

NECESSIDADE, EFECTIVIDADE E LEGALIDADE DA (NOVA) ARQUITECTURA EUROPEIA DE SUPERVISÃO FINANCEIRA*

Luís Heleno Terrinha

SUMÁRIO

Introdução. Objecto do estudo

CAPÍTULO I – NECESSIDADE DA (NOVA) ARQUITECTURA EUROPEIA DE SUPERVISÃO

1. Causas da crise financeira
2. Lições da crise financeira
3. Breve referência ao modelo anterior à reforma
4. A nova arquitectura europeia de supervisão financeira

CAPÍTULO II – EFECTIVIDADE DA (NOVA) ARQUITECTURA EUROPEIA DE SUPERVISÃO

1. Comité Europeu do Risco Sistémico
 - 1.1. Objectivos do CERS
 - 1.2. Estrutura orgânica – pontos críticos
 - 1.3. Poderes e instrumentos
 - 1.4. A pretensa natureza reputacional do CERS
2. As Autoridades Europeias de Supervisão (AES)
 - 2.1. Objectivos
 - 2.2. Estrutura orgânica; em especial, o Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão
 - 2.3. Poderes e instrumentos
 - 2.4. A cláusula de salvaguarda fiscal
 - 2.5. A independência das AES
 - 2.5.1. A responsabilidade ou “accountability”

CAPÍTULO III – LEGALIDADE DA NOVA ARQUITECTURA EUROPEIA DE SUPERVISÃO

CONCLUSÃO: A europeização da supervisão financeira

* O presente estudo foi desenvolvido no âmbito da parte lectiva do Mestrado Científico em Direito Administrativo que frequentámos na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa (ano lectivo 2010/2011). O que ora se publica corresponde, na íntegra, ao Relatório de Mestrado apresentado, a 15 de Setembro de 2011, para avaliação no seminário de Regulação Económica, regido pelo Sr. Prof. Doutor José Renato Gonçalves, a quem, desde já, agradeço o acompanhamento ao longo da realização desta tarefa. Não foram efectuadas quaisquer alterações, salvo correcções ortográficas e de pormenor linguístico, nem foi consultada bibliografia adicional posterior àquela data de entrega referida. É devido, ainda, um agradecimento à minha Mãe, Maria Isabel Rodrigues, que, para efeitos desta publicação, me ajudou na eliminação das sempre inoportunas gralhas. Ainda assim, qualquer erro ou omissão apenas a mim me deve ser imputado.

INTRODUÇÃO. OBJECTO DO ESTUDO

É usual afirmar-se que os momentos de crise fornecem, igualmente, grandes oportunidades. Num psicologismo porventura exacerbadamente optimista dir-se-á que uma crise deverá equivaler à produção de algo positivo: pode ou deve ser aproveitada para trilhar novos caminhos ou para tomar decisões até então postergadas e para as quais tinha faltado coragem ou motivação suficientes. Verdade ou não, e independentemente de se crer na palavra “crise” como sinónimo de renovada esperança, parece poder dizer-se que a própria integração europeia tem beneficiado, no sentido do seu aprofundamento, desses momentos decisivos e desafiantes, que, aparentando colocar tudo em causa, provocam respostas evolutivas inovadoras e audazes¹.

O objecto deste estudo é também ele consequência de uma crise, neste caso a crise *financeira* de 2007/2010, que obrigou a União Europeia a reflexões que culminaram na adopção e implementação de uma nova arquitectura de supervisão financeira, entrada em vigor com os Regulamentos 1092/2010, 1093/2010, 1094/2010 e 1095/2010², instituindo, respectivamente, o Comité Europeu do Risco Sistémico³ e três Autoridades Europeias de Supervisão⁴ (Autoridade Bancária Europeia, Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma, Autoridade dos Valores Mobiliários e dos Mercados) – globalmente estas quatro entidades formam um Sistema Europeu de Supervisores Financeiros.

Fica assim delimitado aquilo que será o cerne deste trabalho: a reforma institucional operada⁵. Por isso, resulta explicado o nosso roteiro de investigação: depois de uma breve apresentação das causas da crise, explicitar-se-ão as lições tiradas que justificaram a reforma da arquitectura europeia de super-

¹ Esta ideia das “crises” como motores do processo de evolução e integração europeia é uma tese adoptada e desenvolvida, por exemplo, por LUDGER KÜHNHARDT, *European Integration: Challenge and Response – Crises as Engines of Progress in European Integration History*, Discussion paper C157, Zentrum für Europäische Integrationsforschung, 2006, disponível em http://www.zei.de/download/zei_dp/dp_c157Kuehnhardt.pdf, em particular págs. 4 a 6.

² Publicados no JORNAL OFICIAL DA UNIÃO EUROPEIA (JQUE, L331) de 15 de Dezembro de 2010.

³ Doravante designado abreviadamente por CERS.

⁴ Doravante designadas abreviadamente por AES.

⁵ Procurámos adoptar acentuadamente uma perspectiva crítica de determinados aspectos da nova arquitectura e não tanto fornecer uma descrição da mesma. Por isso, não há uma preocupação em detalhar exaustivamente pormenores, por exemplo, de mera incidência orgânica. Antes, o objectivo é discutir opções que se afigurem mais criticáveis ou duvidosas e que permitam o juízo de efectividade e legalidade da estrutura adoptada.

visão até então existente, dando conta das falhas detectadas e das razões da adopção deste novo modelo (“necessidade” da nova arquitectura europeia de supervisão). No segundo capítulo, focar-nos-emos nas estruturas instituídas, apresentando criticamente os seus objectivos, os seus poderes e os instrumentos de acção que lhes foram colocados ao dispor (corresponderá ao capítulo da análise da “efectividade” da nova arquitectura europeia de supervisão). Por fim, referir-nos-emos à sua base legal e também ao aspecto da *accountability* ou responsabilidade democrática⁶ (“legalidade” da nova arquitectura europeia de supervisão).

No fundo, a conclusão a que se pretende aqui chegar é a de saber se a União Europeia reagiu bem à crise com que se deparou e se criou novas entidades com robustez efectiva para não se repetirem erros do passado⁷ e se isso se traduz, como cremos que sim, em passos tendentes à progressiva *federalização* ou *europeização* da supervisão financeira.

Nesta introdução impõe-se, finalmente, uma última palavra sobre a razão de apenas nos referirmos a uma arquitectura de *supervisão* europeia e não também de *regulação*. O mesmo deve-se ao facto de, como demonstraremos, não nos parecer que as entidades estabelecidas tenham, por si, o poder normalmente associado à competência regulatória, isto é, o de emanar regras

⁶ Para a tradução de *accountability* como responsabilidade democrática adoptámos a proposta de SÉRVULO CORREIA, “Contencioso Administrativo e Responsabilidade Democrática da Administração”, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Saldanha Sanches*, 2011 (em curso de publicação).

⁷ Veja-se como JOSEPH STIGLITZ, *The Stiglitz Report – Reforming the international monetary and financial systems in the wake of the global crisis*, New York: The New Press, 2010, pág. 5, escreve que “The current economic crisis should provide an opportunity to reassess global economic arrangements and prevalent economic doctrines”. Claro que já se fazem sentir algumas vozes alertando para o facto de a oportunidade para este repensar poder passar sem que o momento seja aproveitado para alterar e transformar o necessário. Cfr., assim, ONNO RUDING, “From national to European Regulation: Towards European Financial Supervisory Authorities”, in *CEPS Policy Brief*, nº209, Maio 2010 (disponível em “www.ceps.eu”), pág. 8, mencionando o perigo de enfraquecimento do ímpeto para uma profunda reforma bancária por causa do sentimento, na conjuntura actual, de que o pior já faz parte do passado e de que não se verificam tão prementes necessidades de acção. Aliás, neste sentido, e com uma visão de que nos encontramos perante uma hipótese frustrada de mudança do paradigma económico, vd. o interessante artigo de opinião de JÜRGEN KAUBE, “Die Wiederkehr des Verdrängten”, in *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 17 de Março de 2011, pág. 1 (o autor para além de considerar que se trata, hoje, exactamente da “mesma economia” que existia antes da crise, relaciona isso com uma limitação, aparentemente imanente ou inerente, do ser humano para aprender com os erros).

gerais e abstractas de conduta^{8/9}. Nesse sentido, a sua natureza será melhor caracterizada quando se escolhe o qualificativo de supervisão, o que se traduzirá, especialmente no que toca às AES¹⁰, em elas garantirem o respeito e observância de certa e determinada ordenação, previamente criada pela entidade com competência para tal¹¹.

⁸ Cfr., a este propósito, MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito Bancário*, 4ª edição, Coimbra: Almedina, 2010, pág. 879 e 881, ressaltando, na regulação, o aspecto de estabelecimento de regras.

⁹ Isto, claro, tendo-se por correcto fazer aquela distinção entre actividade regulatória e supervisão. Por exemplo, MENEZES CORDEIRO, *Manual...*, pág. 885, acaba por incluir num conceito mais amplo de regulação não apenas os poderes normativos, mas, igualmente, poderes de informação e acompanhamento e poderes de fiscalização. PHILIP WOOD, *Law and Practice of International Finance*, Londres: Sweet and Maxwell, 2008, pág. 323, refere-se a entidades reguladoras como aquelas onde estão concentrados poderes legislativos, executivos e judiciais. Já BRYAN S. STRAWBRIDGE, "A ship without a captain at the helm: the need for the development and implementation of a supra-national prudential supervision to oversee the european union financial sector", *Indiana International & Comparative Law Review* (2010), págs. 116 e 117, considera que se esbateu a diferença entre a regulação enquanto expressão da função legislativa e a supervisão enquanto função executiva, não deixando, no entanto, de distinguir as duas conforme aos cânones tradicionais. Também para a adopção de uma separação conceitual entre supervisão e regulação, cfr. HOUSE OF LORDS, *The future of EU financial regulation and supervision*, Volume I: Report, London: Authority of the House of Lords, 2009, pág. 11, escrevendo-se que "supervisão tem a ver com monitorização e aplicação impositiva, e regulação com criação de regras". Considerando que as AES estão dotadas de poderes regulatórios (e supervisórios), cfr. PABLO IGLESIAS RODRIGUEZ, "Towards a new european financial supervision architecture", *The Columbia Journal of European Law Online* (2009), pág. 4.

¹⁰ Releve-se, desde logo, e em nosso favor, a própria designação legal adoptada pelos Regulamentos já citados e que se referem à criação de "Autoridades Europeias de Supervisão", deixando cair qualquer referência a uma hipotética componente regulatória.

¹¹ A este propósito pode ser interessante citar aqui a definição de supervisão proposta por LUIS GUILHERME CATARINO, *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros*, Coimbra: Almedina, 2010, pág. 287: "a actividade da Administração limitadora da liberdade dos administrados, mediante a qual se quer garantir que os sujeitos privados ou públicos, que actuam sob o regime do direito privado operando num determinado sector ou nele desenvolvam determinada actividade, o façam de forma ajustada ao estabelecido na ordenação do referido sector ou actividade, através de um controlo prévio [autorizações e poderes regulamentares], de vigilância de actividades [informação, inspecção], de intervenções correctivas [injunções, ordens] que podem culminar no exercício de funções repressivas [sancionatórias]".

CAPÍTULO I – NECESSIDADE DA (NOVA) ARQUITECTURA EUROPEIA DE SUPERVISÃO

1. CAUSAS DA CRISE FINANCEIRA

As causas da crise financeira foram múltiplas e variadas¹². Aqui traçaremos um quadro muito sintético daquelas que são apresentadas como as principais, sem preocupação de explicação detalhada¹³.

Para a alimentação da bolha imobiliária que despoletou a crise financeira contribuiu um excesso de disponibilidade de liquidez e crédito, amparado por uma política monetária expansiva assente na manutenção de taxas de juro bastante baixas^{14/15}. A expansão do crédito nos Estados Unidos da América, berço da crise do *sub-prime*, foi principalmente financiada por países emergentes ou superavitários e que suprimiram, ao longo do tempo, as necessidades de capitais dos Estados Unidos¹⁶.

¹² Talvez reconhecíveis antes da mesma acontecer. Cfr. JOSEPH STIGLITZ, *Freefall*, New York: Norton & Company, Inc., 2010, pág. 1: "The only surprise about the economic crisis of 2008 was that it came as a surprise to so many".

¹³ Como se compreende, dado o limite imposto à extensão do trabalho (40 páginas), este parágrafo tem apenas uma função de contextualização. Bastante mais relevante será o ponto seguinte dedicado às lições retiradas da crise. Todavia, para quem pretenda uma exposição mais pormenorizada, incluindo cronologia dos acontecimentos, encontrará em MENEZES CORDEIRO, *Manual...*, págs. 127 a 144, um bom ponto de partida. Várias outras fontes por nós citadas fornecerão, igualmente, informações mais detalhadas.

¹⁴ Cfr. MENEZES CORDEIRO, *Manual...*, pág. 129, VIRAL ACHARYA / THOMAS PHILIPPON / MATTHEW RICHARDSON / NOURIEL ROUBINI, "A Bird's-Eye View – The Financial Crisis of 2007-2009: Causes and Remedies", in *Restoring Financial Stability – How to Repair a Failed System*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2009 [VIRAL V. ACHARYA / MATTHEW RICHARDSON (ed.)], pág. 12, referindo-se a uma combinação de um "credit boom" com uma "housing bubble", THE HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU, *Report*, Bruxelas, 2009 (doravante citado: Relatório De Larosière), pág. 7, e JEREMY LAWSON / SEBASTIAN BARNES / MARTE SOLLIE, "Financial Market Stability in the European Union – Enhancing Regulation and Supervision", *OECD Economics Department Working Papers*, nº670, OECD Publishing, 2009, pág. 8.

¹⁵ Com uma perspectiva aparentemente diversa, defendendo que não é de atribuir uma grande relevância ao papel desempenhado pela política monetária no desenvolvimento da crise financeira, cfr. WERNER HEUN, "Der Staat und die Finanzkrise", *JZ* [2010], pág. 54.

¹⁶ Focando este aspecto cfr. *Relatório De Larosière*, pág. 7, ("The credit expansion in the US was financed by massive capital inflows from the major emerging countries with external surpluses") e WERNER HEUN, "Der Staat...", pág. 54, explicando o existente desequilíbrio macroeconómico a nível internacional, o que levou a que os Estados Unidos, fruto de uma taxa de poupança praticamente nula, sentida já desde os anos 80, importassem grandes quantidades capital, o que, em si, foi financiado, através de exportação de capital, por aqueles países com superavits, principalmente a China, Alemanha e Japão. Fora do nosso domínio jurídico-económico, convém não ignorar as consequências e implicações geopolíticas, mesmo para o presente, que o fenó-

Alvo de fortes críticas foi, também, o mecanismo da securitização. Por um lado, contribuiu, contra a positiva expectativa de diversificação e dispersão do risco, para a vulnerabilidade de todo o sistema financeiro¹⁷. Por outro, a sua complexidade camuflou a fraca qualidade dos activos subjacentes e a sua perigosidade¹⁸. Tudo isto gerou uma atitude ou comportamento favorável à assunção de riscos¹⁹, desde logo porque os próprios produtos financeiros eram de tal forma elaborados e opacos que se tornava difícil avaliar correctamente o risco que impunham²⁰. A esta mistura, já de si explosiva, juntou-se a falta de transparência no sistema financeiro²¹ e em certas instituições²², com consequente existência de um “sistema bancário sombra” (*shadow banking system*)²³.

meno apresentado tem e pode vir a ter, em particular no que diz respeito ao reforço da posição da China na cena mundial e na sua capacidade de influência sobre os Estados Unidos. Sobre isto, cfr. um muito recente artigo de ANDREA BÖHM / UWE JEAN HEUSER, “Geldmacht wird Weltmacht” in *Die Zeit*, 21 de Julho de 2011, pág. 3.

¹⁷ Cfr. WERNER HEUN, “Der Staat...”, pág. 55, e DWIGHT JAFFEE / ANTHONY W. LYNCH / MATTHEW RICHARDSON / STIJN VAN NIEUWERBURGH, “Mortgage Origination and Securitization in the Financial Crisis”, in *Restoring Financial Stability – How to Repair a Failed System*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2009 [VIRAL V. ACHARYA / MATTHEW RICHARDSON (ed.)], pág. 81, que se refere a uma “não desejada consequência” da securitização, a saber, o de que os *mortgage lenders* não viessem a suportar os custos do declínio da qualidade dos empréstimos, deixando assim de se preocupar com eles.

¹⁸ Cfr. *Relatório De Larosière*, pág. 8, e KLAUS PETER FOLLAK, “The Basel Committee and EU Banking Regulation in the aftermath of the credit crisis”, in *International Monetary and Financial Law – The Global Crisis* [MARIO GIOVANNOLI / DIEGO DEVOS (ed.)], London: Oxford University Press, 2010, pág. 178.

¹⁹ Fala numa “Risikoneigung” (tendência ou inclinação para o risco) WERNER HEUN, “Der Staat...”, pág. 56. Referindo-se aos incentivos para a assunção de riscos, cfr. ACHARYA / PHILIPPON / RICHARDSON / ROUBINI, “A Bird’s-Eye...”, pág. 26.

²⁰ Cfr. *Relatório De Larosière*, pág. 8 e LAWSON / BARNES / SOLLIE, “Financial Market Stability...”, pág. 8.

²¹ Uma explicação da noção de sistema financeiro pode ser colhida em FERNANDO ARAÚJO, *Introdução à Economia*, 3ª edição, Coimbra: Almedina, 2006 [reimpressão da edição de 2005], págs. 819 a 821.

²² Cfr. RENÉ SMITS, “Europe’s Post-Crisis Supervisory Arrangements – a Critique”, in *Revista de Concorrência e Regulação*, Ano I, nº2 [2010], pág. 127, mencionando que “uma opacidade geral obscureceu os mercados financeiros”, havendo operações fora do balanço, estruturas legais extremamente complexas e instituições anormalmente não abrangidas pela supervisão prudencial.

²³ Cfr. ACHARYA / PHILIPPON / RICHARDSON / ROUBINI, “A Bird’s-Eye...”, págs. 27 e 28, HOUSE OF LORDS, *The future...*, pág. 8 e *Relatório De Larosière*, pág. 8.

Apontou-se, igualmente, o dedo a uma excessiva desregulação^{24/25} e a falhas na actividade das entidades de supervisão²⁶. Por isso, foi com naturalidade que vieram a discutir-se os próprios princípios económicos dominantes, como sejam o da eficiência dos mercados, da estrita racionalidade da acção dos agentes económicos e dos efeitos negativos da intervenção estatal reguladora²⁷.

Por último, não deixou de se criticar uma certa cultura ou mentalidade valorizadora da imediaticidade e do maior lucro²⁸.

²⁴ Cfr., assim, STIGLITZ, *The Stiglitz Report...*, pág. 11 (“A crise é, em parte, o resultado da excessiva desregulação dos mercados financeiros”) e MENEZES CORDEIRO, *Manual...*, pág. 130 [referindo-se a uma “desregulação levada ao delírio”]. O leitor cinéfilo encontra a problemática da desregulação, enquanto uma das causas da crise financeira, bem focada e analisada num recente filme de sucesso: *Inside Job* (2010), do realizador Charles Ferguson. Com uma perspectiva mais cautelosa face ao fenómeno da desregulação como causa da crise, cfr. OCDE, *The Financial Crisis – Reform and Exit Strategies*, OCDE 2009, pág. 29, defendendo que esta não ocorreu num “vácuo regulatório”. Na opinião dos autores deste relatório, havia múltiplas agências cujas responsabilidades, no âmbito de um enquadramento jurídico-regulatório complexo, não estavam claramente definidas e adaptadas ao mundo actual, ao que acrescia a falta de meios para lidar com os problemas e executar de forma óptima as respectivas tarefas. Encarando a discussão em torno da desregulação como essencialmente ideológica, cfr. JACOBUS DELWAIDE, “The Return of the State?”, *European Review* (2011, Vol. 19), pág. 77.

²⁵ Para uma explicação do conceito de regulação, com apresentação simultânea das vantagens da desregulação, cfr., por todos, FERNANDO ARAÚJO, *Introdução...*, págs. 608 a 611. Em geral, sobre os objectivos da regulação e supervisão, cfr. LAWSON / BARNES / SOLLIE, “Financial Market Stability...”, pág. 7 [referindo a prevenção do risco sistémico, a protecção do consumidor e investidor, e a preservação da concorrência entre as forças do mercado]. Muito interessante a propósito da regulação económica e dos seus fundamentos, vd. PAULA VAZ FREIRE, *Eficiência Económica e Restrições Verticais*, Lisboa: AAFDL, 2008, págs. 21 a 84.

²⁶ Cfr. STIGLITZ, *The Stiglitz Report...*, pág. 105. Contra, WERNER HEUN, “Der Staat...”, pág. 61, sustentando que a principal falha residia na regulação, *rectius*: na falta dela, pelo que não se tratou propriamente de falta de supervisão, mas sim de inadequação da ordenação estabelecida.

²⁷ Cfr., com esta opinião, STIGLITZ, *The Stiglitz Report...*, pág. 21 [“Parte da explicação da presente crise económica pode ser encontrada nos fundamentos económicos subjacentes”]. WERNER HEUN, “Der Staat...”, pág. 56, entende que a subvalorização de certos riscos sistémicos decorreu das formas de análise e dos modelos postulados pela “ciência económica dominante”, assente, nomeadamente, na premissa da eficiência dos mercados financeiros.

²⁸ Cfr. MENEZES CORDEIRO, *Manual...*, pág. 130, referindo-se à “total subordinação da ética e do bom senso à busca do maior lucro”, RENÉ SMITS, “Europe’s...”, pág. 130, pugnando por uma mudança de paradigma, que afaste a mera procura da satisfação do interesse próprio e a exclusiva concentração no curto-prazo e NORBERT DIECKMANN, *Erklärungsansätze und Lehren aus der Finanzkrise 2007/2008, 2010* [edição de autor], págs. 12 e 13, discutindo a ganância não apenas dos banqueiros e investidores, mas de todos nós, amarrados que estamos a um certo estilo de vida materialista.

2. LIÇÕES DA CRISE FINANCEIRA

A crise colocou em evidência o “trilema financeiro” (SCHOENMAKER) existente na União Europeia. O mesmo resulta da impossibilidade da conjugação simultânea das três seguintes proposições: estabilidade financeira (europeia), integração financeira (europeia) e políticas financeiras *nacionais*²⁹. Com isto ficaram em causa princípios que até então tinham orientado a actuação ao nível da União Europeia e a sua relação com os Estados-Membros³⁰. Referimo-nos concretamente aos princípios do controlo pelo país de origem, do reconhecimento mútuo e da mínima harmonização, que já se afirma estarem, também eles, em *crise*³¹. Teve, pois, de se retirar a conclusão de que a prossecução da integração financeira e a realização de um mercado financeiro único revela acentuadas incompatibilidades com um sistema em que o essencial das competências regulatórias e supervisórias permanece sediado a nível nacional³². Tudo isto torna-se particularmente evidente se nos concentrarmos na supervisão de actividades transfronteiriças, entrando, assim, em contacto com vários Estados-Membros e regimes regulatórios, onde as estruturas europeias e nacionais existentes falharam redondamente³³. O *princípio do controlo pelo país de origem* tem sido bastante criticado porque, para um funcionamento minimamente efectivo, pressuporia uma intensa cooperação entre o supervisor do Estado-Membro onde a entidade supervisionada está sediada e o do país de acolhimento, onde aquela desenvolve também actividade, algo que não se tem

²⁹ Cfr. DIRK SCHOENMAKER, “The Financial Trilemma”, Dezembro 2010, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1340395>, pág. 1.

³⁰ Por isso, parece-nos que até se poderá concluir que certas falhas detectadas na regulação e supervisão na União Europeia, cujas estruturas não dominaram ou responderam bem aos efeitos da crise financeira, significam também o insucesso dos princípios que determinaram a arquitectura e forma de supervisão anterior. As concepções subjacentes ao modo de actuação a nível europeu ficaram, pois, com esta crise profundamente afectadas, e, como será tese deste estudo, a desenvolver posteriormente, a reacção com passos no sentido da federalização da supervisão também atesta como se repensou o papel que os Estados ocupavam e como se concluiu que *mais Europa* era o caminho a seguir.

³¹ Assim, cfr. PEDRO GUSTAVO TEIXEIRA, “The Evolution of the Law and Regulation of the Single European Financial Market Until the Crisis”, in *Revista de Concorrência e Regulação*, Ano I, nº2 (2010), pág. 230.

³² É interessante ver como SCHOENMAKER, “The Financial...”, pág. 4, demonstra, através de um modelo matemático, por um lado, que à medida que aumenta a integração financeira se reduz a eficácia das políticas meramente nacionais e, por outro, que o estado presente de integração europeia já pode conduzir a falhas de coordenação querendo manter-se estruturas assentes na autonomia financeira nacional.

³³ Basta lembrar o caso do grupo Fortis (cfr. NIAMH MCDONNEY, “EU Financial Market Regulation after the Global Financial Crisis: “more Europe” or more risks?”, *CMLRev* (2010), pág. 1320).

verificado^{34/35/36}. O mesmo valerá para o *princípio do reconhecimento mútuo* que requer bastante confiança e troca de informação entre os supervisores do país onde a instituição supervisionada foi fundada e os do país para o qual ela se expande³⁷. Faltando isso, fica em causa este modelo. Por último, quanto à ideia da *mínima harmonização das leis nacionais* retirou-se a lição de que se deve rumar em sentido inverso, ou seja, harmonizar mais extensamente³⁸ e, assim, não conferir ampla margem normativa de configuração e modelação às legislações nacionais³⁹. Um papel dos Estados em certos domínios tem, desta maneira, de ser repensado (e diminuído), em particular quando se constate a

³⁴ Cfr. H. VAN MEERTEN / A. OTTOW, "The proposals for the European Supervisory Authorities: the right (legal) way forward?", 2009 [disponível em <http://ssrn.com/abstract=1517371>], pág. 8. Tem havido, igualmente, outras críticas. PEDRO GUSTAVO TEIXEIRA, "The Evolution...", pág. 230, assinala a inexistência de um meio que obrigue o país de origem a assumir a responsabilidade pelos riscos económicos decorrentes da prestação de serviços nos países de acolhimento. Já WIM FONTEYNE / WOUTER BOSSU / LUIS CORTAVARRIA-CHECKLEY / ALESSANDRO GIUSTINIANI / ALESSANDRO GULLO / DANIEL HARDY / SEÁN KERR, "Crisis Management and Resolution for a European Banking System", IMF Working Paper [WP/10/70], 2010 [disponível em "www.imf.org"], pág. 18, assinalam que: tal princípio provoca deficiências na supervisão transfronteiriça; dá poderes às autoridades do país de origem no mercado financeiro do país de acolhimento, não havendo no entanto mecanismos de responsabilidade (*accountability*) das entidades supervisoras do primeiro para com este último; e, ainda, que, no caso da actividade bancária, que é a analisada pelo artigo, a dependência dos depositantes do país de acolhimento do sistema de garantia de depósitos existente no país de origem, bem como da capacidade fiscal e aptidão para a gestão de crises deste, resulta em situações bastante complexas e problemáticas.

³⁵ Não espanta, assim, que se defenda o reforço da regulação no país de acolhimento. Cfr. STIGLITZ, *The Stiglitz Report...*, pág. 117.

³⁶ Todavia, convém ter em consideração que o abandono total do princípio do controlo pelo país de origem pode ter consequências indesejadas, criando uma fragmentação do mercado e aumentando os custos regulatórios, na medida em que as instituições transfronteiriças se encontrarão sujeitas a supervisão por várias entidades supervisoras. Cfr., neste sentido, ERIC J. PAN, "Four Challenges to Financial Regulatory Reform", 2010 [disponível em <http://ssrn.com/abstract=1521504>], pág. 124. Este autor propõe, por isso, que a solução passe por assegurar uma "intensiva" cooperação entre os vários supervisores nacionais. Igualmente com uma opinião bastante cautelosa *vd.* HOUSE OF LORDS, *The future...*, pág. 53, recomendando que não haja nenhuma mudança de poder para o supervisor do país de acolhimento e instigando a um funcionamento efectivo dos colégios de supervisores.

³⁷ Cfr. MEERTEN / OTTOW, "The proposals...", pág. 8.

³⁸ Quando não mesmo "uniformizar". Cfr. MOLONEY, "EU Financial Market Regulation...", págs. 1355 ["it has returned to its original uniformity-based model"] e 1356 ["Minimum harmonization and optionality appear to be in permanent retreat"], e PEDRO GUSTAVO TEIXEIRA, "The Evolution...", pág. 232.

³⁹ Por isso, não espanta que RENÉ SMITS, "Europe's...", pág. 131, defenda a preferencial utilização do Regulamento, enquanto instrumento legal para a adopção de normas de supervisão, em vez da Directiva.

sua inadequação para fazer face a actividades transnacionais que escapam ou não se integram optimamente no seu âmbito.

Outra importante lição retirada da crise foi a da constatação da falta de cooperação e coordenação entre as várias entidades supervisoras nacionais⁴⁰. A troca de informação não aconteceu de forma ideal⁴¹, o que também conduziu a uma diminuição da confiança mútua entre supervisores⁴². Cooperação aqui seria a troca interessada e eficiente de informação, prestada em tempo real, permitindo até a tomada de decisões depois de discussão e consultação mútua⁴³. Claro que no quadro europeu há alguns obstáculos a esta cooperação, dada a diversidade de sistemas regulatórios nos diversos Estados-Membros⁴⁴. Por isso, é recomendável que se procure a harmonização de *standards* regulatórios⁴⁵ e se promova uma cultura comum de supervisão que acentue, especialmente, a vertente europeia da tarefa^{46/47}.

⁴⁰ Cfr. JOSÉ NUNES PEREIRA, “A Caminho de uma Nova Arquitectura da Supervisão Financeira Europeia”, in *Revista de Concorrência e Regulação*, Ano I, nº2 (2010), pág. 172, aludindo a uma “cooperação deficiente” e “insuficiente troca de informação”, e MOLONEY, “EU Financial Market Regulation...”, pág. 1319.

⁴¹ Cfr. *Relatório De Larosière*, pág. 11.

⁴² Cfr. *Relatório De Larosière*, pág. 41.

⁴³ Cfr. o entendimento de ERIC PAN, “Four Challenges...”, pág. 125 (“Cooperação refere-se a uma mais Dinâmica relação entre reguladores. Reguladores cooperantes não operam independentemente dos restantes. Eles são co-dependentes. Eles têm que partilhar informação em tempo real e tomar decisões em consultação mútua”).

⁴⁴ Chamando a atenção para este aspecto, cfr. *Relatório De Larosière*, pág. 11. Não estranha, por isso, que ERIC PAN, “Four Challenges...”, pág. 126, defenda que as “condições óptimas de cooperação” ocorrem quando “pré-existe uma compreensão mútua entre reguladores proveniente da familiaridade com o quadro regulatório, mercados e perspectivas regulatórias de cada um”.

⁴⁵ Cfr. ERIC PAN, “Four Challenges...”, pág. 126. O autor propõe ainda a intensificação de relações bilaterais entre supervisores.

⁴⁶ Cfr. WIM FONTEYNE et alii, “Crisis Management...”, pág. 31, alertando para a necessidade de os supervisores encararem os problemas sob uma perspectiva europeia e não meramente nacional. Note-se, a este propósito, que a assunção de que os supervisores nacionais tenderão a prosseguir objectivos nacionais é comum (cfr., por todos, MATHIAS DEWATRIPONT / JEAN-CHARLES ROCHET / JEAN TIROLE, *Balancing the Banks – Global Lessons from the Financial Crisis*, New Jersey: Princeton University Press, 2010, pág. 125). Era, aliás, partindo dessa premissa que DANIEL C. HARDY, “A European Mandate For Financial Sector Supervisors in the EU”, IMF Working Paper (WP/09/05), 2009 [disponível em “www.imf.org”], pág. 4, defendia a atribuição de um mandato europeu aos supervisores nacionais.

⁴⁷ No plano não estritamente europeu, cfr., defendendo o reforço da cooperação e coordenação globais e mesmo a institucionalização de agências vocacionadas para reagirem a momentos de crise, STIGLITZ, *The Stiglitz Report...*, pág. 110 e KLAUS F. ZIMMERMANN / DOROTHEA SCHÄFER, *Finanzmärkte nach dem Flächenbrand – Warum es dazu kam und was wir daraus lernen müssen*, Wiesbaden: Gabler, 2010, págs. 204 e 205, respectivamente.

Outro grande ensinamento, consensualmente reconhecido, é o de se ter colocado excessivo ênfase na supervisão de instituições financeiras individuais, nos seus riscos concretos e na sua segurança, ou seja, de ter havido uma concentração quase exclusiva na designada *supervisão micro-prudencial*⁴⁸. Ao invés, concluiu-se, há que não descurar a *supervisão macro-prudencial*, focada na análise das tendências globais macroeconómicas e orientada para a detecção e prevenção dos chamados *riscos sistémicos*, ou seja, preocupada com a manutenção da estabilidade do sistema financeiro como um todo (e não apenas com o de concretas instituições vistas isoladamente)⁴⁹. O risco sistémico pode ser definido como aquele que ocorre na sequência de um grave choque económico, despoletando o colapso de mercados ou instituições ou provocando perdas significativas para estas, daí resultando um aumento do custo de capital ou a diminuição da sua disponibilidade, saindo seriamente afectada a economia real^{50/51/52}. Em tal hipótese, seremos confrontados com o colapso ou de várias instituições que, no seu conjunto, acabam por produzir aquele efeito ou então de *instituições sistemicamente relevantes*, cuja dimensão e

⁴⁸ Como se sabe, a supervisão prudencial está relacionada com a manutenção de prudência actuante no sector bancário ou financeiro e da confiança do público [cfr. MENEZES CORBEIRO, *Manual...*, pág. 890]. Na perspectiva micro-prudencial procuram evitar-se riscos patrimoniais e financeiros para as empresas e proteger os fundos e valores dos seus clientes ou depositantes (cfr. LUÍS GUILHERME CATARINO, *Regulação e Supervisão...*, pág. 296). Desta forma, estará em causa a segurança e saúde financeira das instituições consideradas individualmente [cfr. HOUSE OF LORDS, *The future...*, pág. 12 e LAWSON / BARNES / SÖLLIE, "Financial Market Stability...", pág. 13].

⁴⁹ Cfr. *Relatório De Larosière*, pág. 11, JOSÉ NUNES PEREIRA, "A caminho...", pág. 179, STIGLITZ, *The Stiglitz Report...*, págs. 80 e 81, HOUSE OF LORDS, *The future...*, pág. 12, FOLLAK, "The Basel Committee...", págs. 179 e 180, e NICOLAE DARDAC / ELENA GEORGESCU, "The Future of the Banking Supervision in Europe", in *Theoretical and Applied Economics*, issue 08{537}, pág. 5.

⁵⁰ Cfr. STEVEN L. SCHWARCZ, "Systemic Risk", *The Georgetown Law Journal* (2008), pág. 204 e VIRAL V. ACHARYA / LASSE H. PEDERSEN / THOMAS PHILIPPON / MATTHEW RICHARDSON, "Regulating Systemic Risk", in *Restoring Financial Stability – How to Repair a Failed System*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2009 [VIRAL V. ACHARYA / MATTHEW RICHARDSON (ed.)], pág. 284. De notar que há uma definição legal de risco sistémico para efeitos do Regulamento (UE) n.º 1092/2010, no seu art. 2.º, alínea c): "um risco de perturbação do sistema financeiro susceptível de ter consequências negativas graves no mercado interno e na economia real".

⁵¹ Nesta medida, uma das características do risco sistémico, do ponto de vista do investidor, é que ele não é diversificável. Cfr. ELISIO BRANDÃO, *Finanças*, 5ª edição, Edição de autor, 2008, págs. 160 e 161 e STEVEN SCHWARCZ, "Systemic Risk...", pág. 200.

⁵² Cfr., novamente, a perspectiva de ACHARYA *et alii*, "Regulating...", págs. 286 e 287, apresentando o risco sistémico como uma externalidade negativa imposta por cada instituição financeira ao sistema como um todo, na medida em que se cada instituição estará motivada para evitar o seu próprio colapso, pode não o estar para prevenir a disrupção do sistema em termos globais.

interconexão com outras assim as ajuda a classificar⁵³. Portanto, há que criar estruturas que se concentrem neste tipo de risco⁵⁴ e que promovam a monitorização do sistema como um todo, não obnubilando, porém, a necessidade, para uma maior efectividade, da sua relação e permanente contacto ou ligação com as outras instâncias a desempenharem a supervisão micro-prudencial⁵⁵.

3. BREVE REFERÊNCIA AO MODELO ANTERIOR À REFORMA

Muito criticado, e acentuando ainda mais a necessidade da reforma agora levada a cabo, foi o esquema institucional resultante do chamado “Relatório Lamfalussy”⁵⁶. O sistema de supervisão e regulação implementado na sua sequência era constituído por quatro níveis: sem pretensão de explicação exaustiva, os dois primeiros níveis reportavam-se à criação de legislação regulatória e o terceiro e quarto níveis à implementação e, se necessário, aplicação impositiva da mesma⁵⁷. Destaque ganhava o nível 3 e os seus apelidados “Comités Lamfalussy”, organizados sectorialmente (banca, valores mobiliários e seguros e pensões complementares de reforma), compostos pelos supervisores nacionais respectivos e cujo objectivo residia em promover a aplicação efectiva da legislação da União Europeia e a convergência entre supervisores⁵⁸. No

⁵³ Cfr. STIGLITZ, *The Stiglitz Report...*, págs. 80 e 81.

⁵⁴ Note-se como JOSÉ NUNES PEREIRA, “A caminho...”, pág. 179, chama a atenção para a existência de um “risco sistémico europeu”, fruto do sistema e mercados financeiros europeamente integrados.

⁵⁵ Cfr. HOUSE OF LORDS, *The future...*, pág. 27 e *Relatório De Larosière*, pág. 40.

⁵⁶ Que, de acordo com a concretização que no corpo do texto se apresentará, parece correcto poder descrever-se como assentando principalmente nos princípios da *descentralização, cooperação e segmentação* – assim, cfr. LUIS GARICANO / ROSA M. LASTRA, “Towards a new architecture for financial stability: seven principles”, *Journal of International Economic Law* (2010), pág. 604. Os autores defendem que também a reforma *Larosière* segue estes princípios, contudo, essa é uma afirmação que cremos dever ser interpretada com cautela. Na nossa opinião, as ideias de “cooperação” e mesmo de “descentralização” assumem outro significado na nova arquitectura, na medida em que se reforçou a dimensão europeia da supervisão e se dotaram as novas entidades de poderes reforçados que, quando aplicados, podem implicar bem mais que a mera “cooperação”, tal como é tradicionalmente entendida no âmbito *Lamfalussy*.

⁵⁷ Para mais detalhes, cfr. TAKIS TRIDIMAS, “EU Financial Regulation: Federalization, Crisis Management, and Law Reform”, in *The Evolution of EU Law* (PAUL CRAIG / GRÁINNE DE BURCA), Oxford: Oxford University Press, 2011, pág. 786, HOUSE OF LORDS, *The future...*, págs. 12 a 14, HOUSE OF COMMONS, *The Committee's Opinion on proposals for European financial supervision*, London: The Stationery Office Limited, 2009, págs. 6 e 7, e LUIS GUILHERME CATARINO, *Regulação e Supervisão...*, págs. 189 a 192.

⁵⁸ Cfr. EILIS FERRAN / KERN ALEXANDER, “Can soft law bodies be effective? Soft systemic risk oversight bodies and the special case of the European Systemic Risk Board”, 2010 (disponível em <http://ssrn.com/abstract=1676140>), pág. 17, HOUSE OF LORDS, *The future...*, pág. 13 (acentuando o papel de facilitação da reunião de supervisores oriundos de diferentes Estados-Membros e permitin-

entanto, a arquitectura assim delineada falhou numa efectiva resposta à crise financeira. Reconheceu-se que este sistema não conseguiu lidar de forma adequada com os problemas levantados a nível transfronteiriço⁵⁹, não estava dotado de meios financeiros suficientes⁶⁰, detinha poderes muito limitados (funcionando com base em instrumentos não vinculativos e essencialmente assentes no consenso dos participantes)^{61/62} e, em particular, não dispunha da possibilidade de vincular um supervisor nacional a uma determinada interpretação do direito da União fornecida pelo próprio Comité⁶³. Perante estas constatações, a reforma (adiante-se, com maior consolidação de competências a nível europeu) impunha-se como premente.

4. A NOVA ARQUITECTURA EUROPEIA DE SUPERVISÃO FINANCEIRA

O até agora exposto culmina, então, com uma reforma institucional levada a cabo a nível europeu. Partindo essencialmente das propostas constantes do “Relatório De Larosière” (que temos vindo a referir)⁶⁴, encontramos hoje

do a ligação não só entre estes, mas também entre eles e a Comissão) e TRIDIMAS, “EU Financial Regulation...”, pág. 787 (com descrição dos objectivos).

⁵⁹ Cfr. FERRAN / ALEXANDER, “Can soft law...”, pág. 17, HOUSE OF COMMONS, “The Committee’s...”, pág. 7, e OCDE, *The Financial Crisis...*, pág. 31.

⁶⁰ Cfr. DARDAC / GEORGESCU, “The Future of the Banking...”, pág. 11. Este parece-nos um aspecto a reter, de forma a reflectir posteriormente se as novas entidades criadas em substituição dos Comités (as AES) surgem dotadas de um adequado orçamento para a cabal e efectiva realização das suas tarefas.

⁶¹ Cfr. ELIS FERRAN, “Understanding the new institutional architecture of EU Financial Market Supervision”, 2010 (disponível em <http://ssrn.com/abstract=1701147>), págs. 13, 20 e 21, ZIMMERMANN / SCHÄFER, *Finanzmärkte...*, pág. 206, DIECKMANN, *Erklärungsansätze...*, pág. 41, e PEDRO TEIXEIRA, “The Evolution of the Law...”, pág. 234 (os dois últimos autores mencionados aludem a uma “função consultiva” dos comités).

⁶² Com uma perspectiva mais optimista, cfr. TRIDIMAS, “EU Financial Regulation...”, pág. 787, para quem, muito embora a falta de poderes vinculativos, o papel, em concreto, do Comité Europeu de Reguladores dos Mercados de Valores Mobiliários não foi despiçando nem irrelevante.

⁶³ DARDAC / GEORGESCU, “The Future of the Banking...”, pág. 11, não deixam de referir, como factor concorrente do insucesso da arquitectura Lamfalussy, a falta de meios financeiros de que os Comités de nível 3 dispunham, algo que nos parece um aspecto a reter, de forma a analisar se as novas entidades criadas em sua substituição (as AES) surgem doatadas de um adequado orçamento para a cabal e efectiva realização das suas tarefas.

⁶⁴ Cfr., para uma cronologia mais precisa e extensa dos acontecimentos que nos conduziram à presente arquitectura de supervisão, JEAN-VICTOR LOUIS, “The Implementation of the Larosière Report: a progress report”, in *International Monetary and Financial Law – The Global Crisis* (MARIO GIOVANNOLI / DIEGO DEVOS (ed.)), London: Oxford University Press, 2010, págs. 146 e 147 e HOUSE OF COMMONS, “The Committee’s...”, págs. 10 e 11.

na União Europeia um Sistema Europeu de Supervisores Financeiros (SESF), constituído globalmente pelo Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS) e por três Autoridades Europeias de Supervisão (AES)⁶⁵.

Quanto ao CERS devemos explicar, neste estágio inicial do estudo e sob posterior desenvolvimento, que o seu objectivo é responder à lição da crise de que se deve apostar na supervisão macroprudencial e numa monitorização atenta de potenciais riscos sistémicos⁶⁶. É criado como um órgão vocacionado para lidar com os diversos sectores financeiros e que não dispõe de personalidade jurídica^{67/68}.

Quanto ao SESF é concebido como uma “rede integrada” de supervisores financeiros europeus (dos Estados-Membros) e é caracterizado essencialmente por uma estrutura descentralizada onde pontuam as três AES sectoriais, assim mantendo intacto o princípio de que os supervisores nacionais desempenham as tarefas de supervisão “do dia-a-dia”⁶⁹. As AES partem dos existentes Comitês Lamfalussy de nível 3, embora passem a dispor de personalidade jurídica⁷⁰ e, como se verá, lhe sejam atribuídos mais instrumentos e poderes⁷¹. Dada a sua origem *estrutural* nos comités de nível 3, as suas sedes ficam intocadas. Daí que a Autoridade Bancária Europeia tenha sede em Londres⁷², a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma em Frankfurt am Main⁷³ e a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados em Paris⁷⁴. Este é um aspecto bastante criticado, na medida em que se duvida que a solução assente nesta dispersão geográfica conduza a ganhos de eficiência, coordenação e cooperação⁷⁵.

⁶⁵ Cfr. o art. 1º, nº 2 e 3 do Reg. (UE) 1092/2010.

⁶⁶ Cfr. o art. 3º, nº 1 do Reg. (UE) 1092/2010 e o considerando [10] do mesmo.

⁶⁷ Cfr. o considerando [15] do Reg. (UE) 1092/2010.

⁶⁸ Por motivos que se clarificarão de seguida.

⁶⁹ Cfr. *Relatório De Larosière*, pág. 47. Procura-se, dessa forma, respeitar princípios fundamentais como o da proporcionalidade e da subsidiariedade.

⁷⁰ Cfr. o art. 5º dos Regs. (UE) 1093/2010, 1094/210 e 1095/2010.

⁷¹ Fala o *Relatório De Larosière*, pág. 47, de “enhanced level 3 committees”.

⁷² Cfr. art. 7º do Reg. (UE) 1093/2010.

⁷³ Cfr. art. 7º do Reg. (UE) 1094/2010.

⁷⁴ Cfr. art. 7º do Reg. (UE) 1095/2010.

⁷⁵ Cfr. CHRYSSA PAPATHANASSIOU / GEORGIOS ZAGOURAS, “Mehr Sicherheit für den Finanzsektor: der Europäische Ausschuss für Systemrisiken und die Rolle der EZB”, *WM* (2010), pág. 1584, propondo, para uma eficiente cooperação entre as várias AES e entre elas e o CERS, uma sede geográfica comum: Frankfurt am Main. Por sua vez, GARIACNO / LASTRA, “Towards a new architecture...”, págs. 614 e 615, alerta para a adveniência de dificuldades de comunicação entre entidades que não utilizam a mesma língua e que se encontram geograficamente distantes.

Por isso, tal decisão é vista puramente como correspondendo à manutenção e preservação de interesses nacionais⁷⁶.

O modelo agora adoptado, embora visto como uma evolução positiva, não foi, todavia, consensualmente avaliado na literatura. Muitos autores são da opinião de que se deveriam ter dado passos mais corajosos no sentido do estabelecimento de uma verdadeira autoridade supervisora supranacional (europeia) única⁷⁷. A centralização da supervisão afigura-se sedutora por várias razões: entre outras vantagens⁷⁸, promete uma maior eficiência e eficácia⁷⁹, diminuindo os custos de coordenação e supervisão⁸⁰, e aparenta estar mais em linha com a integração do mercado único⁸¹ e com a própria organização das instituições financeiras {que consolidadamente praticam uma multiplicidade de actividades}^{82/83}, evitando-se a duplicação de tarefas⁸⁴ ou, pelo contrário, o risco de com a divisão por várias entidades supervisoras se criarem espaços não-supervisionados. A solução “twin-peaks” na União Europeia seria, assim, um bom modelo^{85/86}.

⁷⁶ Assim, MATTHIAS LEHMANN / CORNELIA MÄNGER-NESTLER, “Die Vorschläge zur neuen Architektur der europäischen Finanzaufsicht”, *EuZW* [2010], pág. 89. *Vd.*, ainda, FERRAN, “Understanding...”, pág. 34, dando conta de como a hipótese da concentração geográfica ainda foi aflorada durante o processo legislativo [exactamente para Frankfurt am Main], mas “to move the location of supervision away from two economically-powerful Member-States would be highly controversial”.

⁷⁷ Tratava-se da proposta constante do relatório elaborado para a FSA inglesa (Financial Services Authority), *The Turner Review – A regulatory response to the global banking crisis*, 2009, pág. 102. No mesmo sentido já a opinião expressa no relatório OCDE, *The Financial Crisis...*, pág. 31.

⁷⁸ Como seja a de diminuir a “concorrência regulatória”. Cfr. KATHARINA PISTOR, “Host’s Dilemma: Rethinking EU Banking Regulation in Light of the Global Crisis”, Finance Working Paper 286/2010, Columbia University Law School, 2010 {disponível em http://ssrn.com/abstract_id=1631940}, pág. 14.

⁷⁹ Cfr. HOWELL E. JACKSON, “Learning from Eddy: A Meditation Upon Organizational Reform of Financial Supervision in Europe” Harvard Law School Working Paper, 2009 {disponível em <http://ssrn.com/abstract=1325510>}, pág. 5, e PISTOR, “Host’s Dilemma...”, pág. 12.

⁸⁰ Cfr. GARICANO / LASTRA, “Towards a new architecture...”, págs. 606 e 607, e DONATO MASCIANDARO, “Financial supervision architecture and the role of central banks”, *Transnational Lawyer* [2005], pág. 353.

⁸¹ Cfr. LAWSON / BARNES / SOLLIE, “Financial Market Stability...”, pág. 36.

⁸² Cfr. RENÉ SMITS, “Europe’s...”, pág. 155, DEWATRIPOONT / ROCHET / TIROLE, *Balancing...*, pág. 126, ERIC PAN, “Four Challenges...”, pág. 115, e MASCIANDARO, “Financial Supervision...”, pág. 351.

⁸³ Para os contra-argumentos da centralização cfr. JACKSON, “Learning...”, págs. 6 e 7.

⁸⁴ Cfr. STRAWBRIDGE, “A ship without a captain...”, pág. 118.

⁸⁵ Assim, FERRAN, “Understanding...”, pág. 35 e ERIC PAN, “Four Challenges...”, pág. 117.

⁸⁶ Pelo contrário, para KLAUS HOPT, “Auf dem Weg zu einer neuen europäischen und internationalen Finanzmarktarchitektur”, *NZG* [2009], pág. 1402, não há nenhuma razão fundamental de preferência de qualquer modelo face a outro possível, entendendo, por isso, que se tratará de uma decisão política.

A reforma baseia-se, porém, numa consciente opção realista e de compromisso⁸⁷, que procura evitar conflitos políticos na União Europeia⁸⁸, na medida em que uma *federalização radical* esbarraria com os interesses de autonomia nacionais⁸⁹. Mas evitam-se também outros problemas jurídicos e mesmo práticos, cuja solução não seria fácil^{90/91}.

CAPÍTULO II – EFECTIVIDADE DA (NOVA) ARQUITECTURA EUROPEIA DE SUPERVISÃO

1. COMITÉ EUROPEU DO RISCO SISTÉMICO

1.1. Objectivos do CERS

O CERS é a entidade responsável pela supervisão macroprudencial⁹².

⁸⁷ Cfr. GORTSOS, "The Proposals of the Larosière Group on the future of financial supervision in the European Union", in *International Monetary and Financial Law – The Global Crisis* (MARIO GIOVANNOLI / DIEGO DEVOS (ed.)), London: Oxford University Press, 2010, pág. 144. Já MARCO ONADO, "La supervisione finanziaria europea dopo il Rapporto de Larosière: siamo sulla strada giusta?", *Bancaria Special Issue No. 03-2010, 2010* [disponível em <http://ssrn.com/abstract=1603784>], pág. 16, reporta-se à "realpolitik" envolvida neste modelo e deixa o alerta de que "em matéria de regulação, a segunda melhor opção pode produzir resultados insuficientes".

⁸⁸ Cfr. ERIC PAN, "Four Challenges...", pág. 112 e EDDY WYMEERSCH, "The institutional reforms of the European Financial Supervisory System, an interim report", Working Paper, Financial Law Institute: Universiteit Gent, 2010 [disponível em <http://ssrn.com/abstract=1541968>], pág.10.

⁸⁹ Se se considerar que, no presente, aflora nos Estados-Membros da União uma tendência para a centralização supervisória, o seu desenvolvimento pode facilitar o surgimento de uma entidade única a nível europeu. Cfr. STRAWBRIDGE, "A ship without a captain...", pág. 120.

⁹⁰ Concretamente os da hipotética base legal de tal centralização supervisória, que neste momento não parece poder existir salvo com alteração dos Tratados e o da inexistência a nível europeu de "burden-sharing arrangements" para os casos de "bail-out" de bancos. Por isso, o papel dos Estados nacionais e do seu *braço* fiscal continua a ser essencial, porque em última instância são eles que, com os seus recursos fiscais, têm de resolver os problemas de insolvências de bancos. Cfr., neste sentido, HOUSE OF LORDS, *The future...*, pág. 33. Por sua vez, KLAUS HOPT, "Auf dem Weg...", pág. 1404, dá conta de certas opiniões que entendem que a centralização poderia conduzir à redução da concorrência regulatória [embora não consigamos entender muito bem esta objecção, uma vez que tudo indica que a coordenação global que no período pós-crise se quer atingir, tem como objectivo uma harmonização dos regimes regulatórios, cfr. STIGLITZ, *The Stiglitz Report...*, pág. 110], ao menor controlo democrático e ao aumento da dependência dos órgãos da União de certos grupos de interesse.

⁹¹ Contra uma centralização europeia da supervisão, cfr. LEHMANN / MANGER-NESTLER, "Die Vorschläge...", pág. 87.

⁹² Deve atentar-se que BART P. M. JOOSEN, "The limitations of regulating macro-prudential supervision in Europe", *Journal of International Banking Law and Regulation* [2010], págs. 496 e 495, alerta para o fact de "a supervisão macroprudencial se encontrar nas suas fases iniciais de de-

Como referimos, cabe-lhe prevenir a ocorrência de riscos sistémicos que ameacem a estabilidade financeira da União⁹³. Nesse sentido se compreende o facto de ele ser concebido como trans-sectorial, abrangendo a sua análise todo o tipo de actividades financeiras^{94/95}. Para além da monitorização das tendências macroeconómicas e da identificação de fontes potenciais de risco sistémico⁹⁶, deve indicar também as medidas a adoptar para reagir a esses focos de instabilidade⁹⁷. Caber-lhe-á, por isso, uma função de mecanismo de alerta antecipado, emitindo os avisos que, de acordo com a análise da informação recolhida, se façam impor^{98/99}. Este aspecto da facilidade da recolha de informação revelar-se-á crucial no desempenho destas tarefas¹⁰⁰. E, como se verá, para este efeito, a relação cooperativa com as AES será fundamental.

O CERS, ao contrário das AES, não dispõe de personalidade jurídica. Isso é, essencialmente, a consequência de ele ser criado praticamente sob os auspícios do Banco Central Europeu (BCE), que lhe assegurará o Secretariado¹⁰¹, ou seja, o apoio logístico, analítico e administrativo de que ele necessita¹⁰². Espera-se que tal decisão crie sinergias¹⁰³, uma vez que o BCE já dispõe de

envolvimento”, pelo que ainda não é certo “o que” ela constitui, nem exactamente em que se deve primariamente concentrar.

⁹³ Cfr. art. 3º do Reg. (UE) 1092/2010. Cfr. ainda o Cap. I, Ponto 2., onde definimos risco sistémico e supervisão macroprudencial.

⁹⁴ Cfr. RAINER MASERA, “Enhancing European Supervision” [discurso na conferência Towards a new supervisory architecture in Europe], Maio 2009 [disponível online em “ec.europa.eu”], pág. 8.

⁹⁵ É a perspectiva que mais se ajusta, igualmente, a uma verdadeira supervisão macroprudencial. Cfr. PAPATHANASSIOU / ZAGOURAS, “Mehr Sicherheit...”, pág. 1585, definindo a supervisão a um nível macro como tendo por objecto “riscos endógenos e trans-sectoriais, que devido à sua interconexão prejudicam a estabilidade do sistema financeiro e a economia por um longo período de tempo”.

⁹⁶ Cfr. MASERA, “Enhancing...”, pág. 9, PEDRO TEIXEIRA, “The Evolution...”, pág. 240, e Reg. (UE) 1092/2010, art. 3º, nº2, alínea c).

⁹⁷ Cfr. Reg. (UE) 1092/2010, art. 3º, nº2, alínea d) e *Relatório De Larosière*, pág. 46. JOOSEN, “The limitations of regulating...”, pág. 500, considera que, na medida em que o que constitui exactamente supervisão macro-prudencial e risco sistémico não é claro, o CERS tenderá a actuar, pelo menos no início, com alguma incerteza quanto àquele que deverá ser o seu papel.

⁹⁸ Aliás, a ineffectividade de mecanismos de alerta antecipados no período pré-crise foi um dos pontos que se considerou ter de ser reparado com uma reforma. Cfr. *Relatório De Larosière*, pág. 40.

⁹⁹ Cfr. Reg. (UE) 1092/2010, art. 3º, nº2, alínea c), HOUSE OF COMMONS, *Committee’s...*, pág. 17.

¹⁰⁰ Cfr. PAPATHANASSIOU / ZAGOURAS, “Mehr Sicherheit...”, pág. 1586.

¹⁰¹ Aparentemente haveria algumas dificuldades técnico-jurídicas em colocar o BCE a prestar serviços a um outro sujeito jurídico. Cfr. FERRAN / ALEXANDER, “Can soft law...”, pág. 23.

¹⁰² Cfr. o Reg. (UE) 1096/2010, art. 2º.

¹⁰³ Cfr. PAPATHANASSIOU / ZAGOURAS, “Mehr Sicherheit...”, pág. 1587.

serviços amplos e estruturados, ao mesmo tempo que promove o fácil e completo acesso a informação por parte do CERS, o que é crucial para o sucesso da sua actividade¹⁰⁴.

1.2. ESTRUTURA ORGÂNICA – PONTOS CRÍTICOS

Neste ponto do estudo, temos de deixar claro que por razões de limite da extensão do mesmo, concentraremos a nossa atenção nos aspectos mais críticos para a efectividade da actuação deste Comité. Nessa medida, não faremos uma descrição exaustiva da sua organização.

O CERS é constituído¹⁰⁵ por um Conselho Geral, um Comité Director, um Secretariado, um Comité Científico Consultivo¹⁰⁶ e um Comité Técnico Consultivo¹⁰⁷.

A nossa opção foi por nos centrarmos no Conselho Geral, enquanto estrutura mais relevante para a sua actuação¹⁰⁸, e, incidentalmente, no Comité Director.

De notar que nesta fase inicial do primeiro mandato, o CERS será presidido pelo Presidente do BCE, que, assim, assegurará a condução das reuniões do Conselho Geral^{109/110/111}.

¹⁰⁴ Cfr. GERTRUDE TUMPEL-GUGERELL, "The new financial architecture and the role of Europe" (discurso disponível em: <http://www.bis.org/review/r090522e.pdf>), pág. 4.

¹⁰⁵ Cfr. o art. 4º, nº1 do Reg. (UE) 1092/2010.

¹⁰⁶ Cfr. o art. 12º do Reg. (UE) 1092/2010.

¹⁰⁷ Cfr. o art. 13º do Reg. (UE) 1092/2010.

¹⁰⁸ O Conselho Geral é o órgão decisório do CERS. Cfr. art. 4º, nº2 do Reg. (UE) 1092/2010.

¹⁰⁹ Art. 5º, nº1 e nº5 do Reg. (UE) 1092/2010.

¹¹⁰ De relevar, todavia, que independentemente da questão de assumir a presidência do CERS, quer o Presidente do BCE quer o Vice-Presidente do BCE fazem parte sempre do Conselho Geral. Cfr. art. 6º, nº1, a) do Reg. (UE) 1092/2010.

¹¹¹ De notar que esta inter-relação entre CERS e BCE já aparecia como ideia no *Relatório De Larosière*, págs. 15 e 43, onde se defendia uma maior participação do segundo nas actividades de supervisão macro-prudencial, quanto às actividades bancárias. Mesmo na doutrina não é raro considerar-se que o BCE seria a entidade adequada para realizar a função de supervisão macro-prudencial (cfr. STRAWBRIDGE, "A ship without a captain...", págs. 135 e 136), embora não só nem todos os Estados-Membros da União pertencem ao Euro, como também, por virtude dos Tratados, haja dificuldades legais que obstam à concretização de tal ideia (basta ver que o art. 105.º, nº 6 TFUE não permite a extensão ao sector segurador). A este propósito da relação entre supervisão (nomeadamente macro-prudencial) e banco central (ao nível europeu, BCE), escreveram um artigo particularmente esclarecedor CHARLES GOODHART / DIRK SCHOENMAKER, "Should the functions of monetary policy and banking supervision be separated?", *Oxford Economic Papers* (1995), págs. 539 a 560. Deve notar-se, desde já, que apenas se referem à supervisão bancária (e não a um banco central com competência supervisória trans-sectorial, como ocorre com o CERS). De qualquer das formas, as conclusões dos autores resumem-se no seguinte (vd. pág. 556): de um ponto de vista empírico da análise das arquitecturas de supervisão de vários Estados, verificou-se que não haveria razão

Há dois aspectos essenciais quanto ao Conselho Geral que influem na questão da (in)efectividade do CERS: por um lado, a sua *composição quantitativa*, com um elevado número de participantes; por outro, se assim podemos dizer, a *composição qualitativa*, relativo a um peso acentuado dos bancos centrais.

A participação no Conselho Geral divide-se entre os membros com direito de voto¹¹² e os sem direito de voto¹¹³. Ao todo, estima-se que o número de presentes numa reunião do Conselho Geral se cifre em mais de 60 pessoas, sendo que 37 têm direito de voto. É consensualmente reconhecido que este será um forte impedimento à eficácia da tomada de decisões e à efectividade do desempenho das actividades do CERS¹¹⁴. Na realidade, temos de duvidar que o processo decisório possa ser minimamente ágil.

Quanto à composição qualitativa, coloca-se em relevância o peso acen-

decisiva para a adopção de um ou outro modelo (que combine ou não numa única entidade a condução da política monetária e a supervisão bancária). No entanto, isso não deve obnubilar que há um argumento, historicamente afirmado, a favor da combinação daquelas duas tarefas, nomeadamente o do “objectivo dos bancos centrais de prevenir crises sistémicas contagiosas” (ou seja, fica evidente a relação entre banco central e supervisão macro-prudencial; cfr., também, GARICANO / LASTRA, “Towards a new architecture...”, pág. 609). Contudo, os autores notam que, por diversas razões, os bancos centrais estão a perder o terreno da supervisão macro-prudencial para entidades independentes. O que importa, então, averiguar é que relação se estabelece entre ambos e é nesse aspecto que o papel da entidade independente (pense-se num CERS, para nos focarmos no objecto do nosso estudo) pode resultar relativizado. Escrevem GOODHART E SCHDENMAKER, [pág. 556]: “o papel do banco central como única fonte imediatamente disponível de liquidez de último recurso significa que, ainda que formalmente separados, os dois organismos teriam de trabalhar na prática muito próximos um do outro”. Daqui podemos retirar algumas conclusões relevantes para o que nos interessa, ainda que com uma incidência praticamente circunscrita ao sistema financeiro bancário: que se justifica a íntima ligação entre BCE e CERS e entre banqueiros centrais nacionais e CERS, na medida em que aqueles devem participar na identificação e no controlo de riscos sistémicos; por outro, que a composição significativa do CERS por banqueiros centrais nacionais favorece, igualmente, uma ligação com o prestamista de último recurso, que é o BCE (relembre-se a composição do Conselho de Governadores deste), assim também podendo fortalecer a efectividade da supervisão macro-prudencial, na medida em que existe uma forte conexão com a entidade que pode providenciar liquidez ao sistema financeiro.

¹¹² Cfr. Art. 6º, nº1 do Reg. (UE) 1092/2010.

¹¹³ Art. 6º, nº2 Reg. (UE) 1092/2010.

¹¹⁴ Cfr. JEAN-VICTOR LOUIS, “The Implementation...”, pág. 169 (“The General Board remains a very crowded body for discussion of extremely delicate matters subject to professional secrecy”), FERRAN / ALEXANDER, “Can soft law...”, pág. 21 (“The size of the General Board is a potential impediment to its efficiency and effectiveness”), RENÉ SMITS, “Europe’s...”, pág. 143 (“O Conselho Geral dificilmente operará como um mecanismo efectivo de alerta antecipado”), HOUSE OF COMMONS, *The Committee’s...*, pág. 19, HOPT, “Auf dem Weg...”, pág. 1405, e ONADO, “La supervisión financiera...”, pág. 26.

tuado dos banqueiros centrais¹¹⁵. De uma certa perspectiva, compreende-se e justifica-se positivamente esta opção: os bancos centrais devem contribuir para a estabilidade financeira¹¹⁶ e desempenham um papel essencial na sua salvaguarda^{117/118}. Eles estão numa boa posição para a avaliação das tendências macroeconómicas e previsão de potenciais choques económicos¹¹⁹. Todavia, também se fazem fortes críticas ao que se considera ser uma “sobre-representação” dos mesmos. Os argumentos são vários. Por um lado, aponta-se que quer o BCE quer os bancos centrais nacionais não saíram imaculados na sequência da crise, uma vez que não a previram e até terão contribuído com as políticas monetárias seguidas¹²⁰. Depois, teme-se que possa haver conflitos entre o exercício livre e incondicionado das suas competências monetárias, como a fixação das taxas de juro de curto-prazo, e antagónicas necessidades de estabilidade de preços e estabilidade financeira¹²¹. Por outro lado, e quanto a nós com grande significância, acusa-se que uma tal composição não dá suficiente peso ao *elemento fiscal ou orçamental* da estabilidade financeira. Isto é, sabendo-se que se instituições sistemicamente relevantes necessitarem de ser intervencionadas isso só ocorrerá por via da utilização do erário público nacional, é de facto criticável que não haja neste Conselho Geral também a expressão de uma dimensão política da supervisão macro-prudencial com representantes dos Ministérios das Finanças nacionais¹²². No mesmo sentido, considera-se que se deveria pro-

¹¹⁵ Recorde-se que são membros do Conselho Geral, com direito de voto, os Governadores dos bancos centrais nacionais, o que significa, num total de 37 votos, que 27 lhes pertencem.

¹¹⁶ Cfr., sobre isto, o muito interessante estudo de FRANÇOIS GIANVITI, “The Objectives of Central Banks”, in *International Monetary and Financial Law – The Global Crisis* (MARIO GIOVANDOLI / DIEGO DEVOS (ed.)), London: Oxford University Press, 2010, em especial págs. 474 a 477. *Vd.*, ainda, STIGLITZ, *The Stiglitz Report...*, pág. 40, afirmando que os bancos centrais precisam de avaliar o impacto das suas políticas na estabilidade financeira como um todo, e não apenas na estabilidade dos preços.

¹¹⁷ Cfr. PEDRO GUSTAVO TEIXEIRA, “The Evolution...”, pág. 241, LEHMANN / MANGER-NESTLER, “Die Vorschläge...”, pág. 91, JOSÉ NUNES PEREIRA, “A caminho...”, pág. 180, e LAWSON / BARNES / SOLLIE, “Financial Market Stability...”, pág. 20 (que escreve: “have a prominent role in the safeguarding of financial stability by ensuring price stability, and also by their provision of liquidity and oversight of payment systems”).

¹¹⁸ Já ERIC PAN, “Four challenges...”, pág. 120, entende que subjacente a esta opção estará a conclusão da Comissão Europeia de que “a regulação do risco sistémico consiste primariamente em gestão de crise (*crisis management*) e resposta à mesma”.

¹¹⁹ Assim, PEDRO GUSTAVO TEIXEIRA, “The Evolution...”, pág. 241.

¹²⁰ Cfr. a *prova escrita* [“written evidence”] anexada ao relatório da HOUSE OF COMMONS que temos vindo a citar, submetida por WILLEM BUIER, “The proposed ESRB is overweight central bankers” (Ev 23 a Ev 27).

¹²¹ Cfr. WILLEM BUIER, “The proposed...”, in HOUSE OF COMMONS, *The Committee’s...*, Ev 25.

¹²² Neste sentido, cfr. FERRAN / ALEXANDER, “Can soft law...”, pág. 22 e WILLEM BUIER, “The proposed...”, in HOUSE OF COMMONS, *The Committee’s...*, Ev 26.

porcionar uma maior representação da indústria financeira¹²³ e do sector dos seguros e dos valores mobiliários (e não apenas dos bancos)¹²⁴.

Pelo exposto, prevê-se que o Comité Director¹²⁵ venha a desempenhar um papel bastante activo¹²⁶, em virtude da sua composição mais reduzida. Contudo, avançam-se algumas incertezas quanto à (in)adequabilidade da representação, nesta estrutura, dos países não pertencentes ao Euro¹²⁷. A este propósito, convém reparar, porém, que o art. 11º, nº1 alínea c), se refere a uma “equilibrada representação dos Estados-Membros em geral e entre aqueles cuja moeda é o euro e os restantes”. Portanto, a ser realmente concretizada esta orientação legal, cremos que aquela preocupação resultará matizada.

Em termos de votação, devemos chamar a atenção para que, no Conselho Geral, não se requer o consenso ou unanimidade para a adopção de medidas. A regra geral de votação consagrada é a da maioria simples, o que do prisma da efectividade é positivo¹²⁸. Todavia, valerá a regra da maioria qualificada (dois terços dos votos expressos) para a adopção de uma recomendação ou publicação de um alerta ou recomendação¹²⁹, o que denota a compreensão de que se tratam de decisões sensíveis e importantes que requerem um consenso mais alargado.

1.3. PODERES E INSTRUMENTOS

Um ponto essencial desta análise da efectividade foca-se nos poderes e instrumentos colocados à disposição do CERS. Em termos expositivos, organiza-los-emos de forma tripartida: poder de recolha de informação, emissão de alertas e formulação de recomendações.

Essencial para uma cabal e efectiva actividade de supervisão macro-prudencial e conseqüente prevenção de riscos sistémicos é a recolha de informação abrangente¹³⁰. Sobre isso se ocupa o art. 15º do Reg. (UE) 1092/2010, dispondo que com o CERS devem cooperar, particularmente facultando informações, as AES, o Sistema Europeu de Bancos Centrais, a Comissão, as auto-

¹²³ Cfr. WILLEM BUIJTER, “The proposed...”, in HOUSE OF COMMONS, *The Committee’s...*, Ev 26.

¹²⁴ Cfr. FERRAN / ALEXANDER, “Can soft law...”, pág. 22

¹²⁵ Cfr. o art. 11º do Reg. (UE) 1092/2010.

¹²⁶ Cfr. FERRAN / ALEXANDER, “Can soft law...”, pág. 22 e HOUSE OF COMMONS, *The Committee’s...*, pág. 19.

¹²⁷ Cfr. FERRAN / ALEXANDER, “Can soft law...”, pág. 21 e HOUSE OF COMMONS, *The Committee’s...*, pág. 19.

¹²⁸ Cfr. o art. 10º, nº2 do Reg. (UE) 1092/2010.

¹²⁹ Cfr. o art. 10º, nº3 do Reg. (UE) 1092/2010.

¹³⁰ *Vd.*, neste sentido, OCDE, *The Financial Crisis...*, pág. 34, que a toma como uma das condições de efectividade de uma entidade incumbida da supervisão macro-prudencial.

ridades nacionais de supervisão e as autoridades nacionais de estatística¹³¹. Compreende-se intuitivamente que a efectividade, neste ponto, dependerá muito da estreita e intensa relação que se consiga estabelecer entre o CERS e as AES, ou seja, entre aqueles que desempenham o papel da supervisão macro-prudencial e micro-prudencial¹³². Nesse sentido, pode ser importante estabelecer códigos de comunicação recíproca e bases de dados comuns, que permitam a superação de eventuais barreiras comunicacionais¹³³.

Neste aspecto dos poderes de recolha de informação, uma análise crítica não deve descurar que são colocadas algumas limitações ao CERS. Ele não dispõe do poder de exigir e recolher a informação por si próprio, nomeadamente de instituições financeiras concretas¹³⁴. De alguma forma, este pode ser encarado como um ponto fraco, especialmente se partirmos da premissa de que um efectivo órgão de supervisão macro-prudencial precisa de estar informado não apenas das grandes tendências macroeconómicas, através de dados agregados, mas igualmente de conhecer a realidade individual de instituições financeiras em particular, e isto para estar inteirado dos reais riscos sistémicos existentes ou potencialmente emergentes¹³⁵. A regulamentação do CERS só muito deficientemente acolhe estes pontos de vista, antes fazendo-o depender das AES para a obtenção da informação e, de alguma forma, com o ênfase colocado na transmissão da informação em forma agregada, impedindo-o de conhecer a realidade intrínseca de instituições financeiras singulares¹³⁶. Nesta medida, cremos que se manifesta, assim, uma natureza analítica

¹³¹ Cfr. art. 15º, nº2 do Reg. (UE) 1092/2010.

¹³² Cfr. SHANE FITZGERALD, *The Reform of Financial Supervision in Europe*, Institute of International and European Affairs, Dublin, Ireland, Novembro 2009, pág. 10, KUCEROVA, "The impact of financial crisis...", pág. 276, e JEAN-VICTOR LOUIS, "The Implementation...", pág. 171.

¹³³ Alertando para este aspecto, cfr. GRIACANO / LASTRA, "Towards a new architecture...", págs. 613 a 615.

¹³⁴ Aliás, basta consultar o art. 15º, nº3, para ver como lá se preceitua que o CERS deve pedir informação às AES sob forma sumária ou agregada, de maneira a que instituições financeiras individuais não possam ser identificadas.

¹³⁵ É para o que chama a atenção ERIC PAN, "Four Challenges...", pág. 118, referindo-se a um poder de recolher informação das tendências económicas, mas também das actividades dos mercados financeiros, bem como de poder exigir a instituições financeiras ou a intermediários no mercado o fornecimento de certos dados, como sejam os relativos à sua condição financeira, actividades ou portfolio de investimentos. O autor vai ainda mais longe, defendendo a possibilidade de conduzir inspecções nas instituições financeiras e obrigá-las a observarem certas práticas de gestão de risco e de controlo interno. Num sentido convergente, cfr. MARCO ONADO, "La supervisione...", pág. 24, mencionando como bastante importante o poder [que o CERS não possui] de obter informação directamente de instituições sistemicamente relevantes.

¹³⁶ Também assim, cfr. MARCO ONADO, "La supervisione...", pág. 24.

do CERS, de sistematização de dados e informação relevantes, sendo que a capacidade actuante ficará a cargo de outras entidades.

Depois da análise da informação, do estudo e priorização de riscos, o CERS pode emitir um alerta ou formular recomendações¹³⁷, ambos extremamente importantes para que se opere na realidade financeira a prevenção do colapso sistémico¹³⁸. É verdade que a regulamentação legal não elucida, específica ou exemplifica o que poderá constituir o conteúdo destes dois instrumentos, nem que tipo de “medidas correctivas” poderão ser propostas¹³⁹. Não vemos isso como necessariamente negativo, antes pensando que se atribui dessa forma ao CERS uma margem de liberdade de utilização e configuração mais ampla. Além disso, parece poder dizer-se que o alerta terá uma natureza mais abstracta, reportada a eventuais falhas estruturais relevantes do ponto de vista sistémico¹⁴⁰, ao invés da recomendação que exhibirá um carácter mais concreto, na medida em que incluirá a proposta de adopção de medidas correctivas.

De notar que o espectro de destinatários possíveis quer dos alertas, quer das recomendações é bastante amplo: inclui a União no seu conjunto, um ou mais Estados-Membros, uma ou mais AES e uma ou mais autoridades nacionais de supervisão¹⁴¹. Interessante, do ponto de vista da influência e efectividade do CERS, é a possibilidade, acolhida do no art. 16º, nº2, de as recomendações se poderem dirigir à Comissão “no que respeita à legislação aplicável da União”, pelo que se abre a hipótese de o CERS propor interpretações de legislação já existente ou, então, actuar como motor de reformas¹⁴². É um pormenor interessante, onde se poderá sentir, havendo essa vontade, alguma dinâmica por parte do CERS.

Em termos de votação, é curioso notar uma distinção efectuada entre a adopção de uma recomendação e a de um alerta: já se esclareceu que a regra para a tomada de decisões no Conselho Geral é a da maioria simples¹⁴³. A excepção abre-se para a adopção de recomendações, subordinada a uma

¹³⁷ Cfr. o art. 16º do Reg. (UE) 1092/2010.

¹³⁸ Veja-se como OCDE, *The financial crisis...*, pág. 34, focam bastante a importância de os “early warning mechanisms” serem “eficazes”.

¹³⁹ Cfr. JOENSEN, “The limitations...”, pág. 497.

¹⁴⁰ Cfr. PAPATHANASSIOU / ZAGOURAS, “Mehr Sicherheit...”, pág. 1586. cremos, ainda, que o alerta é o instrumento mais directamente relacionado com a função de “early warning” que o CERS deverá desempenhar.

¹⁴¹ Cfr. o art. 16º, nº 2 do Reg. (UE) 1092/2010.

¹⁴² Expressamente assim, cfr. JEAN-VICTOR LOUIS, “The Implementation...”, pág. 170.

¹⁴³ Novamente, o art. 10º, nº2 do Reg. (UE) 1092/2010.

votação de dois terços¹⁴⁴. Mas não para aprovar um alerta. Este continua subordinado à regra da maioria simples.

Importa, ainda, referir que a regra é estes avisos e recomendações serem confidenciais, estando a sua publicação condicionada ao preenchimento de requisitos exigentes¹⁴⁵. Dada a sensibilidade da maioria dos assuntos, é de esperar uma forte cautela quanto ao uso desta possibilidade. Como escreve HOPT, de forma simultaneamente esclarecedora e irónica, “por causa do perigo de auto-concretização da profecia, tal [a publicação] só ocorrerá em casos isolados”¹⁴⁶.

Por último, e com isto criando a ponte para o nosso próximo assunto, porventura decepcionantemente, e potencialmente crítico do ponto de vista da efectividade do CERS, é que nem aos alertas, nem às recomendações foi atribuído um efeito vinculativo. A sua observância ficou subordinada, apenas, ao mecanismo do “age ou explica” (*act or explain*)¹⁴⁷.

1.4. A PRETENZA NATUREZA REPUTACIONAL DO CERS

Uma questão bastante discutida e essencial do prisma da efectividade do CERS advém das reflexões que se possam elaborar em virtude do carácter não vinculativo dos instrumentos de que este dispõe. Não estando a observância coactiva daqueles alertas ou recomendações assegurada, afiguram-se legítimas as dúvidas quanto à real efectividade da actuação desta entidade, especialmente no que tange à tradução daqueles para acções concretas, por parte dos visados. Não estranha, dessa forma, que certos autores exibam algum cepticismo quanto à eficácia da “autoridade moral” em que a actividade do CERS assentará e é este, por isso, um dos sentidos em que se qualifica o CERS como tendo uma “natureza reputacional”¹⁴⁸. Efectivamente, dada a ausência de vinculatividade dos seus instrumentos, parece correcto considerar-se que uma grande parte da capacidade de influência e de acção do CERS residirá na autoridade da sua credibilidade, na sua independência, na qualidade técnica que exhiba, nas pessoas que o dirijam e que indirectamente lhe conferem, assim, uma reputação elevada,

¹⁴⁴ Cfr. art. 10º, nº3 do Reg. (UE) 1092/2010.

¹⁴⁵ Nos termos do art. 18º e 10º, nº3 do Reg. (UE) 1092/2010.

¹⁴⁶ Cfr. HOPT, “Auf dem Weg...”, pág. 1404. No original: “Wegen der Gefahr sich selbst erfüllender Prophezeiungen wird dies ohnehin nur im Einzelfall geschehen”.

¹⁴⁷ Cfr. o art. 17º do Reg. (UE) 1092/2010.

¹⁴⁸ Cfr., assim, LEHMANN / MANGER-NESTLER, “Die Vorschläge...”, pág. 91, acrescentando que os Estados-Membros só raramente “se deixam influenciar por conselhos de ‘Sábios’”, JOOSEN, “The limitations...”, pág. 494, ONADO, “La supervisión financiera...”, págs. 22 e 23 (que lhe chama o “poder da voz”, duvidando que o mesmo seja suficiente), HOPT, “Auf dem Weg...”, pág. 1405, FITZGERALD, *The Reform...*, pág. 10 entre nós, JOSE NUNES PEREIRA, “A caminho...”, pág. 181.

dotando as suas decisões de força *persuasiva* conducente ao acatamento¹⁴⁹. Todavia, cremos, tal como outros autores, que o CERS não deve ser, algo preconceituosamente, completa e automaticamente subestimado.

Por um lado, extremamente relevante é a sua relação com as AES, responsáveis pela supervisão micro-prudencial e, como se verá, dotadas de poderes bastante mais vinculativos e abrangentes¹⁵⁰. Ou seja, o CERS pode não ter directamente os poderes para agir exclusivamente por si próprio, mas tem a capacidade de influenciar aqueles que os detêm¹⁵¹. O CERS pode dirigir às AES¹⁵² os avisos ou recomendações, cuja acção pode envolver o exercício de poderes sobre os supervisores nacionais¹⁵³. Também se concebe uma recomendação dirigida a uma autoridade nacional de supervisão, caso em que a implementação é depois favorecida e acompanhada pela correspondente AES, detentora de um instrumentário mais vasto que ajudará na efectiva realização daquela.

Depois, a respeito da recolha de informações, recorde-se que se consagrou um dever de cooperação com o CERS¹⁵⁴, cuja não observância à partida significará uma violação do direito da União¹⁵⁵. Também este aspecto atenua a natureza puramente reputacional (ou reputacional num sentido negativo) desta entidade¹⁵⁶.

Para a influência do CERS contribuirá ainda um mecanismo (na nossa opinião, de última instância) de pressão sobre os visados: a possibilidade de tornar públicos os alertas ou recomendações^{157/158}.

¹⁴⁹ Cfr. PEDRO GUSTAVO TEIXEIRA, "The Evolution...", pág. 244, JOSÉ NUNES PEREIRA, "A Caminho...", pág. 181 e FERRAN / ALEXANDER, "Can soft law...", pág. 17 (reportando-se a um "soft power").

¹⁵⁰ Cfr. MOLONEY, "EU Financial Market Regulation...", pág. 1380. O autor acha, no entanto, que se podem desenvolver algumas "tensões" entre CERS e AES, na medida em que ambos procurarão afirmar as suas posições institucionais.

¹⁵¹ Cfr., desta forma, HOUSE OF COMMONS, *Committee's...*, pág. 22.

¹⁵² Quase que como suas parceiras no SESF.

¹⁵³ Cfr., também com esta perspectiva, PAPANASSIOU / ZAGOURAS, "Mehr Sicherheit...", pág. 1587 e HOUSE OF COMMONS, *Committee's...*, pág. 22.

¹⁵⁴ Cfr., novamente, o art. 15º, nº2 do Reg. [UE] 1092/2010.

¹⁵⁵ Aliás, a esse propósito é particularmente ilustrativo o art. 2º, nº4 dos Regulamentos da AES, quando invoca o *princípio da cooperação leal*, previsto no art. 4º, nº3 do Tratado da União Europeia, para assegurar um "fluxo adequado e fiável de informação" entre todas as partes do SESF. Ou seja, há aqui uma obrigação jus-europeia de certa actuação. Sobre aquele princípio, cfr., por todos, WOLFGANG KAHL: Calliess / Ruffert, EUV/AEUV, 4ª edição, München: C. H. Beck, 2011, Art. 4 EUV.

¹⁵⁶ Cfr. FERRAN / ALEXANDER, "Can soft law...", pág. 31.

¹⁵⁷ Nos termos do art. 18º do Reg. [UE] 1092/2010.

¹⁵⁸ Cfr. FERRAN / ALEXANDER, "Can soft law...", pág. 31, referindo-se a um "power to 'name and shame'", mas advertindo que poderá existir neste um "efeito inibitivo", na medida em que o CERS pode ter

Por último, está estabelecido um mecanismo de coacção indirecta¹⁵⁹ das recomendações, baseado no princípio do “age ou explica”¹⁶⁰. Isto é, cabe ao CERS fazer uma monitorização da implementação que os visados realizaram para as concretizarem e estes devem comunicar ao CERS “as medidas tomadas em resposta à recomendação, apresentando uma justificação adequada em caso de omissão”. Ou o destinatário “age”, ou terá de explicar a sua não acção. Também aqui a pressão se poderá fazer sentir por via da possibilidade que o CERS tem, caso considere a justificação da inacção inapropriada, de reportar esta omissão ao Conselho ou à respectiva AES^{161/162}.

Pelo exposto, cremos poder concluir-se que as capacidades de acção e exercício positivo de influência do CERS não devem ser minorizadas. Este, ainda que com instrumentos não vinculativos, não verá cerceada a sua capacidade de contribuir para a prevenção do risco sistémico¹⁶³, razão da sua existência. Não obstante, poderá sempre, em futuras reformas, considerar-se o reforço destes poderes.

2. AS AUTORIDADES EUROPEIAS DE SUPERVISÃO (AES)

2.1. Objectivos

As AES são um ponto central da reforma e de uma análise, como a nossa, que se foca na avaliação da efectividade da nova arquitectura de supervisão europeia. Foram dados passos relevantes, no sentido de uma maior *federalização* ou centralização europeia de responsabilidades, que não fosse a conjuntura de grave crise talvez não tivessem ocorrido¹⁶⁴.

As AES surgem tendo como base os anteriores Comitês Lamfalussy de nível 3¹⁶⁵. Mas agora com uma outra filosofia subjacente: fortes poderes¹⁶⁶, de

receio de, com a sua acção, “envergonhar” o destinatário incumpridor, desestabilizar o mercado.

¹⁵⁹ FERRAN / ALEXANDER, “Can soft law...”, pág. 30, avaliam-no como um “considerable indirect reinforcement”.

¹⁶⁰ Cfr. o art. 17º, nº1 do Reg. {UE} 1092/2010.

¹⁶¹ Cfr. art. art. 17º, nº2 do Reg. {UE} 1092/2010.

¹⁶² Cfr. JOSÉ NUNES PEREIRA, “A caminho...”, pág. 181, PEDRO GUSTAVO TEIXEIRA, “The Evolution...”, pág. 245 e FERRAN / ALEXANDER, “Can soft law...”, pág. 31 [mencionando que a AES poderá exercer pressão sobre o destinatário da recomendação em apoio ao CERS].

¹⁶³ Essencialmente com a mesma conclusão, cfr. FERRAN / ALEXANDER, “Can soft law...”, pág. 3.

¹⁶⁴ Cfr., com uma ideia semelhante, FERRAN, “Understanding...”, pág. 11, quando escreve que a reforma agora efectuada, especialmente no que tange às AES, teria sido impensável há uns anos.

¹⁶⁵ Cfr. HOUSE OF LORDS, *The future...*, pág. 42.

¹⁶⁶ Como se analisará no ponto seguinte.

forma que não se identificam com a mera função consultiva atribuída àqueles¹⁶⁷, e dotadas de personalidade jurídica¹⁶⁸. Estes atributos levam alguns a qualificá-las como “agências europeias”¹⁶⁹.

Também já tivemos oportunidade de focar que, não obstante a reforma, no seio do SESF e das AES, mantém-se a ideia de um sistema descentralizado e multi-nível, pelo que a supervisão corrente ou do “dia-a-dia” permanece com as autoridades nacionais de supervisão¹⁷⁰, embora com algumas atenuantes que ainda relevaremos e que estão directamente relacionadas com os poderes da AES¹⁷¹.

Na nossa introdução, referimos que às AES está cometida uma tarefa de supervisão micro-prudencial, embora se deva notar que se dá agora também uma grande relevância à protecção do consumidor (logo, vertente de supervisão comportamental)¹⁷². Daí que o art. 9º dos respectivos regulamentos das AES disponha que lhes incumbe promover “a transparência, simplicidade e equidade no mercado dos produtos e serviços financeiros destinados aos consumidores”.

Os objectivos são, porém, mais abrangentes. Uma visão geral deles dá-nos, desde logo, o art. 1º, nº5 dos respectivos Regulamentos das AES, referindo-se: ao melhoramento do funcionamento do mercado interno; à garantia da integridade, transparência, eficiência e bom funcionamento dos mercados financeiros; à prevenção da arbitragem regulamentar, entre outros. Dispõe-se, igualmente, que as AES “prestam uma atenção particular aos riscos sistémicos”, o que é complementado, no art. 8º, nº1, alínea d), por uma atribuição de “cooperar estreitamente com o CERS”, permitindo-nos concluir que as AES

¹⁶⁷ Por exemplo, LEHMANN / MANGER-NESTLER, “Die Vorschläge...”, pág. 88, chamam aos antigos Comités de nível 3 “plataformas de comunicação entre as autoridades nacionais de supervisão”.

¹⁶⁸ Cfr. o art. 5º dos Regs. (UE) 1093/2010, 1094/2010 e 1095/2010.

¹⁶⁹ Cfr., assim, MOLONEY, “EU Financial Market Regulation...”, pág. 1344, nota 129 (“It seems clear that the ESA’s are agencies, in that they will have legal personality, be ‘relatively independent’, and will be established under secondary law”) e MEERTEN / OTTOW, “The proposals...”, pág. 13. Já LEHMANN / MANGER-NESTLER, “Die Vorschläge...”, pág. 88, qualificam-nas de “Gemeinschaftseinrichtungen”, o que, à letra traduziríamos por “organismo” comunitário (hoje, após o Tratado de Lisboa, organismo *da União Europeia*), embora a ideia nos pareça correspondente à de “agência”. Sobre a importância das agências na União Europeia, cfr., por todos, CRAIG, Paul / BURCA, Gráinne de, *EU Law: Text, Cases, and Materials*, 5ª edição, Oxford: Oxford University Press, 2011, págs. 69 e 70.

¹⁷⁰ Cfr. MEERTEN / OTTOW, “The proposals...”, pág. 14, que interpreta tal conservação do papel das autoridades nacionais como o reconhecimento de que “os meios financeiros para salvar instituições financeiras permanecem ao nível dos Estados-Membros e com os contribuintes nacionais”. Também já aludimos a este aspecto anteriormente. No mesmo sentido, TRIDIMAS, “Federalization...”, pág. 801, e KUCEROVA, “The impact of financial crisis...”, pág. 225.

¹⁷¹ Cfr. FERRAN, “Understanding...”, pág. 12.

¹⁷² Cfr. FERRAN, “Understanding...”, pág. 40.

são responsáveis pela manutenção de uma ligação entre supervisão macro-prudencial e micro-prudencial e entre aquela e as respectivas autoridades nacionais de supervisão¹⁷³. Do ponto de vista da efectividade há que valorar positivamente estas disposições.

Refere-se o art. 8º, nº1, a), a uma contribuição para o “estabelecimento de normas e práticas comuns de regulamentação e de supervisão”. O que fundamentalmente estará em causa é o favorecimento da harmonização legal nos diversos Estados-Membros¹⁷⁴. Estabelecendo uma ligação com a atribuição de promoção de uma “cultura comum” de supervisão¹⁷⁵, convém dizer que, muitas vezes, um dos grandes obstáculos à convergência e efectividade da actuação supervisiória a nível Europeu provém exactamente não apenas das acentuadas diferenças, de país para país, da organização da supervisão (isto é, de diferentes modelos, seja o “twin peaks”, seja com vários supervisores sectoriais), mas também das diversas culturas e práticas supervisiórias, aspectos que obstaculizam a uma óptima coordenação¹⁷⁶.

De mencionar são, ainda, as atribuições de contribuição para a “aplicação coerente dos actos juridicamente vinculativos da união”¹⁷⁷, devendo evitar a arbitragem regulamentar (o que também se relaciona com o intuito de harmonização legal) e a atribuição de “organizar e conduzir avaliações entre pares das autoridades competentes”¹⁷⁸. Nesta última, pretende-se a avaliação da organização, processos, competências e independência das estruturas de supervisão nacional, pelas suas contrapartes dos diversos Estados-Membros¹⁷⁹. Tal avaliação deve, posteriormente, em caso de identificação de falhas ou pontos críticos, conduzir a recomendações para correspondentes correcções.

¹⁷³ Cfr. HOUSE OF LORDS, *The future...*, pág. 43.

¹⁷⁴ Tal como deixava antever o *Relatório De Larosière*, pág. 50.

¹⁷⁵ No art. 8, nº1, alínea b) dos Regulamentos, e JEAN-VICTOR LOUIS, “The Implementation...”, pág. 165.

¹⁷⁶ Recomendamos a leitura de um artigo especialmente dedicado a esta temática, DONATO MASCIANDARO / MARIA NIETO / MARE QUINTYN, “Will they sing the same tune? Measuring convergence in the new European system of financial supervisors”, Centre for Economic Policy Research [Policy Insight nº 37] [disponível em http://www.cepr.org/pubs/PolicyInsights/CEPR_Policy_Insight_037.asp], em particular, págs. 6, 16 e 17.

¹⁷⁷ No art. 8, nº1, alínea b) dos Regulamentos.

¹⁷⁸ No art. 8º, nº1, alínea e) dos Regulamentos.

¹⁷⁹ Assim o explica o *Relatório De Larosière*, pág. 53.

2.2. ESTRUTURA ORGÂNICA; EM ESPECIAL, O COMITÉ CONJUNTO DAS AUTORIDADES EUROPEIAS DE SUPERVISÃO

Neste parágrafo apresentaremos muito sucintamente uma descrição da estrutura orgânica das AES, focando-nos, depois, no designado Comité Conjunto das AES.

Na organização das AES pontua, como estrutura decisória principal, um Conselho de Supervisores¹⁸⁰. Note-se que ele é dominado pelas autoridades nacionais supervisoras respectivas para cada sector, únicas que têm direito de voto¹⁸¹, embora, sem direito de voto, se lhes juntem ainda um representante da Comissão, do BCE, do CERS e de cada uma das AES¹⁸². Por regra, as decisões serão tomadas por maioria simples, salvo as excepções relacionadas com as competências mais relevantes das AES e que estão subordinadas à maioria qualificada¹⁸³: é o caso, nomeadamente, das decisões relativas aos projectos de normas técnicas de regulamentação e execução e da emissão de orientações e recomendações.

Existe, ainda, um Conselho de Administração, cuja função é essencialmente administrativa¹⁸⁴.

Convém relevar que quer o Presidente das AES, quer os seus Directores Executivos, devem ser profissionais *independentes*, dedicados a tal cargo a tempo inteiro¹⁸⁵. Conjugado com certas cláusulas de independência que referiremos posteriormente com mais detalhe, parecem-nos passos significativos no sentido de uma maior autonomização e algum distanciamento face aos Estados-Membros e aos seus interesses políticos nacionais, com consequente projecção de um plano mais europeu (mais *federalizado*) de supervisão¹⁸⁶.

É criado um “Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão”¹⁸⁷. A nossa convicção é a de que este Comité Conjunto também acentua a *europeização* da supervisão financeira. Pretende-se ter uma instância onde as vá-

¹⁸⁰ Cfr. o art. 40º dos Regulamentos atinentes às AES.

¹⁸¹ Deste aspecto, o relatório da HOUSE OF COMMONS, *The Committee's...*, pág. 23, deduz uma probabilidade de menor influência externa.

¹⁸² Cfr. as diversas alíneas do art. 40º, nº1 dos Regulamentos respectivos.

¹⁸³ Cfr. o art. 44º dos Regulamentos.

¹⁸⁴ Cfr. o art. 45º e 47º dos Regs.

¹⁸⁵ Cfr., para uma análise descritiva de cada uma destas estruturas, WYMEERSCH, “The institutional...”, págs. 17 e 18.

¹⁸⁶ Cfr. os arts. 48º e 51º dos Regs.

¹⁸⁷ Cfr. o art. 54º, nº1 dos Regs. *Vd.*, ainda, JEAN-VICTOR LOUIS, “The Implementation...”, pág. 154, informando que, todavia, já existia algo semelhante a nível informal para os anteriores Comités de nível 3.

rias AES cooperam entre si¹⁸⁸. Dada a natureza sectorial daquelas, este Comité será uma plataforma de entendimento e convergência intersectorial¹⁸⁹, onde se procurará garantir que há consistência supervisória europeia e uma boa coordenação entre as várias Autoridades¹⁹⁰. Portanto, cremos que esta cooperação *singularmente* institucionalizada (ou institucionalmente facilitada) não só favorece o exercício da supervisão europeia e o bom funcionamento desta, como ainda procura responder a algumas lições da crise: tendo sido mantida uma arquitectura de supervisão sectorial, pelo menos criou-se uma estrutura de composição reduzida que agiliza as tarefas de supervisão, promove o diálogo entre os vários responsáveis directos e afirma a dimensão da supervisão global europeia¹⁹¹.

2.3. PODERES E INSTRUMENTOS

Centrar-nos-emos agora num dos pontos mais relevantes da reforma: os poderes e instrumentos colocados à disposição das novas AES.

As AES têm competência para a *elaboração de projectos* de normas técnicas de regulamentação e de normas técnicas de execução¹⁹². O âmbito material sobre que tais projectos podem incidir é definido por referência para o art. 1º, nº2 dos Regulamentos atinentes às AES¹⁹³. Esta competência justifica-se pelo objectivo de procurar desenvolver, a nível europeu, um quadro normativo-regulatório harmonizado para o conjunto dos participantes no mercado único, de forma a que todos se rejam pelos mesmos *standards*¹⁹⁴.

Bastante interessante a propósito deste poder de elaboração de normas é

¹⁸⁸ Cfr. o art. 54º, nº2.

¹⁸⁹ Cfr. JOSÉ NUNES PEREIRA, "A caminho...", pág. 201.

¹⁹⁰ Cfr. FABIO RECINE / PEDRO GUSTAVO TEIXEIRA, "The new financial stability architecture in the EU", Paolo Baffi Centre Research Paper No. 2009-62 (disponível em <http://ssrn.com/abstract=1509304>), pág. 12, JOSÉ NUNES PEREIRA, "A caminho...", pág. 201, aludindo a uma promoção do "diálogo intersectorial", e MEERTEN / OTIOW, "The proposals...", pág. 13.

¹⁹¹ Não estranha, assim, que LEHMANN / MANGER-NESTLER, "Die Vorschläge...", pág. 89, considerem que com este Comité Conjunto ganha forma, na União Europeia, o conceito de "Allfinanzaufsicht", isto é, de supervisão global e trans-sectorial, concentrada numa única entidade (à semelhança do caso alemão, onde a supervisão é efectuada, para todas as áreas abrangidas por cada uma das AES, pelo *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*; sobre esta última entidade cfr. GEORG HERMES, "Abhängige und unabhängige Verwaltungsbehörden – ein Überblick über die Bundesverwaltung", in *Unabhängige Regulierungsbehörden* (JOHANNES MASING / GÉRARD MARCOU), Tübingen: Mohr, 2010, págs. 78 a 81, em especial).

¹⁹² Cfr. o art. 8º, nº2, alíneas a) e b).

¹⁹³ Cfr. os arts. 10º, nº1 e 15º, nº1 dos Regs.

¹⁹⁴ Cfr., assim, PEDRO GUSTAVO TEIXEIRA, "The Evolution...", pág. 236.

o correlacionado papel cometido à Comissão Europeia. Note-se que, como precisamente escrevemos, as AES produzem “projectos de normas”. Ora, para que as disposições delas constantes venham a ser dotadas de vigência e vinculatividade é necessário que tais propostas de normação sejam adoptadas pela Comissão Europeia¹⁹⁵. Nesta opção encontra-se uma justificação jurídica muito imediata: seria contrário aos Tratados delegar, em entidades como as AES, competências legislativas que foram atribuídas por aqueles a instituições¹⁹⁶ da União Europeia¹⁹⁷. Mas a capacidade da Comissão vai para lá da mera possibilidade de aprovação ou não aprovação: pode sancionar o projecto apenas parcialmente ou introduzir alterações, se entender que o interesse da União a isso obriga^{198/199}.

Estas faculdades da Comissão têm gerado alguma discussão na literatura sobre o tema, directamente relacionada com o impacto que a sua intervenção legalmente prevista pode ter na efectividade da actuação das AES²⁰⁰. Observa-se que, pelo exposto, se pode colocar em causa a autoridade, independência e capital técnico das AES. Isto é, podendo estes projectos de normas apenas incidir sobre questões técnicas (não sendo admissível que impliquem decisões estratégicas ou escolhas políticas)²⁰¹, entende-se que se abre uma porta para haver interferência política (através da actuação da Comissão sobre os projectos), precisamente naquilo que deveria surgir apenas como tecnicamente legitimado²⁰². Além disso, há quem duvide que as instituições legislativas da União tenham muitas vezes a capacidade exigível para a avaliação das maté-

¹⁹⁵ Cfr. o art. 10º, nº1 e 15º, nº1 dos Regs.

¹⁹⁶ É corrente na literatura nacional a utilização da designação de “instituição comunitária” ou, agora, por força do Tratado de Lisboa, “instituição da União Europeia”. Noutras línguas, é mais comum os autores referirem-se a “órgãos”. Se a última parece gozar de um maior rigor e tecnicismo jurídico, a verdade é que no sítio online da União Europeia (<http://europa.eu>), e isso em qualquer das línguas que consultámos, é a própria (sobre si) que se refere a “instituições” (vd., em português, http://europa.eu/about-eu/institutions-bodies/index_pt.htm).

¹⁹⁷ Cfr. FERRAN, “Understanding...”, pág. 45, e JEAN-VICTOR LOUIS, “The Implementation...”, pág. 158.

¹⁹⁸ Cfr. o art. 10º, nº1, Parágrafo 5 e 15º, nº1, Parágrafo 4 dos Regs.

¹⁹⁹ Seguir-se-á um processo de devolução do projecto à respectiva autoridade que procurará acolher as propostas de alteração da Comissão ou as suas razões justificativas da vontade de apenas aprovar parcialmente. Cfr. a esta respeito o art. 10º, nº1 Parágrafos 6 e 7 e 15º, nº1 Parágrafos 5 e 6.

²⁰⁰ Muito céptico, cfr. MOLDNEY, “EU Financial Regulation...”, pág. 1352, considerando que se podem gerar tensões entre a Comissão e as AES e que funcionem em detrimento da “boa prática legislativa” [good rule-making].

²⁰¹ Cfr. o art. 10º, nº1 Parágrafo 2 e 15º, nº1, Parágrafo 1.

²⁰² Cfr. WYMEERSCH, “The institutional...”, pág. 14 e FERRAN, “Understanding...”, pág. 46.

rias altamente técnicas e tratados pelos supervisores nacionais da área²⁰³. Por tudo isto, também já se afirmou que esta solução “significa uma desconfiança nos supervisores europeus”²⁰⁴.

Pela nossa parte, não estamos certos de que esta última afirmação se confirme. O esquema arranjado da necessidade de aprovação dos projectos pela Comissão responde, como explicámos, a uma exigência de legalidade europeia. Daí que a verdadeira hipótese crítica se mova ao redor aprovação parcial ou com alterações, mas, ainda aí, será sempre consultada a AES respectiva²⁰⁵. Não vemos, propriamente, uma verdadeira desconfiança face ao trabalho desenvolvido por estes organismos. Todavia, compreendemos aqueles que temem que se ponha em perigo a independência e autoridade técnica das AES, e tal na medida em que se parta da premissa de que elas devem funcionar como fóruns essencialmente apolíticos, donde sairiam projectos de normas cujo teor completamente técnico as isentaria quase de outro tipo de controlo, assim se compreendendo mal a intervenção determinante de uma instituição como a Comissão, não dotada dos meios humanos e especializados existentes no seio das AES e, nesse sentido, menos capaz de avaliar tecnicamente aqueles projectos. Portanto, impor-se-á à Comissão algum equilíbrio e razoabilidade no exercício das mencionadas prerrogativas e a consciência de que a alteração dos projectos elaborados pelas AES apenas deverá ocorrer excepcionalmente e verificando-se a presença daquele relevante interesse da União²⁰⁶. Nessa medida, haverá razões para a aprovação parcial ou com alterações, lá onde os projectos das AES violem legislação da União, não respeitem o princípio da proporcionalidade ou sejam contrários a princípios fundamentais jus-europeus ou, em particular, do mercado interno dos serviços financeiros²⁰⁷. Admitindo estas situações típicas como aquelas que fundamentarão o exercício das competências da Comissão em análise, cremos poder defender-se que ela não deve focar-se primariamente na apreciação técnica das medidas propostas pelas AES, mas sim na apreciação da sua legalidade e conformidade à globalidade da

²⁰³ Cfr. FERRAN, “Understanding...”, pág. 46.

²⁰⁴ Assim, JOSÉ NUNES PEREIRA, “A caminho...”, pág. 184.

²⁰⁵ Na medida em que os Regulamentos clarificam, desde logo, que “a Comissão não pode alterar o conteúdo dos projectos de normas técnicas de regulamentação elaborados pela Autoridade sem concertação prévia com a mesma”. Cfr. o art. 10º, nº1, Parágrafo 8 e art. 15º, nº1, Parágrafo 7 dos Regs.

²⁰⁶ É para isso que aponta, por exemplo o próprio considerando 23 do Reg. (UE) 1093/2010, relativo à Autoridade Bancária Europeia. Cfr., ainda, FERRAN, “Understanding...”, pág. 47.

²⁰⁷ Cfr., novamente, o considerando 23 do Reg. (UE) 1093/2010, relativo à Autoridade Bancária Europeia. MOLONEY, “EU Financial Market Regulation...”, pág. 1376, aparenta encorajar uma mais precisa e exaustiva identificação daqueles princípios.

ordem jurídica da União²⁰⁸. De forma a garantir, igualmente, a excepcionalidade daquelas aprovações parciais ou com alterações, a Comissão deve ser um participante activo nas discussões de elaboração dos projectos nos principais órgãos decisórios das AES, desde logo porque tem lá um representante (ainda que sem direito de voto)²⁰⁹. Esse será o momento mais adequado para expor todas as suas dúvidas, considerações e objecções, de maneira a que o projecto seja enviado para aprovação já em fase de plena maturidade e reflexão de todos os pontos de vista.

Relacionada com a europeização da supervisão, importa expor uma perspectiva adicional. Parece acertado supor que a elaboração de *standards* regulatórios, produzidos pelas AES e tornados legislação europeia pela Comissão, quanto mais pormenorizados e específicos forem²¹⁰, menos margem de livre actuação deixarão para os supervisores nacionais, que se limitarão a executar aquilo que provém dos órgãos decisórios europeus²¹¹. Ficará para as entidades nacionais o mero juízo sobre situações de facto e seu enquadramento legal, o que implicará, em certa medida, a sua transformação em verdadeiros *braços administrativos europeus*, com conseqüente redução da liberdade criativa e acentuação da dimensão europeia da regulação²¹².

As AES podem ainda emitir orientações e recomendações dirigidas quer a autoridades nacionais, quer a instituições financeiras. O fim destas é assegurar “práticas de supervisão coerentes, eficientes e eficazes no âmbito do SESF” e “garantir uma aplicação comum uniforme e coerente da legislação da União”²¹³. O texto legal é suficientemente claro para dispensar qualquer expli-

²⁰⁸ Por exemplo, JOSÉ NUNES PEREIRA, “A caminho...”, pág. 184, entende que “A Comissão não parece poder entrar na apreciação técnica das medidas apresentadas”. Nesse sentido, e dado aqueles valores da conformidade legal e proporcionalidade, o autor entende, o que se compreende, que em vez da solução adoptada, se poderia ter deixado apenas à Comissão a possibilidade de sindicá-la judicialmente, perante o Tribunal de Justiça da União Europeia, aquelas normas que considerasse desconformes. Convém notar, porém, que isso seria aparentemente e sempre um controlo *ex post*, enquanto que com o enquadramento presente se consegue um controlo *ex ante*.

²⁰⁹ *Vd.* o art. 40.º, nº1, c), dos Regs.

²¹⁰ *Vd.* como MOLONEY, “EU Financial Market Regulation...”, pág. 1373, entende que as AES têm incentivos “to produce ever-more detailed rules”.

²¹¹ *Cfr.*, com tal opinião, com que concordamos, FERRAN, “Understanding...”, págs. 43 e 44.

²¹² Por exemplo, FERRAN, “Understanding...”, pág. 44, entende que a prossecução do objectivo de uma supervisão e regulação centralizada e harmonizada acabará por conduzir a que os supervisores nacionais se tornem meros “funcionários administrativos”, desde logo porque a sua discricionariedade e actividade criativa estará extremamente reduzida, em virtude daquelas normações regulatórias específicas e pormenorizadas emanadas ao nível europeu.

²¹³ *Cfr.* o art. 16º, nº1 dos Regulamentos das AES.

cação adicional: há um objectivo de harmonização e garantia da aplicação da legislação regulatória²¹⁴. A *vinculatividade* destas orientações e recomendações assenta no mecanismo do “age ou explica”^{215/216}. Mas a possibilidade de tornar pública o facto de uma autoridade nacional não as ter cumprido também serve de pressão ou indução ao cumprimento²¹⁷.

Deve deixar-se claro que a regra de votação aplicável a estes instrumentos a que se fez referência, projectos de normas e orientações e recomendações, é a da maioria qualificada²¹⁸. Do prisma da efectividade, podem colocar-se alguns problemas: nestas matérias, que são extremamente relevantes, não é de excluir que esta regra de votação possa condicionar a eficaz actuação da AES e a agilidade do seu processo decisório, por exemplo através da formação de minorias obstrutivas²¹⁹.

Refiramo-nos, agora, a poderes das AES mais directos e fortes, isto é, que podem incidir directamente sobre uma autoridade nacional ou mesmo, em particular, sobre uma determinada instituição financeira.

Em concordância com a já aludida função de garantirem a aplicação do direito da União²²⁰, o art. 17º dos Regulamentos confere um poder de aplicação impositiva dessa mesma legislação²²¹, no caso de esta ter sido violada. A AES terá, em tal hipótese, um poder de investigar o incumprimento ou não aplicação dos normativos europeus por parte de certa autoridade nacional, o que pode culminar com a possibilidade de vir a adoptar uma decisão individual dirigida a uma instituição financeira, requerendo a adopção das medidas que se imponham para repor a legalidade europeia e fazer cessar a violação²²².

²¹⁴ Cfr., também, JOSÉ NUNES PEREIRA, “A caminho...”, pág. 184 e PEDRO GUSTAVO TEIXEIRA, “The Evolution...”, pág. 236.

²¹⁵ Cfr. WYMEERSCH, “The institutional...”, pág. 12 e art. 16º, nº3 dos Regs. Portanto, caso uma autoridade nacional decida não dar cumprimento à orientação ou recomendação, terá de informar e explicar as suas razões à AES respectiva.

²¹⁶ O que RENÉ SMITS, “Europe’s...”, pág. 149, considera uma evolução positiva face ao regime existente antes desta reforma.

²¹⁷ Cfr. o art. 16º, nº3, Parágrafo 3 dos Regs.

²¹⁸ Cfr. o art. 44º, nº1, Parágrafo 2 dos Regs.

²¹⁹ Cfr., alertando para este pormenor, MOLONEY, “EU Financial Market Regulation...”, pág. 1350.

²²⁰ Cfr. o ponto 2.1. [Capítulo II, *supra*] e também PISTOR, “Host’s Dilemma...”, pág. 39.

²²¹ O “poder de aplicação impositiva” é a nossa tradução de “enforcement power”.

²²² É possível identificar várias fases no art. 17º: a primeira, corresponde à investigação do incumprimento ou não aplicação da legislação da União por parte de uma autoridade nacional (nº2); a segunda, traduzir-se-á em dirigir à autoridade nacional competente uma recomendação contendo as medidas a adoptar para repor o cumprimento da legalidade europeia (nº3); a terceira fase existirá se e na medida em que a autoridade nacional não dê seguimento àquela

Para tanto é necessário que, depois de ultrapassadas várias fases e persistindo a violação ou incumprimento da legislação europeia por parte de certa autoridade nacional²²³, a matéria legal em causa seja directamente aplicável às instituições financeiras e se revele premente fazer cessar a situação de incumprimento de forma a: ou “manter ou repor as condições de neutralidade concorrencial no mercado”, ou “garantir o bom funcionamento e a integridade do sistema financeiro”^{224/225}. Perante a indispensabilidade de verificação destes requisitos e de todas as fases, parece razoável supor que a utilização deste poder ocorrerá raramente²²⁶.

O art. 18º refere-se à acção em situações de emergência. Pressuposto é que se tenham verificado acontecimentos com capacidade para “pôr seriamente em causa o bom funcionamento e a integridade dos mercados financeiros ou a estabilidade do todo ou parte do sistema financeiro da União” (é, pois, isto que se entende por situação de emergência)²²⁷, algo que tem que ser declarado pelo Conselho^{228/229}, muito embora a iniciativa não lhe caiba a ele²³⁰. Na sua sequência, a AES terá quer a função de promover, quer, se necessário, de coordenar as acções das autoridades nacionais em reacção à declarada emergência. Nesta hipótese, conferem-se poderes semelhantes aos analisados anteriormente, a propósito da violação da legislação europeia, embora aqui seja possível à AES

recomendação e insista na violação, caso em que a Comissão poderá emitir um parecer formal exigindo à autoridade nacional competente incumpridora que adopte as medidas necessárias ao cumprimento da legislação europeia (nº4); a quarta fase existirá se a autoridade nacional persistir no incumprimento e estiverem verificados certos requisitos (que se expuseram no texto principal), permitindo que a AES intervenha directamente sobre uma instituição financeira, exigindo-lhe individualmente certos comportamentos e acções (nº6). Cfr., para mais esclarecimentos, FERRAN, “Understanding...”, págs. 48 a 50 e WYMEERSCH, “The institutional...”, pág. 14.

²²³ *Vd.* a nota anterior.

²²⁴ São estas as condições definidas pelo art. 17º, nº6 dos Regs.

²²⁵ Ressalta-se, ainda, no nº7 do art. 17º, e reforçando a efectividade deste poder, que tais decisões “prevalecem sobre qualquer decisão anteriormente adoptada pelas autoridades competentes sobre o mesmo assunto”, ou seja, a decisão adoptada pela AES no exercício da competência em análise sobrepõe-se a anteriores decisões das autoridades nacionais, o que determina, claramente, a prevalência do nível europeu sobre o nacional.

²²⁶ No mesmo sentido, FERRAN, “Understanding...”, pág. 48.

²²⁷ Assim, o nº1 do art. 18º.

²²⁸ Cfr. o nº2 do art. 18º. Tal declaração pode ser pedida pela AES, pela Comissão ou pelo CERS.

²²⁹ Face a propostas iniciais, houve aqui uma alteração, nomeadamente a de não incluir a Comissão como uma das instâncias competentes para declarar a situação de emergência. Cfr. MCDONEY, “EU Financial Market Regulation...”, pág. 1368.

²³⁰ Cfr. art. 18.º, nº2 dos Regs.

agir de uma forma mais imediata²³¹ e mais autónoma^{232/233}. No seguimento da declaração de emergência, a AES pode adoptar decisões individuais dirigidas às autoridades nacionais competentes exigindo-lhes as medidas necessárias para debelar aquela situação que é de molde a pôr em causa a estabilidade do sistema financeiro²³⁴. Se uma dessas autoridades nacionais não cumprir ou cumprir deficientemente tal decisão, abrir-se-á a porta para que a AES se dirija directamente às instituições financeiras: para tanto, os requisitos legais constantes dos actos legislativos enquadrados no art. 1º, nº2 dos Regulamentos devem ser-lhes directamente aplicáveis e tem de ser necessário tomar medidas correctivas urgentes para repor ou “o bom funcionamento e a integridade dos mercados financeiros” ou “a estabilidade da totalidade ou de parte do sistema financeiro”²³⁵. A reter, portanto, é que em casos de emergência estão cometidos às AES papéis importantes de coordenação, mas igualmente, se necessário, de intervenção e *comando*²³⁶ de instituições financeiras individuais²³⁷, podendo exigir, por exemplo, a cessação de determinadas práticas.

Por último, o art. 19º institui um mecanismo de mediação *vinculativa*^{238/239}. Os pressupostos deste mecanismo são que, por um lado, esteja em causa a matéria do art. 1º, nº2 dos Regulamentos e, por outro, que haja um diferendo entre autoridades nacionais de diferentes Estados-Membros, o mesmo será dizer, que o diferendo seja transfronteiriço²⁴⁰. Uma primeira fase consistirá na

²³¹ Na medida em que não existem todas aquelas fases a que aludimos no caso anterior.

²³² Recorde-se que, na hipótese anterior, a AES precisa, na terceira fase, da intervenção da Comissão e da emissão, por parte desta, de um parecer formal. Tal não é necessário em casos de emergência.

²³³ Cfr. com a mesma opinião, FERRAN, “Understading...”, pág. 51 {“uma diferença fundamental é que numa situação de emergência, e pressupondo que outras condições estão preenchidas, uma AES pode intervir de forma mais expedita e sem necessidade de passar pela Comissão”}.

²³⁴ Cfr. o nº3 do art. 18º dos Regs.

²³⁵ Cfr. o nº6 do art. 18º dos Regs.

²³⁶ Pretendemos referir-nos a *comando em sentido normativo*, enquanto ordenação e conformação da conduta de uma instituição financeira por via dos meios legalmente predispostos para o efeito.

²³⁷ Cfr. JOSÉ NUNES PEREIRA, “A caminho...”, pág. 192.

²³⁸ Antes da reforma, tinha sido instituído, em 2009, um mecanismo de mediação para os Comités de nível 3, mas que não se revestia de carácter vinculativo. Cfr., a este respeito, GORTSOS, “The proposals...”, pág. 141.

²³⁹ Na opinião de MOLONEY, “EU Financial Market Regulation...”, pág. 1368, este será o poder mais frequentemente utilizado.

²⁴⁰ O diferendo pode incidir sobre questões procedimentais ou substantivas que contendam com o cumprimento do direito da União Europeia. Cfr. o art. 19º, nº1, Parágrafo 2, JOSÉ NUNES PEREIRA, “A caminho...”, pág. 192, FERRAN, “Understanding...”, pág. 52 e WYMEERSCH, “The institutional...”, pág. 15.

tentativa de conciliação das autoridades nacionais em causa. Não se atingindo tal desiderato, será possível à AES “adoptar uma decisão vinculativa” que imponha às autoridades conflituantes a adopção ou não aplicação de certa medida, de modo a que o cumprimento da legislação da União seja assegurado²⁴¹. Em último caso, se uma autoridade nacional não der seguimento a esta decisão vinculativa, a AES poderá dirigir uma decisão individual a uma instituição financeira em particular exigindo-lhe a prática de certos actos tendentes à reposição da legalidade europeia²⁴².

A criação deste mecanismo de mediação vinculativa é bastante relevante, especialmente porque, cremos, se trata de um passo seguro e firme no sentido do reforço da dimensão europeia da supervisão²⁴³. E é de reparar como a “decisão vinculativa” dirigida às autoridades nacionais em diferendo apenas tem de ser adoptada por maioria simples²⁴⁴.

Em síntese deste ponto relativo aos poderes e instrumentos das AES, importa dizer que nem todos apreciam positivamente as apresentadas tendências no sentido da europeização da supervisão. Muitas vezes com receio da afectação da autonomia fiscal dos Estados²⁴⁵, defendeu-se que as AES apenas deveriam funcionar como fóruns de troca ou intercâmbio de informação, o que necessariamente excluiria qualquer hipótese de uma sua decisão se sobrepor a decisões de autoridades nacionais ou, então, de se dirigir directamente a uma instituição financeira exigindo-lhe certos comportamentos²⁴⁶. Todavia, como se demonstrou, a solução adoptada foi outra: consagrou-se, com a atribuição destas capacidades de acção às AES, e sob requisitos legalmente definidos, uma prevalência pontual do nível europeu sobre o nacional²⁴⁷, ainda que sem afectação da “soberania financeira” dos Estados-Membros.

²⁴¹ Cfr. o art. 19º, nº3.

²⁴² Cfr. o nº4 do art. 19º. Novamente, é necessário que estejamos em matéria coberta pelo art. 1º, nº2 e que os requisitos legais definidos pela concreta legislação sejam directamente aplicáveis à instituição financeira em causa.

²⁴³ Por exemplo, FERRAN, “Understanding...”, pág. 54, considera que se trata de uma criação significativa “em termos simbólicos e políticos”.

²⁴⁴ Cfr. o nº3 do art. 19º, com remissão para o art. 44º, nº1.

²⁴⁵ Que é aquilo a que nos referiremos já no parágrafo a seguir.

²⁴⁶ Cfr., com esta perspectiva, HOUSE OF COMMONS, *The Committee's...*, pág. 29.

²⁴⁷ Também assim JOSÉ NUNES PEREIRA, “A caminho...”, pág. 189, referindo-se a “casos de clara prevalência ou supremacia do direito administrativo europeu sobre o direito nacional”.

2.4. A CLÁUSULA DE SALVAGUARDA FISCAL²⁴⁸

O art. 38º dos Regulamentos estabelece uma “cláusula de salvaguarda fiscal”: as decisões de uma autoridade, tomadas ao abrigo dos arts. 18º e 19º, não podem “colidir de qualquer forma com as competências orçamentais dos Estados-Membros” (nº1)²⁴⁹.

O primeiro aspecto que resulta evidenciado é o âmbito desta cláusula de salvaguarda: está restrito aos poderes relativos a situações de emergência e resolução de diferendos entre autoridades em situações transfronteiriças²⁵⁰. Cremos que a não inclusão do art. 17º se compreende: não só nas situações de violação da legislação há um papel muito relevante e decisivo a desempenhar pela Comissão, que apenas permite à AES intervir depois de ultrapassadas uma série de fases, como também não se vislumbra de que forma uma decisão tomada no quadro de um mecanismo destinado a reprimir a violação do direito da União Europeia e a repor a legalidade pode afectar indevidamente as responsabilidades fiscais dos Estados-Membros. Já o mesmo não vale para as duas situações consagradas pelo art. 38º, nº1²⁵¹.

Mas aquilo em que importa centrarmo-nos é na forte influência que o funcionamento desta cláusula de salvaguarda pode ter na efectividade da actividade das AES²⁵².

A existência deste instrumento protector da posição fiscal ou orçamental dos Estados-Membros tem razões que se apreendem facilmente: não há uma capacidade fiscal autónoma da União Europeia. Ou seja, estando tal autoridade fiscal apenas sediada no plano nacional dos Estados-Membros, a consequência é a de que no evento de uma crise e possível necessidade de “salvação” (*bail-out*), por exemplo, de um banco, os recursos para tal efeito são os dos contribuintes nacionais²⁵³. É, pois, razoável a limitação imposta às entidades

²⁴⁸ Optámos pela designação anglo-saxónica de “*fiscal safeguard*”.

²⁴⁹ De notar, desde já, que não havia nenhuma menção a tal cláusula no *Relatório de Larosière*, antes sendo algo introduzido para satisfazer receios e pretensões expressas no seio do Ecofin e do Conselho Europeu, designadamente o receio de que uma entidade europeia pudesse forçar um Estado-Membro a utilizar recursos financeiros para “salvar” um banco contra a sua vontade. Cfr. JEAN-VICTOR LOUIS, “The Implementation...”, pág. 163, e DUNCAN ALFORD, “Supervisory Colleges: The Global Financial Crisis and Improving International Supervisory Coordination”, *Emory International Law Review* (2010), pág. 71

²⁵⁰ Cfr. o parágrafo anterior.

²⁵¹ Porém, HOUSE OF COMMONS, *The Committee’s...*, pág. 32, considera que os nºs 4 e ss. do art. 36º podem, também, ter consequências ao nível da autonomia fiscal.

²⁵² Cfr., com a mesma opinião, WIM FONTEYNE et alii, “Crisis Management...”, pág. 7.

²⁵³ Cfr. PISTOR, “Host’s Dilemma...”, pág. 40.

européias, que não estão autorizadas a interferir, seja de que forma for, com a utilização de recursos fiscais ou orçamentais por parte dos Estados²⁵⁴, antes cabendo tal decisão a estes e às suas instituições.

Em termos de efectividade o impacto pode ser significativo.

O primeiro aspecto digno de nota é o de, em termos ideais, ser desejável estabelecer uma correspondência entre a sede do poder de supervisão e a sede da capacidade fiscal, de tal forma que quem supervisiona sabe que, tornando-se necessário a intervenção numa instituição financeira em apuros, poderá promover a mobilização dos recursos orçamentais para tal²⁵⁵.

Todavia, não deixa de haver quem critique a ligação entre o sistema financeiro e os orçamentos nacionais²⁵⁶. Os argumentos avançados rezam da seguinte forma: a crise demonstrou que tal ligação expõe significativamente os contribuintes nacionais às vicissitudes das instituições financeiras; por sua vez, a situação económica e financeira dos Estados onde se encontram sediadas repercute-se nas instituições financeiras²⁵⁷; por último, a primazia nacional, relativa aos recursos fiscais, tende a prejudicar a cooperação transfronteiriça, na medida em que em situações de crise cada Estado concederá predominância à realização dos seus próprios interesses políticos ou económicos²⁵⁸. As soluções passariam por: tornar o sistema financeiro independente do “suporte do contribuinte”; ligar o sistema financeiro progressivamente ao nível europeu, dotando a União Europeia de maiores capacidades orçamentais; ou estabelecer acordos entre país de origem e país de acolhimento para melhor gestão e repartição bilateral ou multilateral das eventuais externalidades negativas produzidas, especialmente, pela insolvência de bancos²⁵⁹.

Tirando este último aspecto que nos parece bastante realista e desejável, pois que contribui para a intensificação e desenvolvimento de cooperação a nível transfronteiriço, tentando, ainda, minimizar as típicas consequências de desencontros e falta de coordenação normalmente verificadas entre os países de origem e de acolhimento²⁶⁰, temos dificuldade em compreender os outros.

²⁵⁴ Cfr. SMITS, “Europe’s...”, pág. 152, dando como exemplo que a Autoridade Europeia Bancária não pode instruir um supervisor a um “bail out” de um banco.

²⁵⁵ Cfr., assim, HOUSE OF COMMONS, *The Committee’s...*, pág. 31.

²⁵⁶ Referimo-nos, concretamente, a WIM FONTEYNE *et alii*, “Crisis management...”, pág. 7.

²⁵⁷ Basta pensar, por exemplo, como o *rating* da República Portuguesa tende a afectar o *rating* de certas empresas. São tudo fenómenos de influência recíproca a que temos assistido.

²⁵⁸ Cfr. WIM FONTEYNE *et alii*, “Crisis management...”, pág. 7.

²⁵⁹ Cfr. WIM FONTEYNE *et alii*, “Crisis Management...”, pág. 9.

²⁶⁰ Trata-se de um ponto, esse dos *ex ante burden sharing agreement*, que não faz sentido desenvolver neste estudo. Por isso, limitamo-nos a indicar duas fontes bibliográficas, onde o tema

Não vemos exactamente como {ou com que vantagens} *desprender* o sistema financeiro do contribuinte-salvador, uma vez que em caso de crise financeira não vislumbramos que outros fundos poderiam ser usados para evitar a concretização de riscos sistémicos passíveis de colocarem em causa a economia real. Quanto à segunda solução, temos-lhe duas observações a fazer, uma de ordem lógica e outra de ordem política. A de ordem lógica para declarar que a substituição do nível nacional pelo nível europeu apenas *aparenta* proteger mais o contribuinte {conceito juridicamente nacional}. Na realidade, mesmo com um orçamento da União Europeia, a praticamente totalidade da sua composição proviria de recursos prestados pelos Estados-Membros, o mesmo é dizer por todos os contribuintes nacionais. Portanto, a ligação do sistema financeiro a um orçamento europeu também só pode ser, daquele ponto de vista dos autores, desfavorável, em *ultima ratio*, aos contribuintes nacionais, nomeadamente enquanto *contribuintes europeus* desse orçamento. A observação de ordem política quase nem precisava de ser declarada: tal passo implicaria, praticamente, a concretização de uma federação europeia, com todas as objecções e resistências que essa evolução tem merecido e merece, ainda, no presente²⁶¹. Ao que se juntam as grandes limitações do orçamento da União²⁶².

Pelo exposto, confirma-se que, pelo menos por enquanto, o papel fiscal dos Estados-Membros, não tendo de se afigurar inelutável, é uma realidade indesmentível e é nesse contexto que devemos compreender esta cláusula de salvaguarda. Portanto, parecendo justificada a sua existência, as atenções centrar-se-ão no seu modo de aplicação. Dado o seu restrito âmbito e a própria ideia subjacente à sua introdução no Regulamento²⁶³, tenderíamos a considerar que esta cláusula não tem de significar necessariamente um obstáculo à efectividade das AES²⁶⁴. No entanto, seria ingénuo não considerar que a invo-

é desenvolvido sob variados pontos de vista, inclusive económicos. Cfr., assim, DIRK SCHOENMAKER, "Burden Sharing: From Theory To Practice", DSF Policy Paper n°6, Duisenberg School of Finance, Outubro 2010 [disponível em <http://ssrn.com/abstract=1690856>] e CHARLES GOODHART / DIRK SCHOENMAKER, "Fiscal Burden Sharing in Cross-Border Banking Crisis", International Journal of Central Banking, Vol. 5, No. 1, pp. 141-165, 2009; EFA 2008 Athens Meetings Paper [disponível em <http://ssrn.com/abstract=965529>].

²⁶¹ Por exemplo, GOODHART, quando entrevistado por HOUSE OF LORDS, *The future...*, pág. 30, acerca do aspecto da gestão efectiva de uma crise a nível europeu, respondeu que tal só será verdadeiramente possível quando houver uma "*federal source of money*" [itálico nosso].

²⁶² Cfr. TONY CIRO, / MICHAEL LONGO, "The global financial crisis: causes and implications for future regulation: Part 2", *Journal of International Banking Law and Regulation* [2010], pág. 11.

²⁶³ Cfr. HOUSE OF COMMONS, *The Committee's...*, pág. 31.

²⁶⁴ Cfr., neste sentido, FERRAN, "Understanding...", pág. 52. Mais cauteloso, WIM FONTEYNE *et alii*, "Crisis Management...", pág. 7 ["[...] a Fiscal Safeguard Clause, the interpretation and application of

cação, por parte de um Estado, da interferência em matéria da sua autonomia fiscal dá azo a um processo complexo, com sucessivas fases, que, naturalmente, são de molde a colocar em causa a eficácia da decisão da AES, desde logo porque se prevê a sua suspensão²⁶⁵. Esse, parece-nos, será um aspecto crucial do ponto de vista da efectividade: a utilização, em concreto, desta válvula. E especialmente para evitar as utilizações injustificadas que o art. 38º, nº5 proíbe²⁶⁶, cremos que se deve ser rigoroso na aplicação deste normativo. O mesmo contém, na nossa opinião, uma obrigação jus-europeia de evitar o comportamento nele descrito, pelo que verificando-se a mencionada utilização abusiva, desde logo por falta de impacto orçamental significativo ou essencial ou com fins dilatatórios, se deve encarar essa conduta como uma violação do direito da União vigente, passível de acção por incumprimento intentada contra o Estado-Membro pela Comissão. Isto para garantir a prevenção da invocação de tal cláusula quando destinada, de forma imponderada e desproporcional, a destituir a actividade das AES da necessária efectividade, eficiência e eficácia.

2.5. A INDEPENDÊNCIA DAS AES

Um aspecto relevante para a efectividade da actuação destas Autoridades é aquele relacionado com a sua independência. Neste domínio, e se a independência institucional nos parece certa e indiscutível²⁶⁷, um dos objectivos principais traduz-se em procurar evitar a chamada “captura” do regulador ou supervisor²⁶⁸. Referimo-nos, portanto, a uma “independência supervisória”, isto é, a capacidade de realizar a sua actividade com autonomia, garantindo a observância das regras prudenciais ou comportamentais aplicáveis e sem

which could well become the key factor determining the effectiveness of the new framework”).

²⁶⁵ Cfr. os vários números do art. 38º dos Regulamentos. *Vd.*, ainda, JEAN-VICTOR LOUIS, “The Implementation...”, pág. 163, afirmando que o procedimento deste artigo é mais favorável ao Estado-Membro queixoso do que à AES.

²⁶⁶ Refere-se o mesmo à proibição de utilização abusiva da disposição relativa à cláusula de salvaguarda fiscal, “nomeadamente em relação a decisões da Autoridade que não tenham um impacto orçamental significativo ou essencial”.

²⁶⁷ Basta reparar que as AES são entidades dotadas de personalidade jurídica, autónomas face a outras da União ou mesmo dos Estados-Membros, não estando na dependência de qualquer instituição. Sobre a relevância da vertente institucional da independência, cfr. MASCIANDARO / NIETO / QUINTYN, “Will they sing...”, pág. 7.

²⁶⁸ Cfr. STIGLITZ, *The Stiglitz Report...*, pág. 106, e PAULA VAZ FREIRE, *Eficiência Económica...*, págs. 61 a 68.

influência externa perniciosa de terceiros, nomeadamente dos interessados na prevalência de certos interesses ou na não aplicação impositiva da regulação²⁶⁹.

Neste sentido, não estranha que os Regulamentos das AES contenham um art. 42.º cuja epígrafe é, precisamente, “independência”, sendo nele de destacar o seguinte: os membros do Conselho de Supervisores das AES não devem obter nem receber instruções de instituições ou organismos da União, nem de Governos dos Estados-Membros ou outros organismos privados ou públicos; acrescenta-se que agem “no interesse exclusivo da União no seu conjunto”; correspondentemente, oneram-se os Estados-Membros, os organismos da União bem como outros entes públicos ou privados com a *obrigação* de não procurarem influenciar tais membros no exercício das suas competências.

Esta disposição de protecção da independência supervisória tem sido avaliada positivamente²⁷⁰. Aliás, convém notar como ela é praticamente paralela à existente para os Comissários europeus (art. 245.º TFUE) e para os membros dos órgãos de decisão do BCE (art. 130.º TFUE)²⁷¹.

Fica também garantida uma determinada esfera livre de influência política²⁷², já que o Presidente do Conselho de Supervisores deverá ser um “profissional independente a tempo inteiro” (art. 48.º, nº1 dos Regs.), que só pode ser exonerado pelo Parlamento Europeu a pedido do próprio Conselho de Supervisores (art. 48.º, nº5 dos Regs.)²⁷³. Adicionalmente, a composição destas estruturas decisórias, como expusemos, é essencialmente técnica (os respectivos supervisores sectoriais nacionais) e não excessivamente politizada²⁷⁴.

²⁶⁹ Cfr. MASCIANDARO / NIETO / QUINTYN, “Will they sing...”, pág. 8 e *Relatório de Larosière*, pág. 47, nota 10. *Vd.*, ainda, sobre as entidades administrativas independentes, mas com considerações relevantes também para o nosso âmbito temático, o estudo de MARTIN LOMBARD, “Warum bedient man sich im Bereich der Wirtschaft unabhängiger Behörden? – Typologie ihrer Aufgaben”, in *Unabhängige Regulierungsbehörden* (JOHANNES MASING / GÉRARD MARCOU), Tübingen: Mohr, 2010, págs. 143 a 169.

²⁷⁰ Cfr. LEHMANN / MANGER-NESTLER, “Die Vorschläge...”, pág. 89, JEAN-VICTOR LOUIS, “The Implementation...”, pág. 175, e SMITS, “Europe’s Post-Crisis...”, pág. 146 e 154.

²⁷¹ Cfr. também neste sentido, SMITS, “Europe’s Post-Crisis...”, pág. 146.

²⁷² No sentido de que órgãos políticos devem estar impedidos de determinar o sentido das decisões.

²⁷³ Sobre a importância de manter os processos de exoneração livres de pressão ou interferência política, cfr. MASCIANDARO / NIETO / QUINTYN, “Will they sing...”, pág. 8.

²⁷⁴ Claro que se levanta um problema paralelo, muito inteligentemente detectado por LEHMANN / MANGER-NESTLER, “Die Vorschläge...”, pág. 89, que é o seguinte: os supervisores sectoriais que vão participar, com direito de voto, no Conselho de Supervisores das AES estão simultaneamente integrados na organização administrativa nacional de que fazem parte. Ou seja, para garantir uma

2.5.1. A responsabilidade ou “accountability”

Como reverso da independência é importante existir, igualmente, alguma responsabilidade perante outras entidades ou, utilizando a já generalizada expressão anglo-saxónica, prever mecanismos de *accountability*. A nossa referência será bastante sintética e referir-se-á a uma dimensão principalmente política da responsabilidade.

Relativamente ao CERS, prevêm-se, essencialmente, obrigações de “prestar contas e informar” [art. 19.º do Reg. 1092/2010], isto é, uma obrigação de audição anual do Presidente do CERS perante o Parlamento Europeu e uma obrigação de elaboração e publicação de um relatório anual das actividades desta entidade e que deverá ser dirigido ao Parlamento Europeu e ao Conselho da União²⁷⁵. A isto juntam-se debates orais confidenciais com a frequência de duas vezes por ano.

Convém referir que uma responsabilidade “substantiva” ou mais intensa do CERS, que, desde logo, se traduzisse em haver uma outra entidade capaz de lhe impor sanções, sempre seria difícil dado o estatuto protegido da maior parte dos seus membros, enquanto banqueiros centrais e membros do Conselho de Governadores do BCE²⁷⁶.

Quanto às AES há a notar principalmente a obrigação do respectivo Presidente apresentar um relatório das actividades ao Parlamento Europeu [art. 50.º, nº2 dos Regs. Atinentes às AES] e a possibilidade de ele vir a ser chamado para proferir uma declaração perante Parlamento Europeu e Conselho da União [art. 50.º, nº1]. Por outro lado, há que não descurar que o Parlamento Europeu (PE), ainda que de forma indirecta e *a posteriori*, tem um papel a desempenhar

real independência das AES convém assegurar que as entidades supervisoras nacionais que as compõem, dispõem de independência institucional, supervisão e orçamental nos respectivos países de origem, que são quem determina o seu regime jurídico, a eleição e exoneração dos seus membros.

²⁷⁵ Repare-se como FERRAN / ALEXANDER, “Can soft law...”, pág. 24, alertam para a necessidade de prever mecanismos de *accountability* que sejam adequados à influência e *poderes* do CERS, pese embora a falta de vinculatividade dos instrumentos ao seu dispor.

²⁷⁶ Cfr., a este respeito, WILLEM BUIJTER, “The proposed...”, in HOUSE OF COMMONS, *The Committee’s...*, Ev 26 e 27, que no entanto crítica esta solução e defende que no domínio da estabilidade financeira, que considera ter uma natureza essencialmente política, não se justifica o estatuto privilegiado associado à tarefa de condução de políticas monetárias. Diga-se, quanto a esta opinião, que tratando-se das mesmas pessoas ou entidades nos parece impossível fazer-se a separação, que sempre seria algo artificial, dos papéis (estabilidade financeira no CERS e política monetária no BCE), ao que acresce que, como pensamos ter ficado demonstrado, não deixa de existir uma ligação entre ambas.

quanto a alguns dirigentes destas entidades²⁷⁷. Basta ver que o PE pode vetar a pessoa seleccionada para Presidente da AES pelo Conselho de Supervisores (art. 48.º, nº2, Par. 2), além de ter que confirmar o Director Executivo (art. 51.º, nº2). Claro que este último aspecto não se relaciona de forma tão óbvia com a verdadeira *accountability*, enquanto controlo *ex post* das acções de uma certa entidade por outra²⁷⁸, mas cremos que esta intervenção, a que não nos parece alheio um certo intento de concessão de legitimidade democrática, não deixa de ser importante nas relações que se estabelecem entre PE e AES, acentuando o papel primacial do primeiro como órgão controlador²⁷⁹. Basta reparar, adicionalmente, que o PE pode, inclusivamente, formular objecções às normas técnicas de regulação que a Comissão iria adoptar no exercício dos seus poderes (e por proposta das AES), impedindo assim a sua entrada em vigor (art. 13.º dos Regs. das AES)²⁸⁰.

CAPÍTULO III – LEGALIDADE DA NOVA ARQUITECTURA EUROPEIA DE SUPERVISÃO

A legislação que implementou, por via de Regulamentos, a nova arquitectura de supervisão europeia foi fundada no art. 114.º do TFUE²⁸¹. Trata-se de uma base legal objecto de bastante discussão na doutrina.

O mencionado preceito reporta-se a uma competência genérica de harmonização das legislações dos Estados-Membros, enquanto *meio de realização do mercado único e promoção da sua integração*²⁸². Para compreender o

²⁷⁷ Ainda que, de alguma forma, se possa dizer que não participa no processo de selecção ou escolha das respectivas pessoas. Cfr. JEAN-VICTOR LOUIS, "The implementation...", pág. 174.

²⁷⁸ Para esta definição de *accountability*., cfr. WILLEM BUIER, "The proposed...", in HOUSE OF COMMONS, *The Committee's...*, Ev 26, e MASCIANDARO / NIETO / QUINTYN, "Will they sing...", pág. 10.

²⁷⁹ Sobre uma indirecta vertente orçamental de controlo, cfr. JEAN-VICTOR LOUIS, "The Implementation...", pág. 174, na medida em que uma parte do orçamento das AES virá do orçamento geral da União tal implicará a sujeição a fiscalização por parte do PE. *Vd.*, em particular, os arts. 62.º, 63.º e 64.º, nº8 e 9.

²⁸⁰ Note-se como MOLONEY, "Financial Market Regulation...", pág. 1338, se refere ao Parlamento Europeu como um "actor-chave na regulação financeira".

²⁸¹ *Vd.* considerando 31 do Reg. (UE) 1092/2010 relativo ao CERS e considerando 17 do Reg. (UE) 1093/2010, considerando 16 do Reg (UE) 1094/2010, considerando 17 do Reg. (UE) 1095/2010 atinentes a cada uma das AES.

²⁸² Daí fazer sentido afirmar-se que nele está espelhada uma "harmonização jurídica funcional", isto é, que tem por objectivo intensificar e aprofundar a integração do mercado único. Muito esclarecedoramente a este respeito, cfr., por todos, o comentário de WOLFGANG KAHL: Calliess / Ruffert, EUV/AEUV, 4ª edição, München: C. H. Beck, 2011, Art. 114 AEUV.

artigo é importante que se retenham bem estes dois aspectos: por um lado, que ele não serve a uniformização do Direito dos Estados-Membros, mas sim uma aproximação das suas legislações; e, por outro, que há nisso um fim ou uma intenção de eliminação das consequências negativas das disparidades produzidas no processo de integração e na realização de um pleno mercado único^{283/284}. Quando se exige que as medidas a adoptar “tenham por objecto o estabelecimento e o funcionamento do mercado interno” (nº1), deve entender-se que as mesmas deverão “ter efeitos concretos e substanciais, directos ou indirectos” nesse funcionamento²⁸⁵.

Neste contexto, e como argumento basilar para nele sustentar os Regulamentos em causa, o Tribunal de Justiça já decidiu que o normativo em análise poderia ser uma base legal adequada para a criação de um organismo jus-europeu destinado a contribuir para a implementação do processo de harmonização, desde que as suas tarefas estejam “estritamente ligadas às matérias objecto dos actos de aproximação das disposições legislativas, regulamentares e administrativas dos Estados-Membros”²⁸⁶.

Quanto ao CERS, a questão de legalidade aparenta ser menos complexa, uma vez que o mesmo não dispõe nem de personalidade jurídica, nem de poderes decisórios vinculativos²⁸⁷. Nessa medida, considerando os seus objectivos e instrumentos, já expostos, e a globalidade da reforma legislativa em que ele se insere, o que inclui a criação do SESF e das AES²⁸⁸, estamos convictos de que ele contribui para o melhor funcionamento do mercado interno de serviços financeiros, promovendo a sua estabilidade e integração. Adicionalmente, sustenta a harmonização ao nível macro-prudencial²⁸⁹ e suporta, igualmente, a in-

²⁸³ Cfr., novamente, KAHL: Calliess / Ruffert, Art. 114, nº 13 e 14.

²⁸⁴ Em geral, sobre a importância da harmonização legal para a constituição de um verdadeiro mercado único financeiro, cfr., por todos, OPPERMANN/ CLASSEN/ NETTESHEIM, *Europarecht*, 4ª edição, München: C. H. Beck, 2009, pág. 556.

²⁸⁵ Assim, KAHL: Calliess / Ruffert, Art. 114, nº20. *Vd.* TJCE, Processo C-217/04 (“ENISA”), Par. 42, onde se escreveu: “essa disposição só é utilizada como base jurídica quando resulte *objectiva e efectivamente* de um acto jurídico que o seu objecto consiste na melhoria das condições de estabelecimento e de funcionamento do mercado interno” [itálico nosso].

²⁸⁶ Cfr. TJCE, “ENISA”, Par. 45.

²⁸⁷ Conforme já analisámos. No entanto, com mais dúvidas, cfr. SMITS, “Europe’s Post-Crisis...”, pág. 142.

²⁸⁸ Não se esqueça a relação de complementaridade entre CERS e AES, ou seja, entre supervisão macro-prudencial e micro-prudencial.

²⁸⁹ Com a emissão de recomendações e orientações, com a coordenação das acções a tomar a nível nacional e com a promoção do cumprimento de legislação europeia na matéria dos serviços financeiros.

tegração e harmonização a realizar ao nível micro-prudencial pelas AES^{290/291}.

Mais delicada é a situação relativa às AES. Deparamo-nos aí com verdadeiras entidades independentes dotadas de personalidade jurídica e nos quais se verificou a *delegação* de alguns poderes de execução por parte da Comissão, abrangendo a possibilidade de adopção de decisões individuais *vinculativas*.

Na matéria da delegação, tem regido até hoje a designada “doutrina Meroni”²⁹². Não havendo nenhuma proibição geral de delegação, estabeleceram-se, contudo, algumas condições para que ela pudesse ocorrer: no quadro de um objectivo de preservação da responsabilidade política das instituições da União previstas nos Tratados²⁹³ e do equilíbrio de poderes entre elas²⁹⁴, requer-se que os poderes *executivos* delegados estejam claramente definidos e que não impliquem uma ampla margem de discricionariedade, nomeadamente que não comportem a realização de escolhas políticas ou económicas, algo que não é admissível a uma entidade não prevista no Tratado²⁹⁵.

Importa, portanto, fazer a análise da legislação que é nosso objecto de estudo à luz destas coordenadas. Não sem antes referir, porém, que a doutrina Meroni, de 1958, não tem obstado à criação de “agências europeias” e à

²⁹⁰ Há um parecer do Serviço Jurídico do Conselho da União Europeia que chega a estas mesmas conclusões. Data de 12 de Outubro de 2009, referência 14349/09, que tanto quanto sabemos deveria ser confidencial, mas está acessível através do site do Parlamento italiano. Desse parecer, *vd.*, em particular, os pontos 15, 21 e 22. No mesmo sentido, de que o CERS se enquadra na norma do 114.º TFUE, *cfr.* FERRAN / ALEXANDER, “Can soft law...”, pág. 26 [de onde destacamos a seguinte afirmação: “[...] since stability and soundness are essential pre-requisites for the smooth operation of any financial market, macro-prudential oversight and containment of systemic risk can be regarded as fundamental parts of the general subject-matter to which the body of EU law on the harmonisation of financial market regulation relates”].

²⁹¹ Em geral, colocando dúvidas quanto à relação das propostas legislativas da reforma com o mercado único, *cfr.* HOUSE OF COMMONS, *The Committee's Opinion...*, págs. 15 e 16: “it is not clear that these proposals are inherently related to the single market, rather than the orderly functioning of the financial system”. Como se deduz do apresentado no corpo do texto, discordamos de tal opinião por vermos também uma interrelação entre o sistema financeiro e o mercado único, podendo a regulação e bom funcionamento do primeiro contribuir para a realização do segundo.

²⁹² *Cfr.* o Acórdão Meroni, de 13 de Junho de 1958 (Processo nº 9/56).

²⁹³ *Cfr.* KOEN LENAERTS / PIET VAN NUFFEL, *European Union Law*, 3ª edição, Londres: Sweet & Maxwell, 2011, pág. 709.

²⁹⁴ *Cfr.* PEDRO GONÇALVES, *Entidades Privadas com Poderes Públicos*, Coimbra: Almedina, 2008 (reimpressão), pág. 85.

²⁹⁵ *Cfr.* o Parecer dos Serviços Jurídicos do Conselho citado anteriormente, agora ponto 36. Na doutrina, *cfr.* JEAN-VICTOR LOUIS, “The Implementation...”, pág. 161, acentuando como o relevante é a “medida de poder discricionário deixado à agência”, PEDRO GONÇALVES, *Entidades Públicas...*, pág. 85, referindo-se ao exercício de poderes vinculados., e LENAERTS / VAN NUFFEL, *European Union Law...*, págs. 708 e 709.

delegação nelas de certos poderes²⁹⁶, pelo que importa não ignorar que se verificou alguma evolução a esse respeito e que a doutrina Meroni, nos estritos moldes da sua primeira enunciação, tem de ser compreendida no contexto de uma determinada época²⁹⁷.

Do nosso ponto de vista, as questões de legalidade não se colocam de forma tão premente perante as hipóteses de formulação de recomendações ou orientações, na medida em que estas não estão dotadas de vinculatividade, assim afastando qualquer questão de delegação de poderes executivos ou discricionários. O mesmo vale quanto ao poder de elaboração de *projectos* de regulamentação (*standards* técnicos), uma vez que a decisão da sua adopção permanece na esfera da Comissão²⁹⁸.

No poder conferido pelo art. 17º dos Regulamentos, a AES pode vir a aplicar impositivamente legislação violada por uma autoridade supervisora nacional e fá-lo-á adoptando uma decisão individual vinculativa dirigida a uma determinada instituição financeira concreta. cremos que não se levanta nenhum problema de legalidade, na medida em que se trata de um procedimento detalhadamente definido nos seus pressupostos, circunscrito e limitado a situações graves e excepcionais de incumprimento e que, inclusivamente, pressupõe, em dado momento, a intervenção da Comissão²⁹⁹. Nesse sentido, não nos parece ter havido uma delegação de poderes desmesurada e contrária ao enquadramento geral fornecido pela doutrina Meroni, desde logo porque a margem de discricionariedade conferida à AES é diminuta³⁰⁰.

Quanto aos poderes em situações de emergência do art. 18º, a autonomia de actuação das AES é relativamente mais extensa³⁰¹. Surgem, por isso, algumas dúvidas sobre se a capacidade que se lhes conferiu de tomarem decisões individuais dirigidas a instituições financeiras, impondo a estas a adopção de medidas que a própria AES *livremente* definiu e que no seu entender se revelam necessárias para combater a emergência, é conforme à base legal do art. 114.º TFUE³⁰².

Ainda que a apreciação não se afigure líquida, convém notar que a situa-

²⁹⁶ Cfr. CRAIG / BURCA, *EU Law...*, págs. 69 e 70.

²⁹⁷ Cfr. PEDRO GONÇALVES, *Entidades Públicas...*, págs. 85 e 86.

²⁹⁸ Cfr. o Parecer dos Serviços Jurídicos do Conselho citado, pontos 40 e 41.

²⁹⁹ Cfr. o ponto 2.3. do Capítulo II.

³⁰⁰ No mesmo sentido, *vd.* o Parecer dos Serviços Jurídicos do Conselho citado, agora ponto 37 e 45. Na doutrina, cfr. JEAN-VICTOR LOUIS, "The Implementation...", pág. 159.

³⁰¹ Cfr. o ponto 2.3. do Capítulo II.

³⁰² Bastante céptico quanto a essa conformidade, cfr. JEAN-VICTOR LOUIS, "The Implementation...", págs. 160 e 161.

ção de emergência a que o preceito se refere necessita de ser declarada pelo Conselho, ao que se junta o facto de se pressupor, por um lado, que as autoridades nacionais não agiram como lhes competia e, por outro, que às instituições financeiras são directamente aplicáveis os requisitos constantes na legislação elencada no art. 1.º, n.º2 dos Regulamentos³⁰³. Perante isto, cremos ser razoável considerar-se que existe, ainda, uma natureza *executiva* dos poderes conferidos, poderes estes legalmente balizados e circunscritos, dependentes da verificação de condições e por elas limitados³⁰⁴.

Tenderíamos a aplicar o mesmo raciocínio aos poderes do art. 19.º, sobre a designada mediação vinculativa. Iguamente neste âmbito se constata que um dos pressupostos é o de que às instituições financeiras sejam directamente aplicáveis os requisitos constantes na legislação elencada no art. 1.º, n.º2 dos Regulamentos, o que funciona, no nosso entender, como definição restritiva do campo de actuação das AES, imprimindo-lhe um carácter executivo de aplicação do direito da União a um caso particular. Nesta medida, o seu âmbito de valoração, se existe, não é, todavia, equiparável a uma margem de discricionariedade que se pudesse tomar como jus-europeiamente desconforme³⁰⁵.

Por entre os autores que observam com maior cepticismo a adequação da base legal destas entidades em face dos poderes de que dispõem³⁰⁶, encontra-se, algo frequentemente, a ideia de que a sua criação deveria ser apoiada, senão exclusivamente, pelo menos em concurso com o art. 114.º TFUE, no art. 352.º TFUE, a chamada “cláusula de flexibilidade”, em que se institui um mecanismo que permite dotar os órgãos jus-europeus de competências e poderes que os Tratados não lhes atribuem, mas que se mostram necessários à prossecução dos objectivos da União³⁰⁷. Compreendemos e aceitamos o intuito de conceder mais certeza e segurança jurídica aos Regulamentos emanados, o que é, em si, um fim desejável. O que não se pode, contudo, ignorar é que esta “cláusula de flexibilidade” exigiria a adopção, pelo Conselho da União, das

³⁰³ Dando ênfase a este último aspecto, *vd.* o Parecer jurídico dos Serviços Jurídicos do Conselho, ponto 54.

³⁰⁴ O Parecer jurídico dos Serviços Jurídicos do Conselho, ponto 55, aceita a legalidade, em face do art. 114.º TFUE, dos poderes das AES em situações de emergência.

³⁰⁵ *Cfr.*, no mesmo sentido, o Parecer jurídico dos Serviços Jurídicos do Conselho, pontos 56 a 60.

³⁰⁶ Na literatura que consultámos, exprimem bastantes reservas à legalidade da criação das AES, enquanto baseadas somente no art. 114.º TFUE, SMITS, “Europe’s Post-Crisis...”, pág. 157, LEHMANN / MANGER-NESTLER, “Die Vorschläge...”, pág. 88, HOUSE OF LORDS, *The future of EU...*, págs. 29 e 30, e MOLDONEY, “Financial Market Regulation...”, pág. 1341.

³⁰⁷ *Cfr.*, por todos, MATTHIAS ROSSI: Calliess / Ruffert, EUV/AEUV, 4ª edição, München: C. H. Beck, 2011, Art. 352 AEUV, em especial n.ºs 10 a 12.

disposições consideradas necessárias em *regime de unanimidade* (vd. o seu nº1). Compreende-se, então, automaticamente a razão da sua não invocação: em matérias como aquelas com que aqui lidamos, em que raramente reina o consenso, não espanta que se buscasse uma outra base jurídica, como a do art. 114.º TFUE, no quadro do qual se aplica a regra da maioria qualificada³⁰⁸.

CONCLUSÃO: A EUROPEIZAÇÃO DA SUPERVISÃO FINANCEIRA

Importa agora terminar este estudo com um balanço final, especificamente dedicado à representatividade e importância da reforma efectuada e parcialmente descrita.

Indicámos, logo no início, que nos propúnhamos dilucidar até que ponto a reforma significava uma europeização da supervisão financeira. Depois do percurso percorrido com este trabalho, cremos poder afirmar que tal se verificou³⁰⁹ e, do nosso ponto de vista, haverá inclusive outras condições que a aprofundarão futuramente.

De uma perspectiva institucional, a criação dos organismos a que se fez referência, em particular as AES, autênticas agências europeias, são, só por si, passos significativos, em especial quando se toma em consideração a evolução que representam perante a anterior arquitectura europeia de supervisão. Acresce que as AES foram dotadas de poderes relativamente fortes e interventivos (basta pensar na capacidade de impor decisões a autoridades nacionais), algo que constituiu uma plena novidade e que acentua a integração europeia³¹⁰.

Acresce a isto que, na sequência da crise financeira, o ímpeto global de reforma da supervisão do sector financeiro destacou a necessidade de ser a União Europeia a agir como um actor unificado e regional, em detrimento dos isolados Estados-Membros³¹¹.

De um outro ponto de vista, há que não ignorar que, especialmente a nível substantivo, o rumo, neste âmbito do sector financeiro, tem sido não só o da

³⁰⁸ O mesmo se verificou a propósito da criação do CERS. Na ausência de unanimidade em atribuir a tarefa de supervisão macro-prudencial ao BCE, unanimidade necessária em face do art. 127.º, nº6 TFUE (e para além da problemática de este preceito não permitir a inclusão do sector segurador no âmbito objectivo da supervisão), a saída foi o recurso ao art. 114.º do mesmo Tratado. Assim, cfr. JEAN-VICTOR LOUIS, "The Implementation...", pág. 149.

³⁰⁹ Para além de outros autores que serão citados cfr., principalmente, TRIDIMAS, "EU Financial Regulation...", pág. 783.

³¹⁰ Com semelhante opinião, cfr. JOSÉ NUNES PEREIRA, "A caminho...", pág. 170, e GORTSOS, "The proposals...", pág. 136.

³¹¹ Cfr., neste sentido, MULONEY, "Financial Market Regulation...", pág. 1362.

harmonização, mas mesmo o da uniformização³¹². Na nossa opinião, dada a competência de elaboração de projectos de normas de regulamentação e execução, as AES promoverão reforçadamente essa aproximação de legislações, conduzindo, nem mais, à referida europeização do Direito da Supervisão Financeira e cunhando a dimensão europeia deste domínio³¹³. Cremos que, a par da europeização do direito substantivo aplicável, resultará redobrada a importância destes novos organismos criados, enquanto fóruns europeus de discussão e decisão acerca destas matérias³¹⁴.

Claro que, e isso ficou evidenciado na solução da nova arquitectura encontrada, não se está a avançar de forma radical, em particular no que tange à transferência ou atribuição de certos poderes para entidades europeias. Mas os passos ora dados parecem-nos apontar para aquela tendência de centralização, a nível europeu, das principais competências supervisórias e regulatórias³¹⁵. Assim, será bastante interessante ver que avaliação se fará das novas estruturas instituídas quando chegar o momento da sua “revisão” (vd. o art. 20.º do Reg. do CERS e o art. 81.º dos Regs. das AES)³¹⁶ e verificar que novos caminhos se proporá serem trilhados³¹⁷.

³¹² Cfr. a excelente análise de TRIDIMAS, “EU Financial Regulation...”, pág. 783, 792 e 793 (estas últimas sobre os efeitos, vantajosos e desvantajosos, de tal processo).

³¹³ Com tal reduzem-se, por exemplo, as situações da designada “arbitragem regulatória”. JOSÉ NUNES PEREIRA, “A caminho...”, pág. 200, entende mesmo que a nova arquitectura promoverá a integração financeira e dificultará tal arbitragem.

³¹⁴ Veja-se como FERRAN, “Understanding...”, pág. 2, alude a um crescente papel meramente secundário das leis nacionais dos Estados-Membros e a uma predominância da legislação de fonte jus-europeia.

³¹⁵ Com a mesma opinião, cfr. FERRAN, “Understanding...”, págs. 4 e 65 (nesta última escreve: “Those who favour EU-level centralisation of supervisory responsibilities can take comfort that the longer-term prognosis is their favour”), JOSÉ NUNES PEREIRA, “A caminho...”, pág. 205, MOLONEY, “Financial Market Regulation...”, pág. 1381, e CIRO / LONGO, “The global...”, pág. 18. Vd., ainda, também reconhecendo, com esta reforma, um reforço da dimensão europeia da supervisão PISTOR, “Host’s Dilemma...”, pág. 38. Contra a centralização europeia da supervisão, cfr. LEHMANN / MANGER-NESTLER, “Die Vorschläge...”, pág. 92.

³¹⁶ Acentuando a importância destas cláusulas de revisão, cfr. JEAN-VICTOR LOUIS, “The implementation...”, pág. 176.

³¹⁷ Basta reparar no que, a propósito desta revisão, se deixou escrito no *Relatório de Larosière...*, pág. 58. Aí se previa o “mérito” de evoluir para um sistema europeu de supervisão onde pontuariam somente duas Autoridades Europeias: uma responsável pelas matérias da banca e seguros numa perspectiva de assegurar a estabilidade financeira e prevenir os riscos sistémicos; a outra responsável por uma supervisão comportamental e prudencial trans-sectorial, portanto abrangendo conjugadamente todos os sectores. Na doutrina, SMITS, “Europe’s post-crisis...”, pág. 162, também encoraja a europeização da supervisão, propondo que se vá além do que consta do *Relatório de Larosière*.

Fazendo a ponte para uma apreciação mais específica da nova arquitectura europeia de supervisão, que foi o que nos ocupou neste estudo, devemos começar por dizer que, em geral, a avaliação na doutrina é positiva³¹⁸. Também nós acreditamos que quer o CERS, quer as AES poderão prestar um contributo positivo, dentro do quadro de poderes e instrumentos de que dispõem. Os fins são meritórios (prevenção de risco sistémico, elaboração de projectos de normas de regulamentação e execução, promoção de uma cultura comum de supervisão, ligação estreita entre supervisão micro e macro-prudencial, para nomear apenas alguns) e, em particular nas AES, os poderes são significativos³¹⁹. Portanto, do ponto de vista da efectividade da nova arquitectura cremos que há que estar confiante, acreditando que os actores nacionais e europeus estão dispostos a contribuir para isso e para corrigir eventuais falhas.

Isso não impede, no entanto, que não se comecem desde já a reflectir em possíveis melhoramentos, evoluções ou clarificações.

De acordo com o que se fará sentir na prática, convém estar atento a saber se o mecanismo de “age ou explica”, único de que o CERS dispõe quanto à coacção *formal* das suas decisões, é suficiente, adequado e eficaz. Ainda no âmbito deste organismo, importará analisar a forma como decorrem as reuniões em Conselho Geral e tirar as devidas ilações, em especial quanto à sua composição quantitativa.

Quanto às AES haverá que pensar sobre se a manutenção de três autoridades de supervisão sectoriais é desejável. O risco de descoordenação, ineficiência e dificuldade de comunicação parece ser sério³²⁰.

Adicionalmente, importará esclarecer de que forma as suas decisões vinculativas, dirigidas a entidades nacionais, serão aplicadas impositivamente em caso de incumprimento³²¹ e analisar se o seu orçamento e recursos humanos são suficientes para as tarefas que lhes incumbem desempenhar, o que ainda deixa algumas dúvidas e é susceptível de afectar bastante o sucesso da sua actuação³²².

³¹⁸ Cfr. JOSÉ NUNES PEREIRA, “A caminho...”, pág. 203, LEHMANN / MANGER-NESTLER, “Die Vorschläge...”, pág. 92, PEDRO GUSTAVO TEIXEIRA, “The Evolution...”, pág. 239, e HOPT, “Auf dem Weg...”, pág. 1408. Mais crítico, cfr. GARICANO / LASTRA, “Towards a new...”, pág. 621.

³¹⁹ Cfr. MOLONEY, “Financial Market Regulation...”, pág. 1334.

³²⁰ No mesmo sentido, cfr. JEAN-VICTOR LOUIS, “The Implementation...”, pág. 176, SMITS, “Europe’s post-crisis...”, pág. 155, e MEERTEN / OTTOW, “The proposals...”, pág. 47.

³²¹ Alertando para esta problemática, cfr. MOLONEY, “Financial Market Regulation...”, págs. 1368 e 1370.

³²² Cfr., com semelhantes observações, FERRAN, “Understanding...”, pág. 39 e 63, considerando que as capacidades orçamentais das AES são reduzidas, especialmente quando comparadas com as dos supervisores nacionais. Aludindo, igualmente, às constricções orçamentais *vd.* CIRO / LONGO, “The global...”, pág. 11.

BIBLIOGRAFIA

- ACHARYA, Viral / PHILIPPON, Thomas / RICHARDSON, Matthew / ROUBINI, Nouriel, "A Bird's-Eye View – The Financial Crisis of 2007-2009: Causes and Remedies", in *Restoring Financial Stability – How to Repair a Failed System*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2009 [VIRAL V. ACHARYA / MATTHEW RICHARDSON (ed.)], págs. 1 a 60
- ACHARYA, Viral / PEDERSEN, Lasse H. / PHILIPPON, Thomas / RICHARDSON, Matthew, "Regulating Systemic Risk", in *Restoring Financial Stability – How to Repair a Failed System*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2009 [VIRAL V. ACHARYA / MATTHEW RICHARDSON (ed.)], págs. 283 a 303
- ALFORD, Duncan, "Supervisory Colleges: The Global Financial Crisis and Improving International Supervisory Coordination", *Emory International Law Review* (2010), págs. 57 a 82 [disponível em: <http://www.law.emory.edu/fileadmin/journals/eilr/24/24.1/Alford.pdf>]
- ARAÚJO, Fernando, *Introdução à Economia*, 3ª edição, Coimbra: Almedina, 2006 [reimpressão da edição de 2005]
- BÖHM, Andrea / HEUSER, Uwe Jean, "Geldmacht wird Weltmacht" in *Die Zeit*, 21 de Julho de 2011, pág. 3
- BRANDÃO, Elísio, *Finanças*, 5ª edição, Edição de autor, 2008
- CATARINO, Luís Guilherme, *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros*, Coimbra: Almedina, 2010
- CIRO, Tony / LONGO, Michael, "The global financial crisis: causes and implications for future regulation: Part 2", *Journal of International Banking Law and Regulation* (2010), págs. 9 a 18
- CORDEIRO, António Menezes, *Manual de Direito Bancário*, 4ª edição, Coimbra: Almedina, 2010
- CORREIA, Sérvulo, "Contencioso Administrativo e Responsabilidade Democrática da Administração", in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Saldanha Sanches*, 2011 [em curso de publicação]
- CRAIG, Paul / BÜRCA, Gráinne de, *EU Law: Text, Cases, and Materials*, 5ª edição, Oxford: Oxford University Press, 2011
- DARDAC, Nicolae / GEORGESCU, Elena, "The Future of the Banking Supervision in Europe", in *Theoretical and Applied Economics*, 08(537), issue 08(537), [disponível em:[http://econpapers.repec.org/article/agrjournal/v_3a08\(537\)_3ay_3a2009_3ai_3a08\(537\)_3ap_3a3-16.htm](http://econpapers.repec.org/article/agrjournal/v_3a08(537)_3ay_3a2009_3ai_3a08(537)_3ap_3a3-16.htm)], págs. 3 a 16
- DEWATRIPONT, Mathias / ROCHET, Jean-Charles / TIROLE, Jean, *Balancing the Banks – Global Lessons from the Financial Crisis*, New Jersey: Princeton University Press, 2010
- DIECKMANN, Norbert, *Erklärungsansätze und Lehren aus der Finanzkrise 2007/2008*, 2010 [edição de autor]

- DELWAIDE, Jacobus, "The Return of the State?", *European Review* (2011, Vol. 19), págs. 69 a 91
- FERRAN, Eilís, "Understanding the new institutional architecture of EU Financial Market Supervision", 2010 [disponível em <http://ssrn.com/abstract=1701147>]
- FERRAN, Eilís / ALEXANDER, Kern, "Can soft law bodies be effective? Soft systemic risk oversight bodies and the special case of the European Systemic Risk Board", 2010 [disponível em <http://ssrn.com/abstract=1676140>]
- FITZGERALD, Shane, *The Reform of Financial Supervision in Europe*, Institute of International and European Affairs, Dublin, Ireland, Novembro 2009
- FOLLAK, Klaus Peter, "The Basel Committee and EU Banking Regulation in the aftermath of the credit crisis", in *International Monetary and Financial Law – The Global Crisis* (MARIO GIOVANOLI / DIEGO DEVOS (ed.)), London: Oxford University Press, 2010, págs. 177 a 203
- FONTEYNE, Wim / BOSSU, Wouter / CORTAVARRIA-CHECKLEY, Luís / GIUSTINIANI, Alessandro / GULLO, Alessandro / HARDY, Daniel / KERR, Seán, "Crisis Management and Resolution for a European Banking System", IMF Working Paper (WP/10/70), 2010 [disponível em "www.imf.org"]
- FREIRE, Paula Vaz, *Eficiência Económica e Restrições Verticais*, Lisboa: AAFDL, 2008
- FSA (Financial Services Authority), *The Turner Review – A regulatory response to the global banking crisis*, 2009
- GARICANO, Luis / LASTRA, Rosa M., "Towards a new architecture for financial stability: seven principles", *Journal of International Economic Law* (2010), págs. 597 a 621
- GIANVITI, François, "The Objectives of Central Banks", in *International Monetary and Financial Law – The Global Crisis* (MARIO GIOVANOLI / DIEGO DEVOS (ed.)), London: Oxford University Press, 2010, págs. 449 a 483
- GONÇALVES, Pedro, *Entidades Privadas com Poderes Públicos*, Coimbra: Almedina, 2008 [reimpressão]
- GOODHART, Charles / SCHOENMAKER, Dirk, "Should the functions of monetary policy and banking supervision be separated?", *Oxford Economic Papers* (1995), págs. 539 a 560
- ___, "Fiscal Burden Sharing in Cross-Border Banking Crisis", *International Journal of Central Banking*, Vol. 5, No. 1, pp. 141-165, 2009; EFA 2008 Athens Meetings Paper [disponível em <http://ssrn.com/abstract=965529>]
- GORTSOS, Christos, "The Proposals of the Larosière Group on the future of financial supervision in the European Union", in *International Monetary and Financial Law – The Global Crisis* (MARIO GIOVANOLI / DIEGO DEVOS (ed.)), London: Oxford University Press, 2010, págs. 127 a 145
- HARDY, Daniel C., "A European Mandate For Financial Sector Supervisors in the EU", IMF Working Paper (WP/09/05), 2009 [disponível em "www.imf.org"]
- HERMES, Georg, "Abhängige und unabhängige Verwaltungsbehörden – ein Überblick über die Bundesverwaltung", in *Unabhängige Regulierungsbehörden* (JOHANNES MASING / GÉRARD MARCOU), Tübingen: Mohr, 2010, págs. 53 a 97

- HEUN, Werner, "Der Staat und die Finanzkrise", *JZ* (2010), págs. 53 a 62
- HOPT, Klaus, "Auf dem Weg zu einer neuen europäischen und internationalen Finanzmarktarchitektur", *NZG* (2009), págs. 1401 a 1408
- HOUSE OF COMMONS, *The Committee's Opinion on proposals for European financial supervision*, London: The Stationery Office Limited, 2009
- HOUSE OF LORDS, *The future of EU financial regulation and supervision*, Volume I: Report, London: Authority of the House of Lords, 2009
- JACKSON, Howell E., "Learning from Eddy: A Meditation Upon Organizational Reform of Financial Supervision in Europe" Harvard Law School Working Paper, 2009 [disponível em <http://ssrn.com/abstract=1325510>]
- JAFFEE, Dwight / LYNCH, Anthony W. / RICHARDSON, Matthew / NIEUWERBURGH, Stijn Van, "Mortgage Origination and Securitization in the Financial Crisis", in *Restoring Financial Stability – How to Repair a Failed System*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2009 [VIRAL V. ACHARYA / MATTHEW RICHARDSON (ed.)], págs. 61 a 82
- JOUSEN, Bart P. M., "The limitations of regulating macro-prudential supervision in Europe", *Journal of International Banking Law and Regulation* (2010), págs. 493 a 501
- KAHL, Wolfgang: Calliess / Ruffert, EUV/AEUV, 4ª edição, München: C. H. Beck, 2011, Art. 4 EUV
- ___: Calliess / Ruffert, EUV/AEUV, 4ª edição, München: C. H. Beck, 2011, Art. 114 AEUV
- KAUBE, Jürgen, "Die Wiederkehr des Verdrängten", in *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 17 de Março de 2011, pág. 1
- KUCEROVA, Zuzana, "The impact of financial crisis on financial supervision in the EU, the USA and the Czech Republic", *Bulletin of the Transilvania University of Brasov* (2010), págs. 271 a 280
- KÜHNHARDT, Ludger, *European Integration: Challenge and Response – Crises as Engines of Progress in European Integration History*, Discussion paper C157, Zentrum für Europäische Integrationsforschung, 2006, disponível em http://www.zei.de/download/zei_dp/dp_c157Kuehnhardt.pdf
- LAWSON, Jeremy / BARNES, Sebastian / SOLLIE, Marte, "Financial Market Stability in the European Union – Enhancing Regulation and Supervision", *OECD Economics Department Working Papers*, nº670, OECD Publishing, 2009
- LEHMANN, Matthias / MANGER-NESTLER, Cornelia, "Die Vorschläge zur neuen Architektur der europäischen Finanzaufsicht", *EuZW* (2010), págs. 87 a 92
- LENAERTS, Koen / NUFFEL, Piet van, *European Union Law*, 3ª edição, Londres: Sweet & Maxwell, 2011
- LOMBARD, Martin, "Warum bedient man sich im Bereich der Wirtschaft unabhängiger Behörden? – Typologie ihrer Aufgaben", in *Unabhängige Regulierungsbehörden* [JOHANNES MASING / GÉRARD MARCOU], Tübingen: Mohr, 2010, págs. 143 a 169

- LOUIS, Jean-Victor, "The Implementation of the Larosière Report: a progress report", in *International Monetary and Financial Law – The Global Crisis* (MARIO GIOVANDLI / DIEGO DEVOS (ed.)), London: Oxford University Press, 2010, págs. 146 a 176
- MASCIANDARO, Donato, "Financial supervision architecture and the role of central banks", *Transnational Lawyer* (2005), págs. 351 a 370
- MASCIANDARO, Donato / NIETO, Maria / QUINTYN, Marc, "Will they sing the same tune? Measuring convergence in the new European system of financial supervisors", Centre for Economic Policy Research (Policy Insight nº 37) [disponível em http://www.cepr.org/pubs/PolicyInsights/CEPR_Policy_Insight_037.asp]
- MASERA, Rainer, "Enhancing European Supervision" [discurso na conferência Towards a new supervisory architecture in Europe], Maio 2009 [disponível online em "ec.europa.eu"),
- MEERTEN, H. van / OTTOW, A., "The proposals for the European Supervisory Authorities: the right (legal) way forward?", 2009 [disponível em <http://ssrn.com/abstract=1517371>]
- MOLONEY, Niamh, "EU Financial Market Regulation after the Global Financial Crisis: "more Europe" or more risks?", *CMLRev* (2010), págs. 1317 a 1383
- MÜLBERT, Peter O. / WILHELM, Alexander, "Reform of EU Banking and Securities Regulation after the Financial Crisis", *Banking & Finance Law Review* (2011), págs. 187 a 231
- OECD, *The Financial Crisis – Reform and Exit Strategies*, OECD 2009
- ONADO, Marco, "La supervisión financiera europea dopo il Rapporto de Larosière: siamo sulla strada giusta?", *Bancaria Special Issue No. 03-2010*, 2010 [disponível em <http://ssrn.com/abstract=1603784>]
- OPPERMANN/ CLASSEN/ NETTESHEIM, *Europarecht*, 4ª edição, München: C. H. Beck, 2009
- PAN, Eric J., "Four Challenges to Financial Regulatory Reform", 2010 [disponível em <http://ssrn.com/abstract=1521504>]
- PAPATHANASSIOU, Chryssa / ZAGOURAS, Georgios, "Mehr Sicherheit für den Finanzsektor: der Europäische Ausschuss für Systemrisiken und die Rolle der EZB", *WM* (2010), págs. 1584 a 1588
- PEREIRA, José Nunes, "A Caminho de uma Nova Arquitectura da Supervisão Financeira Europeia", in *Revista de Concorrência e Regulação*, Ano I, nº2 (2010), págs. 167 a 207
- PISTOR, Katharina, "Host's Dilemma: Rethinking EU Banking Regulation in Light of the Global Crisis", Finance Working Paper 286/2010, Columbia University Law School, 2010 [disponível em http://ssrn.com/abstract_id=1631940]
- RECINE, Fabio / TEIXEIRA, Pedro Gustavo, "The new financial stability architecture in the EU", Paolo Baffi Centre Research Paper No. 2009-62 [disponível em <http://ssrn.com/abstract=1509304>]
- RODRIGUEZ, Pablo Iglesias, "Towards a new european financial supervision architecture", *The Columbia Journal of European Law Online* (2009), págs. 1 a 4 [disponível em: <http://www.cjel.net/wp-content/uploads/2009/10/rodriguez.pdf>]

- ROSSI, Matthias; Calliess / Ruffert, EUV/AEUV, 4ª edição, München: C. H. Beck, 2011, Art. 352 AEUV
- RUDING, Onno, "From national to European Regulation: Towards European Financial Supervisory Authorities", in *CEPS Policy Brief*, nº209, Maio 2010 [disponível em "www.ceps.eu"]
- SCHOENMAKER, Dirk, "The Financial Trilemma", Dezembro 2010 [disponível em <http://ssrn.com/abstract=1340395>]
- ___, "Burden Sharing: From Theory To Practice", DSF Policy Paper nº6, Duisenberg School of Finance, Outubro 2010 [disponível em <http://ssrn.com/abstract=1690856>]
- SCHWARZ, Steven L., "Systemic Risk", *The Georgetown Law Journal* (2008), págs. 194 a 247 [também disponível em <http://ssrn.com/abstract=1008326>]
- SMITS, René, "Europe's Post-Crisis Supervisory Arrangements – a Critique", in *Revista de Concorrência e Regulação*, Ano I, nº2 (2010), págs. 125 a 165
- STIGLITZ, Joseph, *Freefall*, New York: Norton & Company, Inc., 2010
- STIGLITZ, Joseph (coord.), *The Stiglitz Report – Reforming the international monetary and financial systems in the wake of the global crisis*, New York: The New Press, 2010
- STRAWBRIDGE, Bryan S., "A ship without a captain at the helm: the need for the development and implementation of a supra-national prudential supervision to oversee the european union financial sector", *Indiana International & Comparative Law Review* (2010), págs. 111 a 143
- TEIXEIRA, Pedro Gustavo, "The Evolution of the Law and Regulation of the Single European Financial Market Until the Crisis", in *Revista de Concorrência e Regulação*, Ano I, nº2 (2010), págs. 209 a 251
- THE HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU, *Report*, Bruxelas, 2009 [Relatório de Larosière]
- TRIDIMAS, Takis, "EU Financial Regulation: Federalization, Crisis Management, and Law Reform", in *The Evolution of EU Law* (PAUL CRAIG / GRÁINNE DE BÚRCA), Oxford: Oxford University Press, 2011
- TUMPEL-GUGERELL, Gertrude, "The new financial architecture and the role of Europe" (discurso disponível em: <http://www.bis.org/review/r090522e.pdf>)
- WOOD, Philip, *Law and Practice of International Finance (University Edition)*, Londres: Sweet and Maxwell, 2008
- WYMEERSCH, Eddy, "The institutional reforms of the European Financial Supervisory System, an interim report", Working Paper, Financial Law Institute: Universiteit Gent, 2010 [disponível em <http://ssrn.com/abstract=1541968>]
- ZIMMERMANN, Klaus F. / SCHÄFER, Dorothea, *Finanzmärkte nach dem Flächenbrand – Warum es dazu kam und was wir daraus lernen müssen*, Wiesbaden: Gabler, 2010

ABREVIATURAS

CML Rev	Common Market Law Review
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
IMF	International Monetary Fund
JZ	Juristen Zeitung
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
TFUE	Tratado de Funcionamento da União Europeia
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht