório não poderíamos deixar de descrever sumariamente a criação de uma nova União, de cariz bancário. Em Junho de 2012 os Chefes de Estado e de Governo da União acordaram no aprofundamento da União Económica e Monetária³⁰ criando uma zona Bancária (expressão mais rigorosa que União Bancária). Como? Mediante criação e aplicação de algumas regras comuns aos bancos sedeados na zona Euro da União e àqueles que a elas pretendam aderir voluntariamente (o Reino Unido, a Suécia e a República Checa declararam já que não exercerão a opção de *opt in*), mas sobretudo através de uma supervisão única e um mecanismo único de intervenção nas instituições de crédito com importância sistémica.

O Conselho recomendara vivamente em 2009 uma uniformização regulatória que visava atingir cerca de 8.300 bancos da União. Visa-se evitar a fragmentação normativa decorrente da existência de 28 autoridades centrais e as lacunas e *loopholes* que daí poderiam advir na supervisão de grupos transnacionais. Para além de se pretender impedir os riscos sistémicos também se visava acabar com as medidas individuais de salvaguarda que os Estados adoptaram após 2008 e que atentavam contra a liberdade de circulação. A criação de mecanismos nacionais preventivos e de *ring-fencing* era tão pouco aceitável como o desvio de de dinheiro

²⁹ Em 29 de Setembro de 2014, a ESMA colocou à consulta pública "Guidelines on the application of C6 and C7 of Annex I of MIFID". Annex 1, Section C of MiFID provides the following definitions for points (6) and (7) („C6" and „C7"): (6) *Options, futures, swaps and any other derivative contract relating to commodities that can be physically settled provided that they are traded on a regulated market and/or an MTF* e (7) *Options, futures, swaps, forwards and any other derivative contract relating to commodities that can be physically settled not otherwise mentioned in C.6 and not being for commercial purposes, which have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls.*

³⁰ É importante o Relatório de Outubro de 2012 elaborado a pedido da Comissão Europeia por um Grupo de Peritos liderados pelo Governador do Banco de Finlândia, Erkki Liikanen, relativo a medidas de robustecimento do sistema bancário e da sua eficiência, protecção dos consumidores/investidores - <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52014PC0043>



público da economia para salvaguarda do sistema financeiro ou a constituição de garantias pelos Estados a favor dos bancos nacionais (no final de 2012 já somava 4,5 triliões de Euros).

Pugnava ainda pelo exercício centralizado da supervisão bancária (*Single Supervisory Mechanism*), da centralização das decisões e meios de recapitalização e intervenção pública na gestão dos bancos (*Single Resolution Mechanism*), e na criação de um Fundo de garantia (*Single Resolution Fund*) - a par dos sistemas de garantia nacionais (*Single Deposit Guarantee System*).

Estes seriam considerados os “três Pilares” da futura “União” Bancária na Eurozona³¹.

A realidade tornaria o âmbito subjectivo regulatório pretendido um pouco menor (abrange cerca de 130 instituições de crédito), incidindo sobre os bancos essenciais para manutenção da estabilidade financeira na União (ou, pela vertente negativa, aqueles que oferecem um claro risco sistémico).

O sistema europeu de supervisão única (*European ou Single Supervisory Mechanism – ESM ou SSM*) assenta em mecanismos legislativos de que se destaca o Regulamento nº 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Junho de 2013, relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento, e a Directiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Junho de 2013 relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento. Este pacote é denominado vulgarmente de CRD IV ou *Capital Requirements Directive*³².

Transpondo o Acordo de Basileia III e as orientações do G20, a legislação contém maiores obrigações e consequente custo regulatório para as instituições de crédito e sociedades financeiras nacionais, não só a nível das reservas e de liquidez, mas também a nível de estrutura interna, de *corporate governance* e controlo interno.

Sendo aplicável a partir de 1 de Janeiro de 2014³³, foi transposta para o ordenamento nacional em 25 de Outubro de 2014 pelo Decreto-Lei nº /2014 que analisaremos em artigo em vias de

³¹ O aprofundamento e centralização da supervisão prudencial bancária prevista no tratado de Funcionamento da União Europeia (art. 127º TFUE) deveu-se em grande parte aos acontecimentos iniciados em 2007 e que levariam à Grande Crise de 2008 -. O resultado imediato foi um contágio entre as diversas instituições bancárias e os Estados, um enorme custo decorrente da necessidade de *bailouts* nacionais a cargo dos cidadãos contribuintes, uma fragmentação da União decorrente da adopção de medidas nacionalistas, um elevado preço com a adopção de medidas de *ring-fencing funding* para alguns bancos dentro das fronteiras nacionais ... enfim, um verdadeiro atentado ao mercado interno de serviços bancários e ao *level playing field*.

³² http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/legislation-in-force/index_en.htm

³³ O chamado Comité de Basileia nasceu depois das crises dos sistemas proteccionistas criados após Bretton Woods, particularmente devido à liquidação forçada do Banco Herstatt em 26 de Junho de 1974 e às suas repercussões internacionais em termos de pagamentos. Visava a criação, implementação e monitorização de princípios prudenciais que prevenissem o risco da insolvabilidade de empresas bancárias e a possibilidade do seu contágio transfronteiras (CATARINO, 2010 pp. 56 e 159). O sucesso da aplicação do Acordo de Basileia de 1988 (Basileia I), assinado por mais de 100 Estados (*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*) seria seguido de acordos denominados de Basileia II (2004) e Basileia III (2010), este último transposto para a União Europeia através do “pacote” denominado de CRD IV.

publicação (*cf.* a nossa apresentação efectuada em 20 de Outubro de 2014 no Instituto de Valores Mobiliários).

Normativamente o *Single Supervisory Mechanism (SSM)* será completado por um outro Pilar regulatório cujo projecto normativo nacional se encontra em fase final para transposição da Directiva sobre a Recuperação e medidas de Resolução aplicáveis a instituições de crédito e de empresas de investimento foi aprovada pelo Conselho em 31 de Março de 2014 e adoptada pelo Parlamento Europeu em 15 de Abril de 2014. Referimo-nos à Directiva 2014/59/EU do Parlamento e do Conselho, de 15 de Maio, conhecida como BRRD de *Bank Recovery and Resolution Directive*³⁴. O *Single Resolution Mechanism (SRM)* completará o regime comunitário uniformizador de legislação (*single rule book*) e de supervisão - (arts. 114º e 127º TFUE).

Prevê-se a implementação de todo o mecanismo a partir de 2016, embora a partir de 1 de Janeiro de 2015 entrem em vigor as normas relativas à cooperação entre uma nova entidade reguladora (o *Supervisory Board*), a Autoridade Bancária Europeia (EBA) e as autoridades nacionais (*infra*), *vg* para preparação das medidas que determinem a intervenção do mecanismo de resolução.

Com efeito, a par de regras comuns ou *rule book* (desde logo quanto à supervisão prévia decorrente de actos como as autorizações administrativas de funcionamento ou “autorizações-programa” (actos administrativos de constituição de empresas), ou os requisitos de rácios de capital, de reservas, de liquidez, de controlo de riscos), existirá uma supervisão micro-prudencial directa, pelo Banco Central Europeu, com meios próprios de intervenção. Por esse motivo foi criado um organismo especializado do BCE denominado de *Supervisory Board* que se caracteriza pela sua autonomia e por deter meios independentes do BCE e das suas funções monetárias³⁵.

A transferência para o BCE de poderes de supervisão sobre instituições denominadas de “significativas” (bancos e outras instituições financeiras) ocorrerá já em Novembro de 2014, após uma avaliação dos seus riscos, liquidez, financiamento, avaliação de activos, sua valorização, e de um *stress test* final. Esta avaliação ou *assessment* está em curso e visa obter uma visão completa sobre as instituições que serão visadas.

O mau resultado dos *stress tests* de 2009 e de 2011 efectuados na União Europeia, ao contrário do que sucedeu nos EUA, não restauraram a confiança no sistema bancário, e determinaram

³⁴ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0059>

³⁵ A entrada em vigor da nova supervisão centralizada de bancos europeus da Euro-área ou de outros que optem por um *opt in* (instituições com actividade transfronteiriça e com dimensão significativa – mais de Euros 30bi.), depende de uma prévia avaliação de instituições de crédito da Euro-área até Novembro de 2014, da recapitalização, da desalavancagem, e da realização de *stress tests* (ao contrário do que sucedeu nos EUA em 2009, os *stress tests* de risco, resiliência empreendidos na Europa pela EBA não tiveram bons resultados). Implicará também a coordenação pelo BCE dos bancos centrais responsáveis pela supervisão das demais instituições – o sistema, dirigido por alguém com experiência adquirida no *Banque de France* com de Larosière, e na *Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution* (Mme. Danièle Nouy, Chair do *Single Supervisory Mechanism Board*), encontrando-se durante o ano de 2014 em fase de forte procura de colaboradores qualificados (cerca de 800 especialistas - http://ec.europa.eu/internal_market/finances/banking-union/index_en.htm

uma especial assertividade nesta intervenção/avaliação. O *comprehensive assessment* de preparação (e cariz preventivo) poderá desencadear a necessidade de alterações a nível das “instituições significativas”, como a constituição de provisões, a consolidação de grupos muito dispersos, a aprovação de meios reforçados de controlo interno, a existência de planos internos de contingência, e alterações ou intervenção na estrutura organizativa de alguns bancos (o seu resultado verá a luz do dia em finais de Outubro de 2014).

O mecanismo agora criado imporá um difícil equilíbrio com os mecanismos comunitários de regulação já existentes, quer os sectoriais como a Autoridade Bancária Europeia (*European Banking Authority*), quer os macroprudenciais como o Comité Europeu de Risco Sistémico (*European Systemic Risk Board*). Estes organismos manterão a sua jurisdição sobre os Estados-membros da Eurozona, conjuntamente com os poderes detidos pelos bancos ou autoridades centrais nacionais. Serão criadas equipas mistas de supervisão para as instituições que forem qualificadas como *Significant Institutions*. As autoridades nacionais perderão muitas das suas competências de regulação e de controlo *home* e *host* relativamente aos bancos que operem transnacionalmente dentro e fora da União e que fiquem sujeitos à supervisão do BCE.

3.1. Novo enquadramento para a recuperação de instituições de crédito e de empresas de investimento (*Recovery and Resolution Plans - a Directive on Bank Recovery and Resolution ou BRRD*). O novo sistema de supervisão e regularização conterà também regras de intervenção “a posteriori”. Como? Perante a sinalização pelo BCE à Comissão (CE), às autoridades nacionais competentes e ao *Single Supervisory Board (Board)*, de bancos da Euro-área (ou aqueles que a ela tenham aderido) que enfrentem dificuldades de liquidez ou de solvabilidade. Será formulada uma resolução fundamentada pelo *Board* (onde terão assento representantes da CE, do BCE, e das autoridades nacionais), quanto aos meios a utilizar. O BCE, mediante comunicação prévia à Comissão, decidirá das soluções e alternativas possíveis, *vg* a intervenção imediata.

As decisões de intervenção e de aplicação de (fortes) meios de intervenção na gestão da instituição, ou alocação de recursos (ou mesmo de utilização do Fundo), dependerão de propostas do *Board* tomadas de forma uniforme e centralizada dentro do Euro-sistema. O *Board* actua em cooperação com o BCE e a Comissão Europeia. Alguns Autores discutem a legitimidade desta nova entidade para decidir e intervir na gestão de entidades privadas de forma independente, pelo que a regulação comunitária atribuiu a tomada da decisão final às instâncias “constitucionais”. O *Board* actua também em cooperação com a EBA e as autoridades locais nacionais. Verificada que seja

(i) uma situação de potencial insolvência,

(ii) a inexistência ou insuficiência dos mecanismos de auto-protecção interna e de resolução que os bancos deverão deter e manter actualizadas em conjugação com os reguladores nacionais (*recovery and resolution plans*³⁶), ou de outras soluções privadas, e

³⁶ As medidas de resolução devem passar pelos planos de contingência previamente preparados pelo próprio banco, como aumentos de capital a prosseguir pelos accionistas, pela venda de partes de negócio ou cessação de



(iii) a detecção de um risco sistémico e o interesse público na intervenção, despoletar-se-á uma resolução com as medidas necessárias para os Estados-membros e o eventual uso de fundos comuns.

Esta proposta será enviada à Comissão e a actuação dependerá de verificação e não objecção desta e do Conselho (conforme referimos, a estas cabe conferir previamente a conformidade da actuação proposta com as regras nacionais, o interesse público em causa e os efeitos). Ademais, a Comissão pode entender que a instituição deve ser objecto de imediato processo de insolvência³⁷.

A acção do SRM baseia-se num mecanismo comum de intervenção na gestão das instituições em caso de crise ou de dificuldades individuais, na manutenção da continuidade da prestação de serviços pelos bancos à economia, e prevenção de riscos sistémicos. As regras/meios constam da BRRD, que assenta na existência de uma *rede de reguladores centrais* e de meios e fundos de intervenção nacionais³⁸. Mas também aqui há que criar um *level playing field*; que proteja os depositantes e evite a *moral hazard* de quem exceda os limites normais da prudência na busca de lucro, por saber ter um efeito sistémico. Existe um sistema de garantia aos titulares de depósitos bancários, inicialmente fixando uma quantia máxima de 20.000 Euros posteriormente aumentada para 100.000³⁹, mas na fase de pânico perante a Grande Crise de 2008 houve Estados que declararam publicamente que garantiam ilimitadamente os depósitos de particulares (Alemanha) ou todos os depósitos (Irlanda). Criaram-se distorções na concorrência e limitou-se a liberdade de circulação de capitais, de prestação de serviços e de estabelecimento.

A Directiva prevê regras também para os casos em que a actuação preventiva não é já possível, passados os estádios (i) de preparação e prevenção, e de (ii) intervenção antecipatória de

algumas actividades, pela cisão de activos e passivos (por exemplo retirando da instituição os activos tóxicos e colocando-os num *bad bank* – solução muito utilizada nos EUA), apoio pelos demais *players* bancários que pode passar pela aquisição do banco), criação de uma estrutura temporária que permita manter os serviços não afectados (*bridge bank*)... O Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras aprovado pelo DL nº 298/92, de 31 de Dezembro, contém já algumas medidas de intervenção reforçada, vertidas nos arts. 139.º e seguintes, e reforçadas por sucessivas alterações legislativas no corrente ano de 2014 (vd versão consolidada no Decreto-lei nº 157/2014, de 24 de Outubro).

³⁷ Na realidade, os poderes de iniciativa do BCE, mesmo que a pedido do *Board*, estão limitados a uma aceitação expressa, prévia, pela Comissão, que pode objectar à Resolução ou a parte dela, ou propor ao Conselho que aprove a sua alteração (ou a não objecção). Porquê este poder da Comissão? Desde logo porque a proposta do *Board* pode colidir com as regras de intervenção dos Estados-membros; depois, porque na sua avaliação deverá ponderar a fundamentação, os objectivos com a relação entre os montantes a disponibilizar pelo Fundo e o interesse público em causa (vg se deverá a instituição ser objecto do processo normal de insolvência no território nacional), e os efeitos das medidas constantes da proposta/esquema de Resolução. No caso de não aprovação das medidas propostas deverá o *Board* adequar as suas propostas de Resolução que serão depois aplicadas e implementadas pelas autoridades nacionais competentes de acordo com as leis nacionais e as normas e princípios constantes da Directiva.

³⁸ http://ec.europa.eu/internal_market/bank/crisis_management/index_en.htm

³⁹ Inicialmente a quantia era de 20.000 euros, segundo a Directiva 94/19/CE, depois alterada pela Directiva 2009/14/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho de 11 de Março.



crises. As soluções de *bank recovery and resolution* pretendem prevenir a *moral hazard* de quem sabe ser *too-big-to-fail*, através da internalização dos danos resultantes da necessidade de intervenção em caso de *default* ou de insolvência (uma das soluções aposta em que o custo de uma má gestão deve ser suportado pelos accionistas). Optou-se pela criação de mecanismos mutualistas: um *Single Bank Resolution Fund* (SRF) será constituído por contribuições dos bancos e gerido pelo *Board*, fundo a realizar no espaço de 8 a 10 anos⁴⁰. A dotação europeia prevista é de cerca de 1% dos depósitos cobertos (o Fundo é dinâmico). O mecanismo pretende manter a actividade de instituições com dimensão significativa ou com risco sistémico que se encontrem em dificuldades, afastando quer o *bail-out* quer a possibilidade de contágio com crises de finanças públicas⁴¹.

Existem obrigações dos investidores, quer de suportar perdas, quer de recapitalizar os bancos. Um dos mecanismos possíveis de intervenção para recapitalização é a transformação de créditos em *equity* segundo uma hierarquia pré-determinada. Após um determinado limiar de perda de activos (*threshold* de 8% do total de responsabilidades) suportado por *bail-in's* a autoridade pode permitir o acesso ao fundo único de resolução (*infra*) que cobrirá até um máximo 5% do total de activos em perda, seguindo-se uma hierarquia de pagamentos entre os *stakeholders* (como em todas as insolvências). A obrigação de suportar as perdas recai inicialmente sobre os *shareholders* e credores (*p.e.* titulares de obrigações convertíveis), numa hierarquia de graduação de créditos à frente dos quais estarão preferencialmente clientes singulares e PME's com depósitos superiores a 100.000 Euros, até que possam intervir fundos públicos⁴².

A total entrada em vigor do *SSM* será 1 de Janeiro de 2016, mantendo-se a aplicação das normas e soluções nacionais no caso de crises bancárias que entretanto venham a ocorrer. Foi assumido politicamente em Dezembro de 2013 que os Estados-membros convergiram entretanto, no que respeita à internalização dos prejuízos e dos custos (*bail-in*) antes de qualquer intervenção pública, pelo menos a partir de 1 de Janeiro de 2016.

No entanto, o Fundo estará constituído até 10 anos após o início das contribuições – a *BRRD* entrará em vigor em 1 de Janeiro de 2015 -, o que mantém até lá eventuais necessidades de intervenção pública nacional (as autoridades nacionais deverão utilizar o mais cedo possível os fortes meios de intervenção de que já dispõem existindo, em última análise, discricionariedade na utilização dos meios conforme os casos concretos).

⁴⁰ Durante o período de constituição o Fundo será constituído por *national compartments* que serão posteriormente integrados e mutualizados, o que dependerá da assinatura de um Acordo Intergovernamental entre os Estados-membros participantes. As autoridades nacionais serão chamadas não só a participar na resolução de intervenção do *Board*, mas a cumprir as resoluções adoptadas de acordo com a lei e os processos nacionais. O *Board* deterá a possibilidade de dar ordens directamente aos bancos em causa quando as autoridades nacionais não estejam a cumprir as suas determinações.

⁴¹ "Recovery and Resolution Planning for Systemically Important Financial Institutions: Guidance on Identification of Critical Functions and Critical Shared Services". *Financial Stability Board*, Julho 2013. http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130716a.pdf

⁴² Neste sentido *vd* as orientações do *Financial Stability Board*. 'Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions' Out.2011, http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104cc.pdf

Em 21 de Maio de 2014 os representantes de 26 Estados-membros (o Reino Unido e a Suécia ficaram fora) assinaram um Acordo Intergovernamental (IGA) destinado a iniciar a transferência e mutualização das respectivas contribuições, ao mesmo tempo que a ESMA publicava um novo *Multilateral Memorandum of Understanding* (MMoU)⁴³.

3.2. Harmonização dos Sistemas de Garantia dos Depósito (*Deposit Guarantee Schemes - DGS*). Mantém-se desde 1994 um sistema de garantia dos depósitos, que em Portugal é assegurado através do Fundo de Garantia de Depósitos junto do Banco de Portugal. Traduzia-se inicialmente no pagamento (imediato) de até 25.000 Euros relativamente aos depósitos dos clientes de bancos em caso de insolvência. Sucessivamente revista até aos actuais 100.0000 Euros, a Directiva 94/19/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 30 de Maio que criou estes sistemas nacionais⁴⁴ foi este ano objecto de nova revisão pela Directiva nº 2014/49/UE do Parlamento Europeu e do Conselho no JOUE de 12/06/2014 (L173)⁴⁵.

Também nesta matéria existiu um acordo político para a harmonização através de uma nova Directiva que alterará o regime dos actuais Fundos de Garantia de Depósito (*Directive on Deposit Guarantee Schemes*)⁴⁶. A alteração mantém o mecanismo individual actual (não se prevê, por exemplo, a fusão futura destes fundos nacionais), e assegura que os depositantes continuarão a beneficiar de uma garantia até €100,000, por depositante e por banco (sendo considerados como um só depósito todos os que se encontrarem em bancos em relação de domínio ou de grupo). Também não afasta a intervenção do sistema de Indemnização aos Investidores (criado em Portugal pelo Decreto-Lei nº 229/99, de 22 de Junho⁴⁷), que abrange “o dinheiro depositado, pelos clientes, junto do intermediário financeiro e destinado expressamente a ser investido em instrumentos financeiros” – cfr cmvm@cmvm.pt, “Apio ao Investidor”, FAQ’s.

Actuando no caso de insolvência, encontra-se prevista a possibilidade de os Fundos poderem fazer empréstimos entre si em caso de necessidade. As regras segundo as quais tais fundos serão constituídos (por contribuições dos bancos) mantêm-se idênticas, excluindo, pela sua *expertise*, as instituições financeiras e as autoridades públicas (excepto os entes locais). São no entanto fixados os requisitos de financiamento do Fundo que deverá abranger 0.8% dos depósitos objecto de garantia.

⁴³ Foi assinado pelos 28 Estados-membros da União mais a Noruega e entrou em vigor em 29 de Maio de 2014, pretendendo conseguir uma maior cooperação e harmonização nos mercados de valores mobiliários entre as autoridades nacionais e estas e a ESMA – substituindo o MoU do CESaR de 26 de Janeiro de 1999.

⁴⁴ Cfr. <http://www.fgd.pt/pt-PT/Legislacao/Paginas/default.aspx>

⁴⁵ Cfr. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:31994L0019>

⁴⁶ As preocupações europeias e o actual sistema de mutualização e de socialização do risco através de fundos de garantia (sociais, laborais) estendem-se ao sector bancário, mas também dos serviços de investimento, e do sector segurador – vd http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/investor_en.htm, ou http://ec.europa.eu/internal_market/bank/guarantee/index_en.htm, e também http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/guarantee_en.htm

⁴⁷ Transpõe a Directiva n.º 97/9/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 3 de Março



Os depositantes deverão ter informação prévia acerca destes mecanismos e respectiva cobertura no contrato com o banco, e o acesso aos fundos deverá ser mais simples e célere, à semelhança do que já sucede hoje nos EUA. Prevê-se que os 20 dias úteis possam vir a ser reduzidos a partir de 2019 (até 7 em 2024). Tais depósitos não serão afectados pelas novas regras de *bail-in*. Este sistema de garantia foi criado tendo em vista evitar a corrida ao levantamento de depósitos (antecâmara da morte de qualquer banco), e deveria ser substituído no futuro por um sistema pan-europeu que permitisse uma espécie de “direitos de saque” de um fundo nacional sobre outros fundos quando existam dificuldades próprias - mas por ora mantém-se nos mesmos termos nacionais com as alterações supra referidas.

3.3. Desafios e dificuldades que se colocarão à União Bancária. Uma das questões relevantes do novo sistema jurídico que têm sido levantadas por alguns Autores é que se aprofunda a independência do Banco Central e os seus fortes poderes administrativos intrusivos no âmbito da gestão das empresas e dos poderes legítimos dos Estados-membros. A sua actividade mantém-se afastada de qualquer dependência dos políticos e dos representantes democráticos apesar ser o sistema nacional a poder ter de responder, perante a possibilidade de *regulatory failures*, em medidas interventivas com forte impacto num Estado-membro. Também é cada vez mais referida a falta de mecanismos de *accountability* como uma característica da nova regulação bancária, no espírito de independência dos bancos centrais face aos Políticos.

A solução assenta no dogma da independência das políticas monetárias que permite contrabalançar políticas nacionais fiscais e ter financiar a criação de *deficits* orçamentais tão caros aos políticos em tempo de eleições - sobretudo se está em causa diminuir o desemprego à custa de alguma inflação. Também assim se afasta a tentação de recair nas opções Keynesianas de coordenação e manipulação de ambas as políticas macroeconómicas em prol de objectivos políticos mais vastos. Decerto começará a ser discutida tal solução quando se verterem tais soluções em detrimento de uma função de supervisão nacional.

Com efeito, se é por muitos discutida esta supressão ao Poder Político de mecanismos de intervenção macro-económica, não podemos esquecer que a supervisão a nível nacional era ainda um dos meios de que os Estados-membros detinham de intervir localmente. Se olharmos à História, a independência dos Bancos Centrais foi um fenómeno criado em meados do séc. XX. Teve como precursor o Banco de Pagamentos Internacionais constituído para gerir as indemnizações de guerra devidas pela Alemanha após a I Grande Guerra (*Bank of International Settlements - BIS*), cujo estatuto, aprovado em 1930 na conferência intergovernamental de Haia, o tratou como se fosse uma Organização Internacional, independente de todo o Poder nacional. O BCE seguiria o exemplo na natureza jurídica e na característica da independência, características em parte disseminadas na Europa pelo banco central alemão devido à sua História e ao fenómeno de hiperinflação coevo do *Reichsbank* (e dos seus sucessores - o *Bank Deutscher Länder* e o *Bundesbank*), e do excesso de massa monetária após as Grandes Guerras.

A solução adoptada em Maastricht e no Conselho Europeu em 1991, de criação de um BCE independente cujo objectivo central era a manutenção da estabilidade de preços, caracterizou o projecto Sistema Monetário Europeu-UEM. Foi enquadrada num movimento de desregulação, privatização e liberalização que vinha dos anos oitenta (Consenso de Washington). Se o prémio Nobel da economia atribuído em meados de setenta a von Hayeck e posteriormente, ainda na mesma década, a



Milton Friedman, poucas dúvidas deixava quanto à nova ortodoxia pós-Keynesiana, a revogação em 1999 por um democrata, Bill Clinton, do *U.S. Banking Act* de 1933 – conhecido por *Stegall-Glass Act*, nome dos seus Autores -, seria a marca maior de tal movimento⁴⁸. Tal solução, como o actual Pacto Orçamental, resultou de uma clara opção influenciada pela doutrina monetarista aplicada pelos “Chicago boys” no Chile e posteriormente pela “Reaganomics” e pelo “Thatcherismo” - corroborada pelo exemplo do Bundesbank⁴⁹.

A experiência europeia junto à independência de *metas* - estabilidade de preços e baixa inflação – a independência de *meios* e de *instrumentos*. Também aqui foi clara a opção entre as várias soluções adoptadas no Mundo na relação entre os bancos centrais e os Estados, e que vão da estrita dependência (*subordinação*) à independência (*goal independence*), passando por formas de cooperação para convergência ante *metas* politicamente fixadas (*superintendência*). Nas sociedades democráticas as autoridades e o poder público prestam contas ao Povo: face a objetivos previamente fixados o Governador de um Banco Central deve ser chamado a uma Assembleia representativa a prestar contas (muitos Autores norte-americanos ainda hoje criticam a política da *Federal Reserve* da primeira década do século como co-causadora da crise - em parte decorrente do aumento de 100% do crédito concedido entre 2000 e 2008).

Ora, a nova União Bancária e a supervisão centralizada vem, segundo alguns Autores, acentuar a desapropriação do poder público democrático não só dos *meios* e *instrumentos*, mas também das próprias *metas*, no âmbito da vigilância de proximidade dos bancos e da intervenção nacional, assumindo-se o *modelo mais forte de independência* e de unificação (o que pode reforçar as críticas de quem afirma que os bancos centrais e os mercados descolaram da sociedade política). Também desapropria o Poder Judicial da intervenção na gestão de empresas como as instituições de crédito e permite a nacionalização indirecta de empresas financeiras e a sua reprivatização fora dos princípios fundamentais constantes dos textos constitucionais e legais nacionais, que limitam juridicamente actos aos próprios Governos democraticamente eleitos (*cf.* arts. 61º-62º, e 82º e 86º CRP). Num movimento de auto-

⁴⁸ Bill Clinton revogaria em 1999 esta lei criada para evitar novo colapso financeiro e conseqüente risco sistémico como o que levara a América ao desequilíbrio financeiro no final de década de vinte, prevenindo a alavancagem, moderando a cartelização e o excesso de liquidez, separando as instituições que poderiam desenvolver a banca dita de retalho ou comercial da dita banca de investimento (com investimento em produtos financeiros complexos). Apesar das duras lutas contra o sistema financeiro e os bancos em especial, Franklin Roosevelt não só aprovaria em 1933 este *Act* mas entre 1932 e 1935 assinou igualmente entre leis reguladoras dos mercados bancário, dos valores mobiliários (*Securities and Exchange Act*) e um novo regulador (a *Securities and Exchange Commission*, a que se seguiriam outras autoridades administrativas independentes). A legislação restritiva e os próprios reguladores foram sendo objecto de ataques e da diminuição de poder, e o *Stegall Glass Act* seria revogado através do denominado “Citigroup Act” - a *Gramm-Leach-Bliley Act Financial Services Modernization Act.*, de 12 de Novembro de 1999.

⁴⁹ A disputa entre Ronald Reagan e Volcker em meados dos anos 80, ou o conflito na mesma época entre o Bundesbank (política de restrição monetária contra a inflação) e Helmut Schmidt (pretensão de fazer face ao desemprego adoptando medidas fiscais anti-recessivas para diminuir o desemprego), deveriam demonstrar como a coordenação é necessária (*vd* os artigos compilados em G. TONIOLO, ed., 1988, *Central Bank’s Independence in Historical Perspective*, Berlim, Walter de GRUTER; e Jean-Claude WERREBROUCK, *Banques Centrales, indépendance ou soumission*, ed. Yves Michel).

expropriação assumido nos anos 90 (decerto assumindo a má ideia que deles se propala), os Políticos continuam a libertar os bancos centrais e agora a supervisão bancária da relação *principal-agent* e das peias da responsabilidade e legitimidade democrática. As cada vez mais frequentes crises financeiras, o papel das *ecologias profissionais* (pessoas que gravitam entre as diversas formas de Poder político, social, financeiro) sem preocupação com os seus conflitos de interesses, levam cada vez mais Autores a questionar-se sobre a essencialidade do modelo agora adoptado e sobretudo da legitimidade da subordinação do Poder Político e das decisões políticas de um Povo às decisões do poder financeiro e económico de um grupo informal.

Também na nova União Bancária o problema da *accountability* nas suas diversas vertentes e plúrimas noções tornou-se essencial⁵⁰. As soluções regulatórias referidas decorrem da percepção de que não basta à estabilidade do sistema financeiro uma política monetária de estabilização de preços e de inflação baixa. São necessárias medidas que *previnam os riscos* e que *minimizem os efeitos* dos choques financeiros sobre a comunidade. Mas as novas medidas não afastam o risco de uma *regulatory* ou *governmental failure* que acarrete efeitos sistémicos, por exemplo esquecendo que alguns grupos ou instituições não podem simplesmente falir. Manter-se-á sempre o princípio de *too-big-to-fail*. Apesar das possíveis afirmações político-populistas, se alguma lição se retirou da crise iniciada em 2007 e da resposta negativa de ajuda dos maiores bancos dos EUA ao pedido de ajuda do Lehman Brothers, essa lição é de que, enquanto houver globalização, há bancos e grupos económicos cuja simples falência teria uma repercussão negativa, mesmo demolidora (sistémica) sobre mercados (nacionais e internacionais), sobre empresas (financeiras e não financeiras), sobre a economia e demais agentes económicos (Estados e famílias), mas sobretudo sobre os Mercados e os seus agentes (afastando-os do Mercado).

Como solução para os erros cometidos após a Grande crise iniciada em 2007, em que perante instituições em dificuldades, credores nacionais mas sobretudo estrangeiros receberam dos contribuintes dinheiro público para cumprir dívidas de instituições perante as quais foram muito pouco diligentes a avaliar (e negociar!), o Mecanismo de Resolução aposta na *internalização de custos* para os *stakeholders*. Mas esquece que existem empresas não financeiras que têm uma actividade paralela à bancária igualmente significativa para todo o mercado (as propostas EMIR e de regulação efectiva do fenómeno de *Shadow Banking* estão aí para o confirmar). E se se pretende com esta solução libertar o público contribuinte do custo de tais intervenções (*bailout*), não temos como certo que assim se evite a total *socialização do risco* e *do dano*. Tal foi aliás demonstrado nas conferências promovidas em Junho de 2014 em Lisboa pelo Banco de Portugal, onde se salientou, a par da necessidade de uma *accountability* dos reguladores reforçada, que havia vantagens e desvantagens na moderna solução. A vantagem da atenuação da *moral hazard*, a maior justiça distributiva, o incremento da

⁵⁰ Acerca da necessidade de responsabilidade as diversas noções de *accountability*, vd o nosso trabalho 2014, “O Novo Regime da Administração Independente: *Quis custodiet ipsos custodes?*”, *working paper*, Instituto dos Valores Mobiliários da FDUL, p. 60, in http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1390490035governar_com_a_administracao_independente.pdf



transparência não podem fazer esquecer desvantagens como a maior morosidade e sobretudo que aplicar tal Mecanismo será algo de forte impacto político e particularmente litigioso (factores que temos visto levarem à perda de valor das instituições a recuperar...com consequente custo público).

Ademais, tal Mecanismo poderá também acarretar o contágio a outras instituições, tanto mais que estas medidas são, por natureza, pró-cíclicas. Com efeito, quer a universalização e transnacionalização da actividade dos bancos ou grandes empresas financeiras (que englobam a actividade bancária, financeira, seguradora), quer as suas relações com a economia real (através de empréstimos às empresas e aos Estados e demais administração pública, de prestação de garantias, de colateralização), com as empresas em relações de domínio ou de grupo (a quem contagiarão e não só em termos reputacionais), e com os indivíduos e famílias (que serão atingidos por via dos fundos de investimento, dos fundos ou planos ou seguros de pensões, planos de reforma, planos de saúde, carteiras de investimento das poupanças), tornam muito pouco credível que o dinheiro dos contribuintes não seja utilizado... Se não o for numa primeira fase, sê-lo-á pelo menos após a fase de *bail-in*.

O novo Modelo de Resolução deverá também ser prévia e amplamente publicitado (tanto quanto a existência de Fundos de Garantia), pois assim se evita que os investidores sejam surpreendidos pela concretização de um risco que desconheciam, impedindo que se gerem crises de Confiança relativamente aos mercados de instrumentos financeiros e consequências negativas para os demais bancos. Porquê? Porque serão aqueles que contratualizaram posições de investimento accionista ou obrigacionista, que verão as suas justas expectativas económicas e contratuais alteradas – excepto em caso de insolvência, depósito de milhões podem ficar acautelados, mas carteiras de acções de milhares desaparecerem. Os aforristas chamados a investir no Mercado de Capitais terão uma tutela diminuída e para quem mantém relações contratuais aquando da entrada em vigor das novas soluções poderá pretender alegar uma violação do Princípio da Protecção da Confiança.

Outra questão que nos preocupa é que as autoridades nacionais de regulação mantêm-se responsáveis pela supervisão da maioria dos bancos da Eurozona que não serão abrangidos por este movimento de “marshallização” de réditos da União, necessários à manutenção da sua estabilidade. Não andaremos longe da verdade se pensarmos que a necessidade de uma intervenção musculada do SSM se deparará com uma clara acrimónia de alguns Estados em aceitar a intervenção externa sobre o seu sistema financeiro (pelo menos os mais fortes economicamente). As alegações de conflitos de competências com as autoridades nacionais, os princípios constitucionais nacionais e o princípio da subsidiariedade da intervenção da União serão poderosas armas de defesa. Pragmaticamente há que aceitar que os Estados têm uma percepção dos seus mercados que falta às autoridades da União, pela relação de fidúcia, de proximidade e pela inexistência de regras comuns e universais para todos os serviços (*single rule book*). As reacções nacionais perante uma intervenção da EBA ou do *Board* nos seus bancos (e por essa via na economia nacional) trarão ao de cima os egoísmos nacionais (que se reflectirão nas deliberações do Conselho), pois com a supervisão única os Estados perdem um forte mecanismo que lhes permite deter algum poder interno sobre o seu mercado. E uma resolução tomada por um organismo que não conhece as especificidades de um mercado ou das instituições de um dado Estado pode bem vir a ser uma



regulatory failure com repercussões sistémicas graves (de onde ressurgiu a necessidade de *accountability*).

Finalmente, existe ainda a questão “Tempo”. Previsto para entrar em vigor em 2016 (!), existe ainda um período (previsível) de 10 anos até que o Fundo de Resolução seja plenamente eficaz. Como sucede com os Ciclos de Kondratiev, a observação empírica demonstra que tal como o Sol nasce todos os dias também as crises financeiras estão para ficar. O fenómeno da globalização demonstra desde há três séculos que as crises são tão certas como a morte e os impostos... O novo instrumento bancário chegará a tempo de prevenir a próxima crise?

A mais recente crise bancária ocorreu este ano na Bulgária, e a Comissão Europeia teve de aprovar no dia 30 de Junho de 2014 uma linha de crédito de 1,7 mil M.Euros para conter a corrida aos levantamentos bancários gerada por uma onda de especulação. Esta especulação, deliberada, aproveitara a crise política que então se vivia e teve uma consequência inusitada que se deveria repetir em outros Estados: várias pessoas foram então detidas por atentar publicamente contra a economia nacional e contra a estabilidade públicas. Se é verdade que se manterá o princípio de *too-big-to-fail*, não é verdade que existam pessoas *too-big-to-jail*.

4. A criação de um Mercado Financeiro Global: as infra-estruturas de mercado.

A recente entrada em vigor da regulação das Centrais de Valores Mobiliários ou *Central Securities Depositories* (CSD's) e a posterior entrada em vigor, faseada, do T2S pretendem *inter alia* a melhoria da liquidação de valores mobiliários na União Europeia, o reforço de segurança das Centrais de Valores Mobiliários e um sistema único de liquidação física de instrumentos financeiros ao nível da EU, desenvolvido pelo Eurosistema (T2S). A regulação dos mercados de derivados que assenta em relações bilaterais e na assunção do risco pelas partes poderia ter assentado na sua centralização obrigatória num mercado regulamentado, num MTF ou num dos futuros OTF's, necessariamente ligados a uma CCP. Mas o legislador comunitário optou, por hora, pela obrigatoriedade de interposição de uma contraparte central entre as partes no contrato, por forma a mitigar o risco de contraparte.

4.1. A efectiva supervisão da negociação dos contratos de derivados fora de mercados. A *European Market Infrastructure Regulation (EMIR*⁵¹).

De acordo com a informação prestada pela Comissão Europeia, em meados de 2008 o valor do mercado de derivados negociados em OTC ascendia a cerca de 700 Biliões de Euros, demonstrando a falência do Lehman Brothers ou a operação de resgate à maior seguradora

⁵¹ Pela sua natureza, o Regulamento comunitário é de aplicação directa e obrigatória nos Estados Membros. A sua execução depende da publicação de normas técnicas de regulamentação e de implementação que têm vindo a ser aprovadas pela ESMA e pela Comissão Europeia. O EMIR entrou em vigor dia 16 de Agosto de 2012. As normas técnicas de regulamentação necessária à sua eficácia e execução entraram em vigor no dia 15 de Março de 2013.

mundial (AIG) as graves lacuna existentes no crescimento do mercado OTC (onde se negociam cerca de 80% do total de derivados⁵²)

A dimensão do mercado e o risco decorrente da falta de transparência e de segurança (risco operacional e de crédito), determinara a intervenção do G20 em 2009, apelando a uma maior solidez dos mercados perante esta realidade e à sua salvaguarda mediante uma adequada regulação das suas infraestruturas, cujos princípios fundamentais foram crismados pelo CPSS e pela IOSCO em Abril de 2012. Os membros destas associações comprometeram-se com 24 Princípios (*Principles for financial market infrastructures - PFMIs*) e 5 Compromissos (*Responsibilities*) – cfr. <http://www.bis.org/publ/cpss111.htm> A verificação ou assessment da sua adopção para a conseqüente regulação iniciou-se em 2013.

A União Europeia veio regular e supervisionar *ex novo* a negociação dos contratos de derivados fora de mercados legalmente organizados (mercado de balcão ou *over-the-counter* – OTC). Como? Através da *European Market Infrastructure Regulation (EMIR)*⁵³ vertida no Regulamento (UE) n.º 648/1012, 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 transacções e regulamentado por várias normas “técnicas”⁵⁴. Além da transparência decorrentes de deveres de comunicação de todas as transacções efectuadas, de informação e armazenamento e disponibilização de dados sobre todos os negócios reportados a entidade criadas no âmbito deste regulamento denominadas *Trade Repositories*, prevê-se um dever de compensação centralizada através de Centrais de Compensação (CCP’s – *infra*) previamente autorizadas ao nível europeu. A segurança obtida pela interposição de uma contraparte central abrangerá algumas classes de contratos derivados (os mais frequentes e já padronizados entre as contrapartes), impendendo sobre os demais contratos a necessidade de se adoptarem técnicas que reduzam (mitiguem) o potencial risco sistémico deles decorrente. Esta obrigação incumbe às partes no contrato sejam contrapartes financeiras (CF ou FC) ou contrapartes não financeiras (CNF ou NFC). Em complemento, a obrigação de transacção em plataformas de negociação organizada tenderá a ser uma realidade após a entrada em vigor das alterações em curso da *MiFiD II/MiFIR (infra)*⁵⁵.

⁵² Vd http://europa.eu/rapid/press-release_IP-10-1125_pt.htm?locale=FR

⁵³ Alterado pelo Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho 26 de Junho de 2013, relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento e que altera o Regulamento (UE) n.º 648/2012 e pelo Regulamento (EU) n.º 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 Maio de 2014, relativo aos mercados de instrumentos financeiros e que altera o Regulamento (UE) n.º 648/2012.

⁵⁴ A legislação actual encontra-se disponível em <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.douri=OJ:L:2012:201:0001:0059:PT:PDF> Acerca da verdadeira natureza jurídica das designadas normas técnicas de regulamentação como as *regulatory technical standards* (RTS) e normas “técnicas” de implementação ou execução, designadas *implementing technical standards* (ITS) e o procedimento de criação normativa, Luís CATARINO, “A Regulação Financeira da UE: refracção da disputa entre o Estado de Direito e o Direito Administrativo Global?”, AAVV, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. XII, 2011, - <http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1360862121>.

⁵⁵ Cfr. <http://www.esma.europa.eu/page/European-Market-Infrastructure-Regulation-EMIR>



Ainda, são criados novos requisitos em matéria de compensação e gestão de risco bilateral para os contratos de derivados padronizados, a obrigatoriedade de *clearing* de determinadas classes de derivados, os deveres de comunicação da informação relativa a todas as transacções sobre contratos, novas exigências para o exercício das actividades das contrapartes centrais (CCP's) e a criação de requisitos para os denominados Repositórios de Transacções (TR's, entidades que recebem e centralizam a informação sobre todas estas transacções).

De forma similar os EUA visam reduzir o risco sistémico e promover a integridade dos mercados swaps/derivados OTC através do Capítulo VII do *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (DFA ou Capítulo VII)*. Ambas as regulações prevêem deveres de reporte e de compensação obrigatória, e ambas pretendem a sua aplicação extraterritorial. Esta "extensão da jurisdição" depende de uma das partes ter sede num Estado-membro da EU ou ser U.S. *legal Person (EMIR e DFA)*, ou os contratos celebrados por terceiros à EU terem um efeito directo, substancial e previsível no território da União (*EMIR*) ou alguma das *non-US Persons* em causa terem uma relação comercial directa ou relevante com actividades ou com efeitos nos EUA (regulamentação da CFTC ao abrigo da *DFA*).

Ambas prevêem a possibilidade de reconhecimento destes *Trade Repositories* com sede em Estados terceiros e a sua concretização através de orientações da ESMA e da CFTC ou da SEC⁵⁶. (*cont. Parte II*)

⁵⁶ Existem no entanto diferenças objectivas, desde o seu âmbito de aplicação subjectivo (o DFA não prevê a distinção entre contrapartes financeiras e não financeiras como o EMIR, baseando-se na noção ampla de *Swap Dealer* mas sobretudo de *Major Swap Participants*), material (a definição de derivado – *swap* e *security based swap* - é mais lata que a noção MIFID de derivado - a revisão da MIFID tenderá a concretizar alguns instrumentos, o que terá implicações à aplicação do EMIR, vg a alguns *forwards*),