

CONSEQUÊNCIAS DA CRISE INTERNACIONAL PARA A REGULAÇÃO DO SECTOR FINANCEIRO (A EXPERIÊNCIA EUROPEIA, NORTE-AMERICANA E BRASILEIRA)

Luís Silva Morais*

1 – ENQUADRAMENTO GERAL

1.1. -



Tema que nos propomos abordar - *Consequências da Crise Internacional para a Regulação do Sector Financeiro (a experiência europeia, norte-americana e brasileira)* -¹ é consideravelmente vasto e será necessário seleccionar, dentro desse tema, algumas matérias em particular, no quadro do escopo limitado deste artigo.

Ponderando a latitude desse tema geral afigurou-se-nos útil, para efeitos de abordagem neste artigo, situá-lo num con-

* Doutor em Direito - Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa (FDL). Professor Associado da Faculdade de Direito de Lisboa (FDL). Advogado (You can access my papers on the Social Science Research Network (SSRN) at <http://ssrn.com/author=1644131>)

¹ Este artigo é baseado no texto originário de Comunicação intitulada “Reforma da Regulação Financeira” apresentada em São Paulo em Maio de 2011 num Congresso conjunto da USP e da USJT (e assim directamente pensado para uma audiência luso-brasileira), no qual se introduziram diversos ajustamentos e actualizações considerando desenvolvimentos ocorridos em 2012 e 2013. Esta Comunicação adaptada foi ainda apresentada nas Jornadas Científicas – Universidade Federal do Pará/Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa – Instituto de Direito Brasileiro, realizadas em Lisboa em Fevereiro de 2014 (a convite do Senhor Professor Fernando Araújo). Neste contexto, manteve-se intencionalmente, atendendo a tal origem do texto associado a audiências brasileiras, um registo mais próximo das apresentações verbais feitas nesta matéria entre 2011 e 2014, reduzindo-se ao mínimo as referências doutrinárias e citações. Em paralelo os desenvolvimentos relativos ao projecto da chamada União Bancária Europeia posteriores a 2014 não são aqui desenvolvidos (sendo apenas referenciados de passagem).

texto global, tendo presente as circunstâncias da recente crise do sector financeiro (de 2007 a 2009) e considerando os processos daí resultantes, e agora em curso, de reforma de regimes de regulação e de supervisão financeira.

Na realidade, os decisores políticos neste domínio têm vindo a concluir que a recente crise financeira resultou, pelo menos em parte, de uma deficiente percepção de riscos pelos reguladores e supervisores financeiros e - numa perspectiva integrada - de um insuficiente enfoque nos chamados *riscos sistémicos* (um conceito pouco tratado ainda há uma década atrás e que no presente se transformou num conceito central no plano da regulação e supervisão financeira).² Tal tem originado a actual ebulição que se vive em termos internacionais nestes domínios (em grande parte impulsionada pelas discussões no seio do G20 - Grupo dos vinte países mais industrializados - no âmbito do qual, refira-se de passagem, o Brasil vem assumindo posições cada vez mais importantes).³ Entre outros ajustamentos nas estruturas e modelos institucionais e normativos de supervisão e regulação financeira - e também nos instrumentos e técnicas utilizadas - as mexidas no que podemos aqui denominar como *arquitectura* desses *modelos de supervisão* envolvem dos dois lados do Atlântico a criação de entidades supervisoras especialmente vocacionadas para o controlo do risco sistémico no sector financeiro. Na UE tal passa, na sequência das propostas e reflexões do denominado Relatório LAROSIÈRE de 2009,⁴ pelo estabelecimento de um Comité Europeu do Risco

² Sobre os problemas em geral de risco sistémico cfr. por todos Acharya, Viral Acharya/Mathew Richardson (Editors), *Restoring Financial Stability – How to Repair a Failed System*, NYU Stern, Wiley, 2009.

³ Em geral sobre os impulsos diversos de reforma dos sistemas de regulação e supervisão do sistema financeiro no plano internacional, cfr. Kern Alexander/Niamh Moloney, *Law Reform and Financial Markets*, Edward Elgar Publishers, Cheltenham 2011

⁴ Reportamo-nos aqui ao *The High Level Group on Financial Supervision in the EU*, Chaired by Jacques de Larosière, Report, Brussels, 25 February, 2009 (referido doravante sob forma abreviada como ‘Relatório Larosière’).

Sistémico (aprovado em Setembro de 2010). Nos EUA tal envolverá, no quadro da aprovação da reforma do sector financeiro pelo denominado “*Dodd Frank Act*” no termo do primeiro semestre de 2010, a criação de um “*Financial Services Oversight Council*” e também na atribuição ao “*Federal Reserve System*” de novas responsabilidades na regulação de instituições financeiras sistemicamente significativas. Dentro da UE, no Reino Unido, que representa ainda pela grande importância do seu sector financeiro uma referência paradigmática, sucedem-se diferentes modelos orientados para assegurar a estabilidade financeira. Após a reforma, ainda com poucos anos na década de noventa - de criação, então muito elogiada, de um Supervisor Financeiro Único (“*Financial Services Authority*”) - o “*Financial Services Act*”, de 2010, (ainda com o governo trabalhista) criou um “*Council for Financial Stability*” e o governo conservador e liberal-democrata (resultante das eleições de 2010) fez aprovar projectos de reforma radical do modelo de supervisão com expansão considerável dos poderes do Banco de Inglaterra (ao nível do controlo de risco sistémico) e uma também radical reestruturação da “*Financial Services Authority*”, que desapareceu na sua forma de supervisor único.⁵

1.2. - Esta tremenda ebulição e reconstrução de modelos de supervisão - e acessoriamente dos instrumentos utilizados no quadro desses modelos - pode, a uma certa luz, parecer estranha. Na verdade, se atentarmos nas diferentes arquitecturas de modelos de supervisão financeira existentes à data da eclosão de crise e do seu tremendo alastramento - entre 2007 e 2009 - nenhuma, independentemente do seu específico figurino, parece ter tido um desempenho adequado ou eficaz. Nem o modelo de supervisor financeiro único (FSA, do Reino Unido), nem modelos muito fragmentados de supervisão (como nos

⁵ Sobre esses desenvolvimentos cfr., por todos, Luís Silva Morais, *Modelos de Supervisão Financeira em Portugal e no Contexto da União Europeia*, edição Banco de Portugal, Lisboa 2016.

EUA), nem modelos ditos “*Twin Peaks*” (com contraposição entre *pilares de supervisão prudencial e de comportamento comercial visando a protecção dos consumidores*), como na Holanda, nem modelos *segmentados* por principais subsectores financeiros (como na França ou também em Portugal, dentro da UE ou, fora da Europa, no Brasil) parecem ter impedido ou sequer mitigado significativamente os abalos sofridos pelos sistemas financeiros dos Estados mais desenvolvidos.

Significa isso que a arquitectura normativa e institucional dos modelos de supervisão financeira é, afinal, um factor menos relevante do que se possa pensar? Pensamos que, como muitas vezes sucede, a resposta mais correcta se situa num plano intermédio.

Nenhum modelo de supervisão financeira assegura em absoluto a estabilidade do sistema financeiro e impede a eclosão de crises, Contudo, e em contrapartida, o desenho da sua arquitectura não é irrelevante e pode oferecer um contributo muito importante para a resolução de crises, para a gestão de crises, quando se verifica a sua eclosão, bem como para o estabelecimento de um enquadramento mais eficaz da supervisão financeira.⁶

2. – RAZÃO DE ORDEM

2.1. - Importa - aqui chegados - e como uma espécie de ponto de ordem procurar clarificar dois tipos de aspectos: *O primeiro* envolve revisitar, numa base sistematizada, algumas das causas essenciais da crise financeira (em ordem a perceber, de alguma forma, a real necessidade e possível alcance de re-

⁶ A esse propósito, cfr., uma vez mais, Luís Silva Morais, *Modelos de Supervisão Financeira em Portugal e no Contexto da União Europeia*, edição Banco de Portugal, Lisboa 2016. Cfr. ainda Marco Marco Arnone/Alessandro Gambini, *Architectures of Supervisory Authorities and Banking Supervision*, in Masciandaro, Quintyn (eds.), *Designing Financial Supervision Institutions: Independence, Accountability and Governance*, Elgar, 2006.

organizações do pilar de supervisão prudencial de banca ou seguros ou outras instituições em novos modelos globais de supervisão financeira); *o segundo* envolve uma clarificação conceptual no sentido de distinguir os termos de *supervisão financeira* e *regulação financeira* que são conceptualmente diferentes (embora alguns autores e comentadores os usem um pouco indiferenciadamente, com pouco rigor analítico), o que é também importante para a nossa análise.

2.2. - Estabelecendo então um *iter* analítico a seguir neste trabalho, após começarmos por analisar as *principais causas da crise financeira* (cuja compreensão é relevante para desenhar reformas correctas ou eficazes da regulação e supervisão financeira) e após *clarificarmos as diferenças entre os conceitos de regulação e supervisão* propomo-nos seguir - esquematicamente - o seguinte percurso:

- Analisaremos e passaremos em revista os objectivos da regulação e supervisão financeira tal como estes devem ser predominantemente entendidos após a crise financeira;
- Analisaremos de modo muito sucinto o possível paradigma que representam as reformas em curso na UE no rescaldo do chamado Relatório Larosière (um Relatório de peritos, de 2009, que desencadeou decisões políticas e actos legislativos tendentes à reforma regulatória e de supervisão), fazendo também algumas comparações com as reformas norte-americanas;
- Nesse contexto reformista - internacional - salientaremos os elementos mais inovadores desses movimentos de reforma que se relacionam, sobretudo, com o chamado risco sistémico e o desenvolvimento de uma nova realidade, denominada de supervisão financeira macroprudencial, passando também pelo enquadramento do problema das instituições financeiras sistemicamente importantes ou, como são mais correntemente conheci-

das “*too big to fail institutions*” (que obrigam, em situações extremas de crise, à intervenção pública e utilização massiva de recursos dos contribuintes, o que contribuiu também para a actual crise das dívidas públicas soberanas);

- Concluiremos, finalmente, com algumas referências muito breves ao enquadramento regulatório e de supervisão do *sistema financeiro* brasileiro, contextualizando-o à luz dos desenvolvimentos ocorridos a nível internacional, e referindo também a viabilidade ou a conveniência de se avançar, ou não, no futuro próximo para uma verdadeira *regulação financeira internacional*.

3. – CAUSAS DA CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL

3.1. - Começando então com o primeiro ponto do nosso roteiro de análise, em relação às *causas da recente crise financeira*, os aspectos mais visíveis na sua origem têm sido imensamente comentados, incluindo a sustentabilidade financeira das chamadas ‘*mortgage backed securities*’ (valores mobiliários suportados em créditos hipotecários) e as repercussões conexas da mesma com problemas na liquidez interbancária. Indo mais ao fundo do problema - embora de modo ‘telegráfico’ devido ao escopo limitado deste trabalho - podemos tentar identificar e sistematizar *causas essenciais* desses movimentos que desencadearam a face visível da crise.⁷ Numa tentativa de sistematização de realidades muito complexas, vamos referir *quatro tipos de causas*.

De modo efectivamente muito esquemático, comecemos, assim, por identificar uma *(i) primeira causa*: Trata-se

⁷ Em geral sobre causas da recente crise do setor financeiro cfr., por todos, Viral Acharya/Mathew Richardson, “Causes of the Financial Crisis”, in *Critical Review: A Journal of Politics and Society*, Volume 21, issue 2-3, 2009, Special Issue: Causes of the Financial Crisis, pp 195 ss.

da opacidade do sistema financeiro e da insuficiente cobertura da regulação e supervisão sobre o que já se tem sido sugestivamente verdadeiro designado como um verdadeiro ‘*shadow financial system*’, envolvendo activos securitizados, “*structured investment vehicles*”, estruturas organizativas demasiado complexas de grupos financeiros (envolvendo banca e seguros), ‘*private equity funds*’ ou ‘*hedge funds*’.

Como (ii) *segunda causa*, apontaremos o efeito procíclico do parâmetro prudencial bancário dito *BASILEIA II* (apesar de ainda recentemente introduzido), que visava minimizar riscos de crédito, mercado e operacionais, mas que quanto a grupos financeiros transnacionais assentava largamente nos seus próprios mecanismos internos de controlo de risco. *BASILEIA II* obrigava os bancos a deter *fundos próprios* numa determinada correlação com o *grau de risco dos seus activos*. Assim, quando estes *activos* diminuíram drasticamente de valor geraram uma espiral perversa descendente, requerendo *rácios de capital* mais elevados (gerando o tal *efeito pró-cíclico*).⁸ Também o parâmetro prudencial no domínio segurador no plano europeu (denominado *Solvência I*, desenvolvido essencialmente na década de setenta), revelou limitações e insuficiências, apesar de já se encontrar à data da eclosão da crise em processo de reforma (que remontava já a 1994, num processo muito longo)⁹. Entre outras insuficiências, podemos apontar o facto de ser um sistema com muito enfoque em dados passados (um pouco ‘*backward looking*’), numa conjugação com factores históricos e em moldes que podem reflectir inadequadamente os riscos (o que limita a prognose sobre futura viabilidade).

⁸ Sobre esta matéria cfr., *inter alia*, Eilís Ferran/Niamh Moloney/Jennifer Hill/John Coffee, Jr, *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Cambridge University Press, 2012.

⁹ Sobre estas matérias cfr Daniela Laas, Caroline Franziska Siegel, *Basel III versus Solvency II: An Analysis of Regulatory Consistency under the New Capital Standards* (February 27, 2015), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2248049> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2248049>

de de negócio num ambiente empresarial em muito mais rápida mutação). Também se levantavam com a *Solvência I* problemas ditos de ‘*double gearing*’ com tendencial dupla contabilização de capital aquando do cálculo da capacidade de subscrever riscos (*underwriting*) (para empresa-mãe e empresa subsidiária).

3.2. - *Trata-se de aspectos com grande técnica económica-financeira que não vamos aqui compreensivelmente desenvolver, mas há aqui desde já uma importante distinção para a qual importa chamar a atenção.* Independentemente do envolvimento de seguradoras em actividades materialmente bancárias que suscita outras questões, e se nos ativermos ao seu *core business*, os problemas essenciais de contágio - efeito pró-cíclico, evidenciados na recente crise - verificam-se predominantemente, em termos internacionais, com os bancos e menos com as seguradoras, o que leva a que medidas regulatórias e de supervisão especificamente relacionadas com esse problema possam manter alguma componente de especificidade para a banca.¹⁰

Pode, de resto, considerar-se que devido à larga diversificação de *portfolios* de investimentos de seguradoras o impacto directo da crise no seu ‘*core business*’ foi relativamente limitado. Em termos um pouco simplificados, podemos afirmar que a crise não pôs em causa o modelo básico de negócio da indústria seguradora (*maxime* o chamado ‘*insurance risk underwriting*’). Em contrapartida, um segundo tipo de impactos - e estes muito mais significativos - respeitaram a grupos seguradores com o seu ‘*core business*’ complementado através de outras actividades de serviço financeiro [e conexas perdas em produtos financeiros diversos, como “*Credit Default Swaps*” (CDS) ou outras garantias financeiras].

¹⁰ Cfr. a esse respeito, *inter alia*, Andrew Schmulow, *Approaches to Financial System Regulation: An International Comparative Survey*, CIFR – Centre for International Finance and Regulation, Working Paper N.º 053/2015, January 2015.

3.3. - Prosseguindo o nosso enunciado de causas da crise financeira, podemos apontar um (iii) *terceiro tipo de causas*. Trata-se do *grau de dispersão da supervisão*, que foi também um factor relevante na eclosão e alastramento da crise. Referimo-nos aqui a dispersão resultante de divisão entre, por um lado, os planos federal ou supranacional e, por outro lado, o plano nacional.¹¹ Assim, se tomarmos o exemplo da UE, aí existe quer em relação à banca quer em relação aos seguros um grau relativamente elevado, quase federal, de harmonização de regras prudenciais (e também de conduta), mas estas são essencialmente aplicadas e supervisionadas a nível estadual. Por outro lado, verifica-se também *dispersão da supervisão financeira* no que respeita a *separação institucional* na UE e em vários dos seus Estados-Membros, bem como em muitos outros Estados num plano comparado, internacional (*e diríamos que também no Brasil*) de *funções de supervisão prudencial ou micro-supervisão* (orientada para o equilíbrio financeiro das instituições), de *supervisão da chamada ‘conduct of business’ e ‘market behaviour’*, quanto às *várias categorias de instituições*, e de *supervisão do risco sistémico em termos globais*.¹² Tal leva a problemas de coordenação e de circulação de informação entre supervisores que tendem a agudizar-se em condições de crise. E os sistemas de supervisão não devem estar fundamentalmente concebidos para enquadrar situações de normalidade de funcionamento do sistema financeiro, mas para responder eficazmente e, tanto quanto possível, com celeridade a crises (incluindo modelos ou mecanismos de resolução de crises).

3.4. - Em quarto lugar (iv) há, finalmente causas da cri-

¹¹ Cfr. sobre essa perspectiva, Donato Masciandaro /M. Quintyn, “Regulating the Regulators: The Changing Face of Financial Supervision Architectures Before and After the Crisis”, in *European Company Law*,6(5), 2009, pp 167 ss.

¹² Sobre a matéria cfr. Martin Melecky/Anca Maria Podpiera,, “Institutional Structures of Financial Sector Supervision, Their Drivers and Historical Benchmarks”, in *Journal of Financial Stability*, 9(3), 2013, pp 428 ss.

se financeira que se reportam a desequilíbrios macro-económicos - variados - que não vamos aqui abordar.¹³

4. – REGULAÇÃO FINANCEIRA E SUPERVISÃO FINANCEIRA

Passando à segunda clarificação que atrás referíamos, importa distinguir rigorosamente os *planos conceptuais* correspondentes à *regulação* e *supervisão financeira*. Esta última - *supervisão* - reporta-se ao escrutínio a par e passo (*monitoring*, se quisermos utilizar uma expressão anglo-saxónica) de instituições financeiras e à verificação em concreto da efectiva aplicação (*enforcement*) de regras de enquadramento do exercício das suas actividades, em função de certos indicadores e critérios técnicos. A *regulação financeira*, por seu turno, reporta-se à elaboração dessas regras de enquadramento (o chamado *rulemaking*) -¹⁴ e, como já vimos, em muitos espaços económicos, como na UE, observava-se um desequilíbrio fulcral entre estas realidades, com *avanços quase federais na harmonização da regulação não acompanhados no plano da supervisão*. A nossa atenção aqui vai recair predominantemente no plano da *supervisão* financeira e dos ajustamentos projectados e em perspectiva da arquitectura dos seus Modelos (sem prejuízo das necessárias e reflexas conexões com o plano da *regulação* que não pode ser omitido).

5. – AJUSTAMENTOS DOS MODELOS DE SUPERVISÃO FINANCEIRA

¹³ Quanto a essas causas, cfr., *inter alia*, Eugenio A Bruno., Editor, *Global financial Crisis – Navigating and Understanding the Legal and Regulatory Aspects*, Globe Business Publishing Ltd, 2009.

¹⁴ Sobre esta distinção entre regulação e supervisão financeira cfr. Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras – Algumas Questões Essenciais e Justificação do Perímetro do Regime face às Especificidades da Supervisão Financeira”, in Revista da Concorrência e Regulação (C&R), N.º 17, Janeiro/Março, 2014, pp 99 ss.

5.1. - No quadro dos ajustamentos que vêm sendo desenhados nos sistemas de supervisão financeira, e começando por centrar a nossa atenção no caso paradigmático da UE (para cobrir depois outros casos de referência e chegar também ao Brasil) parece-nos seguro considerar que esse desenho em curso de uma nova arquitectura de modelos de supervisão financeira tem hoje como *finalidade prevalecente*, no rescaldo da crise económica, a chamada *estabilidade financeira*.

Numa perspectiva mais analítica, e destacando desde já que em termos comparados os diferentes ordenamentos nacionais podem, na letra da lei, prever diferentes objectivos da regulação e supervisão financeira, creio que deveremos identificar no presente quatro objectivos essenciais da regulação e supervisão financeira:

a) Solidez e sustentabilidade financeira das instituições (*‘financial soundness’*); b) prevenção e atenuação de riscos sistémicos no sector financeiro; c) salvaguarda de parâmetros de lealdade e correcção nas transacções e de eficiência dos mercados; d) Protecção de clientes de serviços financeiros e instituições [estes dois últimos objectivos estreitamente ligados entre si, mas associaria ao primeiro (c), sobretudo, aspectos de transparência e fornecimento de informações completas sobre produtos financeiros e o segundo (d) essencialmente a vários deveres de conduta das instituições financeiras].¹⁵

Tudo isto, sem prejuízo de outros objectivos complementares e até conexos dos modelos de regulação e supervisão financeira a estabelecer, como a integridade do mercado, a prevenção de fraudes (com especial relevo, por exemplo, no domínio segurador) ou até considerações de *‘fair competition’*. Devemos referir, a propósito deste último domínio, que uma

¹⁵ Cfr. Sobre a matéria em perspetivas distintas - *Core Principles for Effective Banking Supervision – Basel Committee on Banking Supervision*, September 2012, e *Objectives and Principles of Securities Regulation - International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*, June, 2010.

das consequências da recente crise financeira é também uma maior ênfase da política de concorrência no sector financeiro (sobretudo no sentido de eventualmente impedir a criação de instituições de dimensão excessiva e que desequilibram estruturalmente o funcionamento do mercado, as chamadas *'too big to fail institutions'*, que representam hoje um dos temas mais controversos e também com mais indefinições quanto ao seu melhor enquadramento).¹⁶ Para além disso, a ordenação ou graduação destes objectivos não é necessariamente coincidente entre os dois lados do Atlântico (UE e EUA) e, como já referimos, vamos aqui oferecer em especial a perspectiva europeia (embora pondo-a em confronto com a perspectiva norte-americana, com as perspectivas internacionais e com as de novas economias emergentes, nas quais se conta felizmente o Brasil). O que me parecer ser aqui de assinalar, em qualquer caso, é que existe hoje um novo tipo de reflexão crítica e de fundo sobre os grandes objectivos da regulação e supervisão financeira, com relevo para a salvaguarda da solidez financeira do sector como um todo (contendo o risco sistémico) – que não se fazia sentir antes da crise internacional. Em contrapartida, *essa reflexão, em si mesma positiva, ainda não se tem materializado depois em alterações mais profundas das próprias estruturas e padrões de regulação e supervisão financeira, sobretudo envolvendo os grandes conglomerados financeiros e as instituições sistemicamente significativas ('too big to fail')*, em relação às quais a hipótese de correcção de falhas de actuação pelo mercado, através da respectiva falência, é meramente teórica pois o efeito que tal falência geraria seria tal ponto desestabilizador do mercado que os Estados têm de intervir quando essas instituições entram em crise, afectando massivamente recursos dos contribuintes). Num curto parênteses, e com me-

¹⁶ Sobre estes problemas cfr, Eilís Ferran/Niamh Moloney/Jennifer Hill/, John Coffee Jr, *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Cambridge University Press, 2012.

nores preocupações de exactidão técnica, poderemos afirmar não terem sido ainda criadas as condições de grande reforma de estruturas regulatórias que assegurem que, na próxima crise (que certamente existiria, falta saber quando – anos, décadas?), não sejam os contribuintes a suportar o grande ónus financeiro das intervenções para impedir a falência de grandes instituições.

5.2. - Na UE a arquitectura da supervisão financeira era, até à reforma em curso desencadeada pelo Relatório LAROSIERE - aprovada, na sua parte essencial, em Setembro de 2010 - caracterizada por três princípios essenciais: a) descentralização, b) cooperação e c) segmentação, que se encontravam subjacentes à chamada Estrutura LAMFALUSSY (nome de uma anterior Relatório de peritos que influenciou opções prévias de regulação na UE)

Descentralização, porque a supervisão prudencial permanece largamente descentralizada ao nível dos Estados com base no princípio do “*Home country control*”, combinado com reconhecimento mútuo da legislações estaduais baseado em prévia harmonização regulatória; *cooperação*, pois essa supervisão assente em autoridades nacionais pressupõe a cooperação entre as mesmas, com alguma coordenação no plano europeu através de comités especializados; *segmentação* devido a uma prevalente especialização em domínios sectoriais distintos - bancário, segurador e de fundos de pensões e de mercados de capitais.

Contrariamente ao que se pudesse pensar à primeira vista, a reforma aprovada em Setembro de 2010, com origem no Relatório LAROSIERE, não traduziu uma ruptura com esses três princípios de a) descentralização, b) cooperação e c) segmentação. Marcou ‘apenas’ uma atenuação desses princípios, no quadro de um processo de transição, que deverá ainda conhecer outros passos ulteriores (os quais provavelmente se virão a afastar mais, então, desses princípios ordenadores).

6. – A REFORMA DA REGULAÇÃO E SUPERVISÃO FINANCEIRA NA UNIÃO EUROPEIA

6.1. – *Importa à partida apreender e colocar em perspectiva quais são os pilares da reforma europeia da arquitetura global de regulação e supervisão financeira (reforma importante, mas ainda limitada até ao presente).*

Referiremos apenas um conjunto muito restrito de aspectos para ilustrar o modelo europeu de reforma (cotejando-o com o norte-americano e com outras experiências de países emergentes, como o Brasil).

Em primeiro lugar, o pilar correspondente à criação do Comité Europeu do Risco Sistémico (que já referimos atrás, de passagem). Tratar-se-á de nova entidade responsável pela superintendência dos riscos macroprudenciais do sistema financeiro na UE, que resultem de desenvolvimentos dentro do próprio sistema evitando crises generalizadas. Tal implicará tarefas operacionais de identificar e alinhar riscos sistémicos de acordo com sua prioridade e emitir *avisos* quando esses riscos sejam considerados significativos – bem como emitir *recomendações de acção* para responder a esses riscos e monitorizar as acções decorrentes desses *avisos* ou *recomendações* ou, pelo contrário, as omissões registadas.¹⁷ A ideia de fundo – aqui muito simplificada (*‘brevitatis causae’*) desta supervisão macro-prudencial de riscos sistémicos traduz-se no facto de que, diversamente do que se pensava antes da crise 2007-2009, pode existir um controlo razoável e aparentemente eficaz dos riscos das instituições financeiras individualmente consideradas (micro-supervisão prudencial) e, ainda assim, a soma de várias disfunções ou problemas que tomados isoladamente não parecem

¹⁷ Cfr. Eilís Ferran/Kern Alexander, *Can Soft Law Bodies be Effective? Soft Systemic Risk Oversight Bodies and the Special Case of the European Systemic Risk Board*, June, 2011, *Legal Studies Research Paper Series*, p. 6.

muito importantes, ser susceptível de perturbar no seu conjunto o funcionamento do sistema financeiro ou de partes importantes desse sistema.¹⁸

Não temos aqui espaço para entrar nos pormenores institucionais, mas a organização desta entidade inclui membros com direito de voto – presidente do BCE, Governadores dos bancos centrais do Sistema Europeu de Bancos Centrais, um membro da Comissão e Presidentes das novas Autoridades Europeias de Supervisão (que vamos referir já de seguida), inclui também membros sem direito de voto, incluindo um representante de alto nível por Estado Membro das autoridades nacionais de supervisão. Pode, por um lado, compreender-se a natureza organicamente compósita da nova entidade, mas podem, por outro lado, suscitar-se dúvidas sobre a efectiva aptidão funcional dessa Entidade para actuar, como se pretendia no Relatório LAROSIERE como uma espécie de “*Early Warning Mechanism*”, com o seu elevado número de membros, exercendo funções rotativamente. Tal não é conducente a um processo decisório eficiente quer no plano consultivo quer no sentido de decidir em tempo oportuno acções efectivas se forem necessárias. Aproxima-se mais de uma espécie de fórum que pode levar a mais cooperação orientada para preocupações de macro-supervisão, mas não responderá aos problemas sistémicos em causa. Vai colocar-se aqui um problema central de fluxo de informação entre os planos da macrosupervisão prudencial e da microsupervisão prudencial – o CERS tem de transmitir em permanência às Autoridades europeias de supervisão as informações que tenha sobre riscos globais/sistémicos – num processo que é por seu turno alimentado pela transmissão oportuna e em grau suficiente de informação por estas autoridades europeia de supervisão e pelas autoridades nacionais ao CERS.

¹⁸ Sobre essas diferentes perspectivas cfr., por todos, Charles Goodhart, “Linkages Between Macro-Prudential and Micro-Prudential Supervision”, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2015, 30 (10). 607-609.

Para além disso, pedidos sobre instituições financeiras individuais só podem ser satisfeitos de o CERS apresentar justificação e desde que o destinatário do pedido tenha legalmente acesso aos dados em apreço. Esta interacção entre macrosupervisão prudencial e microsupervisão prudencial em que a primeira está grandemente dependente dos poderes efectivos de supervisão das segundas sobre instituições individuais ou grupos de instituições financeiras não apresenta, pois, contornos muito evidentes. Pode apresentar muitos problemas de eficiência e tensões.

6.2. - Em segundo lugar, está em causa o pilar correspondente ao Sistema Europeu de Supervisores Financeiros. Trata-se de sistema em rede, constituído pelos supervisores financeiros nacionais e pelas três novas Autoridades Europeias de Supervisão, a que acresce um Comité conjunto dessas Autoridades. É certo que as autoridades nacionais de supervisão mantêm a responsabilidade corrente da supervisão financeira (o ‘dia a dia’ da supervisão) na UE, mas as novas Autoridades Europeias além de assumirem e continuarem as funções dos actuais comités de supervisores financeiros recebem responsabilidades adicionais, sobretudo alguns poderes vinculativos em comparação com funções essencialmente consultivas e de aconselhamento dos anteriores comités especializados.¹⁹

Nas Autoridades Europeias em causa, ainda segmentadas pelos principais subsectores do sistema financeiro compreendem-se a Autoridade Bancária Europeia, Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados e Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma. Em geral – e simplificando muito os aspectos em causa – estas Autoridades Europeias podem emitir orientações e recomendações com vista a estabelecer práticas consistentes efectivas e

¹⁹ Cfr Griller/Orator, “Everything under control? The “way forward” for European agencies in the footsteps of the Meroni doctrine”, in 1 *European Law Review* 2010 (34), 3-35.

eficientes dentro do sistema europeu de supervisores financeiros e a assegurar aplicação mais uniforme da legislação de seguros da UE. Também têm um papel no funcionamento dos Colégios de Supervisores Nacionais, monitorizando o funcionamento dos Colégios e assegurando que se obtém dos vários supervisores toda a informação necessária. Na prática e sem ir agora ao pormenor jurídico dos tipos de poderes formalmente exercidos, estas Autoridades Europeias podem, no âmbito de uma *função geral - agora reforçada - de coordenação*, desenvolver, em função do que se revele necessário, verdadeiros procedimentos de mediação (*lato sensu*) entre supervisores (a pedido destes ou por sua iniciativa).

De destacar – ainda sem entrar no pormenor jurídico – que estas Autoridades Europeias podem, em certos casos específicos, exercer poderes juridicamente vinculativos em relação às Autoridades Nacionais de regulação e supervisão financeira (*maxime* no que diz respeito à obtenção coerciva de informação).

6.3. - Numa perspectiva global importará passar em revista algumas observações críticas ou suscitando interrogações para o futuro sobre estas estrutura de novas Autoridades ou Agências Europeias de supervisão financeira. Assim, muito sinteticamente poderemos observar o seguinte:

(A) - Há uma questão que não pode deixar de se suscitar pelo facto de a estrutura de autoridades europeias manter uma *segmentação sectorial*. Esse aspecto resultava já do próprio relatório LAROSIERE (2009), embora o mesmo admita que essa matéria deva a prazo ser objecto de reponderação. É evidente que esse ponto interage com os próprios modelos de supervisão nacionais. Estes estão – na melhor das hipóteses - em fluxo. Como já verificámos, no Reino Unido depois da reforma radical com pouco mais de uma década de criação do supervisor financeiro único, pondera-se nova reestruturação radical com largo reforço da missão de supervisão prudencial do Ban-

co de Inglaterra, essencialmente no plano macro-prudencial (de resto, este banco central produziu recentemente um estudo notável sobre macro-supervisão prudencial).²⁰ Em Portugal esteve em perspectiva há poucos anos (imediatamente antes da crise das dívidas soberanas de 2011 e anos subsequentes) uma possível reforma das estruturas de supervisão financeira para adopção de modelo dito ‘*twin peaks*’,²¹ com aglutinação essencial de supervisão prudencial no Banco de Portugal e com outro supervisor de comportamentos (que poderia termo à actual estrutura tripartida sectorial de três autoridades de regulação e supervisão financeira para a banca, seguros e pensões e mercado de capitais, à imagem do que se verifica no Brasil, com a supervisão prudencial bancária predominantemente a cargo do banco central, a supervisão do mercado de capitais a cargo da Comissão de Valores Mobiliários e a supervisão do mercado de seguros predominantemente a cargo da SUSEP - Superintendência de seguros privados, organismo que parece dotado de um menor grau de autonomia)

Não vamos aqui alargar-nos excessivamente. A arquitectura institucional do modelo de supervisão financeira pode ser muito diversificada e está instável ou por fixar em vários Estados (apresentando o panorama internacional muitas indefinições). *Procuremos, antes, concentrar-nos no essencial em termos substantivos, para lá das fórmulas jurídicas-organizativas*. E o essencial será, do nosso ponto de vista:

(1.º) *assegurar uma base normativa e institucional (seja ela qual for) de coordenação entre política monetária e supervisão prudencial;*

(2.º) *assegurar também essa base normativa e institucional permanente para circulação, em tempo útil, de informa-*

²⁰ Cfr. Bank of England (2009). *The role of macroprudential policy*. Bank of England Discussion Paper, November.

²¹ Cfr sobre essas perspetivas de reforma em Portugal, Luis Silva Morais, *Modelos de Supervisão Financeira em Portugal e no Contexto da União Europeia*, Edição Banco de Portugal, Lisboa, 2016.

ção e coordenação técnica conjunta de acções de supervisão, independentemente do subsector ou subsectores em causa num primeiro momento - banca, seguros ou mercado de capitais (necessidade que é agudizada em momentos de crise e os sistemas de regulação e supervisão devem ser pensados não apenas para situações de relativa normalidade mas para a resolução de crises, importando criar estruturas de supervisores em que alguma entidade ou instância possa, consoante o tipo ou a origem da crise, exercer funções de coordenação e até de liderança de acções conjuntas a adoptar);

(3.º) *assegurar - também nessa mesma base - interacção funcional equilibrada entre a dimensão predominantemente prudencial da supervisão e a dimensão referente a correcção de comportamentos, tendo presente que estas não são estanques e que, muito especialmente em alguns sectores como o segurador, aspectos de supervisão de comportamento relacionado com o ‘core business’ de subscrição de riscos têm expressão também na parte financeira ou predominantemente prudencial da supervisão.*

Estas *três preocupações substantivas* têm de ser a base de qualquer construção e podem ser enquadradas por mais do que um formato institucional e começar por analisar formatos institucionais sem pensar de raiz nos parâmetros prudenciais de cada sector e nos instrumentos de monitorização dos mesmos e na sua respectiva concatenação pode representar o inverso do que se deve fazer. Regressando à estrutura das três autoridades europeias de supervisão (sectoriais) – estas três preocupações centrais para evitar riscos de dispersão e segmentação excessiva da supervisão (que referimos logo no início) não parecem estar suficientemente acauteladas²² (e o mesmo se poderá considerar em relação a modelos estaduais, como sucede também

²² Cfr. sobre esses problemas Eddy Wymeersch, *Europe’s New Financial Regulatory Bodies* (April 11, 2011), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1813811> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1813811>.

com o Brasil, que mantêm uma lógica tradicional, essencialmente sectorial, de estruturas tripartidas de regulação e supervisão financeira).

(B) - Outra questão central que não pode deixar de se suscitar – e que também se prende na origem com o Relatório LAROSIÈRE e a legislação europeia de Setembro de 2010 que este inspirou – tem a ver com o facto de as novas estruturas agora criadas não resolverem, em última análise, o problema estrutural de falta de autoridade com dimensão europeia para adoptar algumas decisões centrais de supervisão – designadamente no que se refere a intervenções de *saneamento ou reestruturação de instituições financeiras ou a liquidação de instituições individuais*, com a garantia de certos interesses dos clientes nesses casos a envolver decisões e meios financeiros nacionais (o que não é resolvido pela integração das autoridades nacionais numa rede europeia sujeita a poderes de coordenação reforçados das novas autoridades europeias de supervisão e a mecanismos de acção conjunta). Trata-se de aspectos que vêm sendo considerados – *especificamente apenas para o sector bancário* – no processo de criação, lançado em Junho de 2012, da chamada *União Bancária Europeia*, mas que se encontra ainda neste momento em fluxo (*com alguns dos seus principais elementos normativos ainda em curso e que aqui não vamos abordar ou desenvolver ‘ex professo’*²³).

²³ Sobre o grande projeto da União Bancária Europeia que não há espaço para tratar *ex professo* neste artigo, cfr. *inter alia*, AAVV, *ECB Legal Conference 2015 – From Monetary Union to Banking Union, on the Way to Capital markets Union – New Opportunities for European Integration*, ECB December, 2015, Frankfurt AM. Binder, *The European Banking Union: Rationale and Key Policy Issues*, in Binder and Gortsos (Eds.), *Banking Union: A Compendium* (Nomos, 2016), disponível em ssrn.com/abstract=2597676., Karel Lannoo, *The Roadmap to Banking Union: A Call for Consistency*, CEPS Commentary, August 2012; *The Great Financial Plumbing - From Northern Rock to Banking Union*, Centre for European Policy Studies (CEPS), Brussels Rowman & Littlefield International, London. Published by Rowman & Littlefield International, Ltd., 2015; Rosa Lastra “Banking Union and Single Market: Conflict or Companionship?”, in 36 *Fordham Int. L.J.* (2013), pp 1189 ss.

7. – AS REFORMAS DESENVOLVIDAS NOS EUA

Comparativamente com as reformas europeias, que pode observar-se nos EUA neste domínio? Poderemos sustentar que há no contexto norte-americano uma evolução algo contraditória face ao que sucedeu na Europa. Assim, por um lado, depois de um ambicioso Plano Paulson de 2008, que sugeria uma grande alteração estrutural do sistema de regulação e supervisão financeira, no sentido de um modelo ‘*twin peaks*’ e corrigindo a grande lacuna correspondente à inexistência de um nível federal de regulação e supervisão de seguros, pouco se avançou nesse sentido com o *Dodd-Frank Act*, de 2010.

O sistema norte-americano caracteriza-se por uma grande dispersão de autoridades de regulação financeira e esse problema não foi corrigido.²⁴ Foi até estabelecido um novo “*Consumer Financial Protection Bureau*”, conquanto integrado no *Federal Reserve Board*. Já, em contrapartida, os EUA parecem ter avançado mais do que a UE em matéria de controlo dos riscos particulares gerados pelas instituições financeiras ‘*too big to fail*’, sobretudo através da chamada “*Volcker rule*” consagrada no *Dodd-Frank Act* (a qual impõe exigências suplementares de capital a instituições financeiras não bancárias sistemicamente importantes, limita operações envolvendo *hedge funds* ou *private equity funds* por parte de entidades bancárias e pode conduzir à proibição de certas fusões e aquisições se daí resultarem responsabilidades financeiras consolidadas que excedam uma determinada percentagem das responsabilidades consolidadas de todas as instituições financeiras).

8. – REFORMA DA REGULAÇÃO E SUPERVISÃO FI-

²⁴ Sobre a evolução da regulação financeira nos EUA cfr. James R. Barth/Gerard Caprio Jr./Ross Levine, *Guardians of Finance – Making Regulators Work for Us*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, 2012.

NANCEIRA – BREVE REFERÊNCIA AO CASO BRASILEIRO

No Brasil não parecem ainda ter sido dados passos para reformar a estrutura sectorial tripartida (banca, seguros e mercado de capitais) de regulação e supervisão financeira e as preocupações de macrosupervisão prudencial para enquadramento do risco sistémico parecem concentrar-se em certas áreas de funcionamento do banco central (mas sem ajustamentos estruturais aparentes, visando o reforço institucional da coordenação entre supervisores com vista a controlar esse risco sistémico).²⁵

Ao nível do banco central parece, de qualquer modo, terem sido desenvolvidos instrumentos importantes, como ‘*stress tests*’ bancários, para avaliar a resistência das estrutura financeira dos bancos a súbitas evoluções desfavoráveis de determinados factores - uma via a prosseguir e aprofundar (segundo cremos) dado o factor novo, porventura incerto, que representa o crescente risco de crédito resultante da maior exposição a devedores privados nas novas condições de evolução da economia brasileira.

9. – REGULAÇÃO E SUPERVISÃO FINANCEIRA TRANSNACIONAL

Justifica-se, a terminar, uma última e brevíssima nota, projectando-nos para além quer do quadro da UE, quer dos EUA, quer do Brasil, sobre a necessidade de uma *transição qualitativa da dimensão internacional da supervisão financeira*. Trata-se de *passar de uma actual rede algo fluida de instituições financeiras internacionais (em sentido formal)* - FMI, Banco de Pagamentos Internacionais, até a Organização Mun-

²⁵ Para uma perspectiva brasileira de supervisão financeira, cfr., *inter alia*, Marcelo Madureira Prates, *Why Prudential Regulation Will Fail to Prevent Financial Crises. A Legal Approach*, Banco Central do Brasil, Novembro 2013, Working Papers 335

dial do Comércio (OMC), na parte em que esta se envolve nos serviços financeiros) – e de vários FORA internacionais reunindo sobre os auspícios de instituições formais - como o *FINANCIAL STABILITY BOARD* (com a denominação actual recebida depois do G20 de Abril de 2009) ou o Comité de Basileia para a supervisão bancária - para outro tipo de realidade jurídico-económica (e em sede de direito internacional económico).

Existe no presente uma estrutura de rede, muito complexa e difusa, que deveria ser substituída por uma estrutura mais organizada e hierarquizada na linha daquela que é consubstanciada pela OMC para o comércio internacional em geral. Tal poderia traduzir-se aqui na criação de um novo Organismo Financeiro Multilateral, compreendendo algumas funções de regulação e supervisão financeira.²⁶ Poderá parecer uma ideia utópica – ou até uma ‘ingenuidade’ académica – mas seria adequado à realidade da globalização financeira e será uma oportunidade perdida se esta grande crise financeira passar sem um movimento nesse sentido (defendido por autores de referência, neste domínio, como Rosa Lastra e outros,²⁷ e que pela nossa parte acompanhamos). Se alguma coisa esta crise também nos ensinou é que não poderemos ficar presos às verdades convencionais e é necessário procurar novas fórmulas jurídicas e económicas para melhor enquadrar o funcionamento complexo do actual sistema financeiro.



²⁶ Sobre a matéria cfr. Kern Alexander/R. Dhumale, *Research Handbook on International Financial Regulation*, Edward Elgar Publishers, Cheltenham 2012

²⁷ Sobre essa perspectiva preconizada por Rosa Lastra, cfr. Rosa Lastra/Luis Garicano, *Towards a New Architecture for Financial Stability; Seven Principles*, in *International Law in Financial Regulation and Monetary Affairs*, edited by Thomas Cottier, John H. Jackson, Rosa M. Lastra, Oxford University Press, 2012, p. 73