

# A REFORMA DO SISTEMA PORTUGUÊS DE SUPERVISÃO FINANCEIRA

SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES <sup>(1)</sup>

**SUMÁRIO:** I — Introdução. 1. Apresentação do tema. 2. Enquadramento: a reforma e a crise financeira. 2.1. Enquadramento internacional. 2.2. Enquadramento nacional. 3. Noções prévias. 3.1. Supervisão e regulação. 3.2. Supervisão prudencial e supervisão comportamental. 3.2.1. Supervisão prudencial. 3.2.2. Supervisão comportamental. II — O sistema português de supervisão financeira. 4. O sistema originário: modelo de supervisão especializada. 5. Evolução para um sistema híbrido ou impuro. 5.1. A banca universal. 5.2. A instituição do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF). 5.3. O surgimento do Comité Nacional de Estabilidade Financeira (CNEF). 5.4. A criação do Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria (CNSA). 6. O panorama institucional do sistema de supervisão financeira em finais de 2009. III — A reforma do sistema de supervisão financeira. 7. Objectivos da reforma. 8. Modelos organizativos da supervisão financeira. 8.1. Modelos clássicos. 8.1.1. Sistema monista ou de supervisor único. 8.1.2. Modelo *Twin Peaks* (“picos gémeos”) ou de duplo supervisor. 9. O modelo proposto para a reforma em Portugal. 9.1. Características. 9.2. Implicações. IV — Conclusões. V — Bibliografia.

## I — Introdução

### 1. Apresentação do tema

O tema da reforma do sistema de supervisão financeira vem assumindo de forma progressiva, desde Setembro de 2009, grande centralidade

---

<sup>(1)</sup> Mestre em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. Este texto terminou de ser escrito em Julho de 2010, tendo sido elaborado a partir da exposição oral proferida pela autora sobre o tema na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa em 15 de Dezembro de 2009, no âmbito do 14.º curso de Pós-Graduação em Direito dos Valores Mobiliários organizado pelo Instituto dos Valores Mobiliários.

no domínio político-legislativo, no debate institucional europeu, nos meios académicos e também nos *media* <sup>(2)</sup>.

O tema reveste singular interesse e actualidade. A procura de um formato ou arquitectura adequados à supervisão financeira tem despertado inúmeras reflexões na Europa e no mundo nos últimos anos e a demonstrá-lo está o significativo número de *papers*, discursos e estudos sobre a matéria. É um tema a compreender no quadro da crise financeira que eclodiu em meados de 2007, embora não se compreenda só à luz desta crise <sup>(3)</sup>, sendo a oportunidade do assunto justificada por alguns com o facto de se entender que, passado “o pior da crise” já haveria condições para a mudança por a reforma ser, ela própria, restauradora da confiança no sector financeiro <sup>(4)</sup>.

Mas o que nos propomos tratar?

A questão central subjacente à temática da reforma do sistema português de supervisão financeira é a de saber como se devem traduzir de forma harmonizada os objectivos da supervisão do mercado financeiro em termos de estrutura institucional. Saber qual o modelo institucional que melhor assegura esses objectivos (se um modelo integrado por uma ou mais autoridades) e como afectar as competências de supervisão às enti-

---

<sup>(1)</sup> Com efeito, fazendo referência aos condicionamentos de natureza legal, institucional e política da reforma do sistema de supervisão financeira no domínio institucional europeu, ver José Nunes Pereira, in “*A Reforma Europeia do Plano de Acção para os Serviços Financeiros: Uma futura Autoridade de Supervisão Financeira?*”, «Direito dos Valores Mobiliários», Coimbra Editora, 2007, pág. 156: “Não basta discutir sobre os méritos das várias soluções de organização institucional da regulação e da supervisão financeiras, indagando do figurino mais ajustado ao mercado financeiro único na União Europeia. É também preciso que tais soluções sejam viáveis dos pontos de vista político e jurídico.”

<sup>(2)</sup> Dito de outro modo: a crise financeira terá *acelerado* a procura de mecanismos de aperfeiçoamento em matéria de supervisão financeira no sentido de reforçar a sua eficácia em sede de prevenção e controlo de crises e a estabilidade financeira internacional mediante troca de informação e cooperação entre supervisores. Neste sentido, Julio Segura, *Foro Iberoamericano de modelos de supervisión. Reflexiones en torno a los modelos de supervisión. Conferencia de Apertura, 19 de septiembre de 2008*, in <http://www.cnmv.es>.

<sup>(4)</sup> Pode, de facto, argumentar-se no sentido de os momentos de crise não serem os melhores momentos para acomodar reformas, até porque a situação de crise prejudicaria a análise custo-benefício das alterações regulatórias a implementar. Contudo, a realidade demonstra que só em momentos de crise é possível obter o apoio necessário para a adopção de reformas ambiciosas pois só a observação directa e próxima das consequências das imperfeições que as reformas pretendem corrigir proporciona a motivação suficiente e o apoio necessário para que as mudanças resultem viáveis de um ponto de vista político. Neste sentido, *cf.*: Julio Segura, *Crisis, reformas y supervisión financiera. Acto de presentación de la Revista del colegio de economistas de Madrid. España 2009 — un balance*, pág. 2-3.

dades administrativas independentes existentes ou a criar para o efeito, estas são as questões principais que se colocam a propósito do tema.

Mais recentemente, à temática assim equacionada vem juntar-se também a questão de saber qual deve ser, no modelo de cada país, o papel atribuído ao respectivo Banco central no que toca à atribuição de funções de supervisão <sup>(5)</sup>.

Assim, conhecer e compreender a evolução do sistema de supervisão financeira em Portugal, conhecer ainda os diferentes modelos de estruturação institucional da supervisão (tipos, vantagens, desvantagens), apresentar a reforma político-legislativa que, nesta data (Julho de 2010), se encontra em curso no nosso país e ponderar as suas implicações positivas e negativas, eis o âmbito deste texto.

A análise do tema centra-se, pois, na perspectiva predominante de Direito português, isso é, não aborda a vertente mais abrangente da temática da reforma da supervisão, que é a da criação de autoridades de supervisão financeira europeias.

## 2. Enquadramento: a reforma e a crise financeira

### 2.1. Enquadramento internacional

A resposta à questão de saber por que razão se debate actualmente a reforma do sistema português de supervisão financeira anda inevitavelmente ligada à situação de crise financeira internacional, que eclodiu em meados de 2007. Uma perturbação inicialmente localizada num país concreto (E.U.A.) num segmento modesto como o mercado de crédito foi capaz de se contagiar ao resto do mundo afectando fortemente empresas não directamente expostas aos riscos do *subprime*. Rapidamente, uma crise hipotecária converteu-se numa crise de liquidez e fundamentalmente numa crise de confiança dos agentes financeiros <sup>(6)</sup>.

---

<sup>(5)</sup> Colocando esta questão, veja-se, entre outros, Eddy Wymeersch, *The Structure of Financial Supervision in Europe. About single, twin peaks and multiple financial supervisors*, Working Paper Series, 2006, pág. 36; Gonzalo Gil, *El sistema financiero español: situación actual y perspectivas a medio plazo*, in «*Perspectivas de los mercados de valores: supervisión y regulación, libro conmemorativo del XX aniversario de la CNMV*», Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), pág. 74.

<sup>(6)</sup> Sobre a descrição genérica da crise financeira internacional, Jose Massa, *Algunas reflexiones sobre la crisis financiera*, in «*Revista de Derecho Bancario y Bursátil*», Año XXVIII, Julio-Septiembre 2009, pág. 19-28.

Na verdade, o funcionamento do sistema financeiro permitiu até então o reconhecimento de incentivos e a assunção excessiva de riscos por parte de alguns agentes que se mostraram incapazes de os avaliar correctamente. A regulação e a supervisão financeiras não só não foram capazes de prevenir os efeitos adversos destes incentivos sobre a estabilidade financeira como, inclusivamente, em certas ocasiões, contribuíram para que os mesmos se verificassem.

A avaliação que se fez das causas da crise revelou ser necessário repensar a arquitectura da supervisão com vista a reforçar, desde logo, a intervenção dos supervisores em alguns domínios da actividade financeira com relevância sistémica e também sobre alguns agentes, que estavam fora do perímetro de regulação e de supervisão. É o caso dos *hedge funds* e de outros veículos de investimento alternativo. As abordagens de vários países a estes produtos eram, até aqui, fragmentadas e as respostas que forneciam inadequadas, justificando-se assim a necessidade de rever e reforçar a supervisão dos riscos macro-prudenciais <sup>(7)</sup>.

A crise revelou também a necessidade de repensar o quadro normativo das *agências de notação de risco (rating)* tendo-se identificado deficiências na sua actuação. Concluiu-se pela insuficiência da auto-regulação neste domínio (conflitos de interesse no processo de notação, falta de qualidade das metodologias adoptadas e das notações produzidas, necessidade de reforçar a transparência e exigir registo e supervisão da actividade).

A crise revelou ainda a necessidade de dotar de transparência a situação das chamadas jurisdições não cooperantes o que, em Portugal, deu lugar à Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho, e ao Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro (regulam, respectivamente, a revisão do regime sancionatório no sector financeiro em matéria criminal e contra-ordenacional e a aprovação de medidas de reforço do limite de cobertura do Fundo de Garantia de Depósitos e do Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo e dos deveres de informação e transparência no âmbito da actividade financeira e dos poderes de coordenação do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros).

Finalmente, a crise levou a que se recolocasse no centro do debate a temática do governo societário, em particular no que diz respeito às políticas remuneratórias com o objectivo de fomentar o crescimento sustentado

---

<sup>(7)</sup> Neste sentido, *cf.* Carlos Costa Pina, *Workshop sobre regulação e supervisão financeiras*, 2 de Julho de 2009, pág. 12 (intervenção disponível em [www.min-financas.pt/discursos/int\\_SETF\\_20090702.pdf](http://www.min-financas.pt/discursos/int_SETF_20090702.pdf)).

e a responsabilidade social das empresas (também aqui importa a Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho).

Às necessidades e iniciativas identificadas acrescem as de reforço da resiliência do sistema financeiro nacional.

Foi neste contexto global que surgiu, na agenda da União Europeia, o tema da reforma da supervisão, sendo ambição assumida pelas instituições europeias reformar o quadro europeu de supervisão financeira, conforme o relatório Larosière <sup>(8)</sup>.

---

<sup>(8)</sup> Em Outubro de 2008 foi constituído um grupo de peritos (o Grupo Larosière) em resultado do processo de turbulência nos mercados financeiros. A finalidade deste grupo era a de fazer recomendações à Comissão Europeia com vista a reforçar a supervisão financeira em todos os sectores, com o objectivo de estabelecer um sistema de supervisão na Europa mais sustentável, eficiente e integrado e também com vista a reforçar a cooperação entre supervisores financeiros e suas contrapartes internacionais. O primeiro relatório Larosière foi publicado em 25 de Fevereiro de 2009. Este relatório consagra um conjunto de recomendações que vieram a constituir a chave para a discussão sobre o tema nos meses e anos próximos. O relatório sublinha áreas de preocupação tanto no campo da regulação como no da supervisão financeira e estabelece cerca de 30 recomendações. O relatório desenha uma dupla perspectiva de reforma, separando a vertente micro-prudencial e a vertente macro-prudencial da supervisão. Na primeira vertente (micro-prudencial), o passo seria mais limitado mas implicaria, ainda assim, a criação de novos organismos comunitários para a banca, seguros e mercado de capitais, a partir das entidades de coordenação já existentes, com poderes reforçados para assegurar em concreto uma efectiva articulação entre funções de supervisão exercidas pelos reguladores nacionais. Na segunda vertente (macro-prudencial), dar-se-ia um passo mais ousado na reforma da supervisão com a criação de um novo organismo supranacional (um Conselho Europeu de Risco Sistémico com a participação do Banco Central Europeu, de bancos centrais e reguladores nacionais). Assim, teríamos: um regulador de topo para o risco sistémico no topo — o Conselho Europeu para o risco sistémico — que o Relatório recomenda que seja domiciliado no BCE; reguladores funcionais no patamar intermédio (autoridade bancária europeia, autoridade seguradora europeia e autoridades do mercado de valores europeia, para as respectivas funções); reguladores nacionais para as 3 áreas funcionais, no patamar inferior. Os reguladores funcionais do patamar intermédio e inferior trabalhariam em conjunto; os reguladores nacionais, coordenariam a sua supervisão dia-a-dia; os reguladores europeus coordenariam a supervisão global, macro prudencial, e as actividades de resolução de crises e, finalmente, o Conselho Europeu de Risco Sistémico decidiria sobre o conjunto da política macro-prudencial, aplicando alertas de risco como contributos para os supervisores europeus. Sobre o relatório Larosière, *cf.*: *El informe Larosière de Febrero de 2009 sobre la crisis financiera*, in «Revista de Derecho Bancario y Bursatil», 114, Año XXVIII, Abril-Junio 2009, pág. 282-285. No seguimento da apresentação deste relatório foi apresentada pela Comissão Europeia a 4 de Março, uma Comunicação baseada nesse relatório. Nesta Comunicação, a Comissão Europeia procura traçar um roteiro das possíveis iniciativas que permitam um duplo movimento virtuoso. Por um lado, trata-se de pôr em marcha um conjunto de reformas da regulação financeira, tomando como ponto de partida as propostas do relatório Larosière. Neste contexto, e em paralelo, a Comissão lançou um inquérito dirigido aos accionistas potencialmente interessados nas possíveis

Os dois casos em que se tornou mais notória a reacção das autoridades reguladoras e supervisoras perante as perturbações registadas nos mercados de valores foram os Estados Unidos e o Reino Unido, tendo o sector financeiro em Portugal resistido resilientemente à crise não só por este sector ter uma exposição limitada aos designados por «activos tóxicos» mas também pela ausência de uma “bolha” no mercado imobiliário português.

## 2.2. Enquadramento nacional

Em Portugal, a reforma do modelo institucional de supervisão financeira foi proposta no seguimento do compromisso assumido pelo XVII Governo constitucional, após a reunião do Conselho Nacional do Mercado de Valores Mobiliários<sup>(9)</sup>, que decorreu a 17 de Julho de 2009<sup>(10)</sup>.

No final dessa legislatura, a 11 de Setembro de 2009, foi colocado para consulta pública um documento intitulado *Reforma da Supervisão Financeira em Portugal*<sup>(11)</sup>, consulta pública que terminou a dia 30 de Outubro de 2009.

Nesse documento, projectava-se para o início de 2010 a aprovação da legislação conformadora da Reforma, à qual se seguiria, até Setembro de 2010, a implementação da mesma<sup>(12)</sup>.

---

iniciativas de reforma baseadas ou inspiradas no relatório Larosière (sem pressupor à partida um acolhimento global das conclusões do relatório). Por outro lado, tratar-se-ia de dinamizar as medidas de estímulo económico à escala europeia, visando o início de uma recuperação e a promoção do emprego (defesa do emprego que será o “leitmotiv” de um Conselho Europeu em Maio próximo).

<sup>(9)</sup> O Conselho Nacional do Mercado de Valores Mobiliários (CNMVM) é um órgão consultivo do Ministro das Finanças, integrado no Conselho Superior de Finanças, que deve pronunciar-se sobre as matérias referidas no n.º 2 do artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 473/99, de 8 de Novembro, que aprovou o estatuto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. A inserção sistemática da previsão deste órgão não pode deixar de merecer reparo porquanto, de um lado, a inserção sistemática adequada à previsão de um órgão consultivo ministerial é a respectiva Lei orgânica bem como porque, de outro, a natureza e competências deste Conselho consultivo ultrapassam significativamente a esfera de actuação da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

<sup>(10)</sup> Ver Comunicado de Imprensa em <http://www.min-financas.pt/comunicados/2009>.

<sup>(11)</sup> O documento que apresenta e submete o projecto de reforma a consulta pública pode ser consultado em [www.epcari.min-financas.pt/consulta-publica/reforma-da-superviso-financiera-em-portugal](http://www.epcari.min-financas.pt/consulta-publica/reforma-da-superviso-financiera-em-portugal).

<sup>(12)</sup> À data em que escrevemos sobre o tema (Julho de 2010) a reforma é um processo em curso que não logrou ainda concretizar-se.

Nesta proposta de reforma, o que está em causa não é *criar de raiz* um novo modelo de supervisão, o que seria substancialmente distinto de *reformular* um modelo de supervisão já existente <sup>(13)</sup>. O que está em ponderação é uma reorganização do sistema vigente e, por isso, além de considerações de ordem teórica-técnica, não podemos perder de vista as circunstâncias culturais e histórias que caracterizam as instituições portuguesas que compõem o nosso actual sistema de supervisão. A reforma comporta, portanto, questões normativas, decorrentes de opções sobre as vantagens ou desvantagens de alguns modelos teóricos de supervisão; mas implica também ponderações de ordem prática e de eficiência, decorrentes de uma análise custo benefício, que se impõe realizar. Este é, portanto, um texto que não trata da bondade teórica dos vários modelos de supervisão financeira possíveis mas que se debruça sobre o modelo concreto que, nesta data, está sob discussão em Portugal.

A reforma do sistema de supervisão financeira foi despoletada por se considerar existir “espaço para introduzir aperfeiçoamentos no modelo institucional de regulação e supervisão do sistema financeiro em Portugal” <sup>(14)</sup>. Deve registar-se a ideia, também ao tempo transmitida, no sentido de que tais aperfeiçoamentos iriam para além das medidas em curso e já adoptadas ou a adoptar no plano comunitário <sup>(15)</sup>.

Em traços largos, a reforma então proposta assenta na ideia de transição do actual modelo de supervisão tripartido para um modelo designado por *twin peaks* (“picos gémeos”), baseado na existência de duas (em vez de três) entidades autónomas e independentes entre si, sendo que ambas teriam poderes transversais sobre todos os sectores do sistema financeiro (crédito, segurador e mobiliário).

A repartição de competências entre as duas autoridades de supervisão passaria a fazer-se em função da natureza prudencial ou comportamental da mesma, sendo um dos pressupostos fundamentais da reforma o de que não estaria em causa o reconhecimento da falência do modelo de super-

---

<sup>(62)</sup> Fazendo um paralelismo com as reformas fiscais, Julio Segura, *ob. cit.*, pág. 4, designa as reformas de modelos existentes por *reformas marginais*.

<sup>(63)</sup> Ver o Comunicado de Imprensa já citado na nota 10.

<sup>(64)</sup> Entre elas, a transformação do sistema comitológico, com órgãos de natureza consultiva, para um verdadeiro Sistema Europeu de Supervisores Financeiros assente na criação, já em 2010, de 3 novas autoridades de supervisão financeira (Banca, Seguros e Mercado de Valores), com evolução subsequente para um sistema *twin peaks*, a que acresceria a criação de um Conselho Europeu de Risco Sistémico (sob a égide do Banco Central Europeu). Trata-se da concretização das propostas do Relatório *Larosière*.

visão até aqui existente em Portugal mas somente a necessidade de aperfeiçoamento do mesmo, reforçada pela crise e pela oportunidade que esta ditou de o fazer beneficiar das melhorias que, também a nível comunitário, já então estavam a ser adoptadas.

A ideia de reforma enquanto oportunidade para aperfeiçoar o sistema e preencher lacunas de supervisão resultantes da inovação financeira que decorreu da integração dos mercados financeiros verificada após a introdução do euro é, com efeito, aquela que mais se coaduna com a avaliação realizada desde o final de 2005 até meados de 2006 pelo Fundo Monetário Internacional que, ao avaliar o sistema financeiro português, concluiu no sentido de este ser um sistema «sólido e bem supervisionado» e de a estrutura de supervisão portuguesa ser, por sua vez, «profissional e activa, situando-se ao nível dos padrões internacionais». Ao tempo, equacionava-se apenas o estreitamento das estruturas de articulação entre supervisores mas não uma reforma propriamente dita, que hoje melhor se compreende à luz da crise económico-financeira.

### 3. Noções prévias

#### 3.1. Supervisão e regulação

Na medida em que a reforma sob análise tem como critério de repartição de competências entre as duas entidades de supervisão preconizadas o da natureza prudencial ou comportamental da supervisão a efectuar, consideramos útil clarificar alguns conceitos não só para a melhor delimitação do objecto de análise mas também porque se trata de conceitos a que iremos recorrer ao longo de toda a exposição.

No tema em presença, o conceito de supervisão é empregue em sentido *lato*, o que abrange a actividade de regulação e a actividade de supervisão em sentido restrito <sup>(65)</sup>.

Entende-se por regulação a actividade de elaboração de normas regulamentares bem como de actos interpretativos (pareceres genéricos, por ex.) ou mesmo recomendações, que são tipicamente emanados pelas autoridades de supervisão. A regulação pode também ser entendida não só enquanto sistema de criação de condições normativas mas também de

---

<sup>(65)</sup> Vale aqui a distinção tradicionalmente empregue no Direito português. Cfr: Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2009, pág. 248 e segs.



condições institucionais, que promovam a existência e o funcionamento dos mercados e serviços neles prestados <sup>(17)</sup>.

Já a supervisão é um conceito empregue ao longo do texto quer em sentido amplo, quer no seu sentido restrito, significando esta a actividade administrativa de vigilância permanente de actos, pessoas ou documentos e que tem em vista prevenir, detectar e perseguir ilícitos e evitar perturbações no mercado <sup>(18)</sup>.

Elaboração de normas, por um lado, e verificação da conformidade das situações com as referidas normas, eis o conteúdo essencial do conceito de supervisão.

### **3.2. Supervisão prudencial e supervisão comportamental**

#### *3.2.1. Supervisão prudencial*

A supervisão em sentido restrito pode, por sua vez, dividir-se entre supervisão prudencial e supervisão comportamental, as quais se distinguem pelos objectivos que prosseguem <sup>(19)</sup>.

Assim, podemos identificar a estabilidade e a resiliência do sistema financeiro, e de cada instituição actuante no sistema, como o principal objectivo da supervisão prudencial. Este é o elemento central apto a construir a confiança pública no sistema, sem a qual nenhum sistema financeiro pode funcionar ou sobreviver <sup>(20)</sup>. Além destes, há outros objectivos com carácter intermédio a imputar à supervisão prudencial, como seja o da prevenção dos vários tipos de risco (risco sistémico, risco de crédito ou mesmo risco de mercado). Mas a estabilidade do sistema financeiro, alicerçada na estabilidade económica-financeira das instituições supervisionadas “desde que se constituem até que cessem a sua actividade” <sup>(21)</sup> é, sem dúvida, o principal objectivo da supervisão prudencial.

---

<sup>(66)</sup> Neste sentido, José Nunes Pereira, *A Reforma Europeia do Plano de Acção para os Serviços Financeiros: Uma futura Autoridade de Supervisão Financeira?*, in «Direito dos Valores Mobiliários», Coimbra Editora, 2007, pág. 140.

<sup>(67)</sup> Cfr. Paulo Câmara, *ob. cit.*, pág. 267.

<sup>(68)</sup> Sobre a supervisão prudencial e comportamental, cfr. Luís Máximo dos Santos, *Regulação e Supervisão Bancária*, in «Regulação em Portugal: Novos Tempos. Novo Modelo?», Almedina, 2009, pág. 76 e segs.

<sup>(69)</sup> Neste sentido, Eddy Wymeersch, *ob. cit.*, pág. 4.

<sup>(70)</sup> Neste sentido, Luís Máximo dos Santos, *ob. cit.*, pág. 80.

Como veremos, os objectivos da estabilidade e da saúde financeira do sistema e de cada instituição individualmente considerada surge tradicional e historicamente associado ao sector bancário, embora tenham passado a ser indiscutivelmente também objectivos do mercado de valores mobiliários e do sector segurador.

Questão diversa é a de saber como se realiza a supervisão prudencial. Genericamente, pode afirmar-se que as exigências relativas a controlo da adequação de fundos próprios, nomeadamente no que diz respeito à fixação de requisitos mínimos, procedimentos de selecção e entrada no mercado, manutenção de níveis adequados de liquidez, assim como o que tange à idoneidade dos detentores de participações qualificadas, visam a realização da supervisão prudencial na medida em que têm em vista o objectivo último da estabilidade financeira e da prevenção do risco e são, nesse sentido, instrumentos fundamentais a supervisão prudencial <sup>(22)</sup>.

### 3.2.2. Supervisão comportamental

Por supervisão comportamental entende-se a actividade direccionada ao acompanhamento e fiscalização do comportamento das instituições relativamente aos mercados e aos “consumidores” de serviços financeiros <sup>(23)</sup>. Trata-se da actividade que incide sobre a fiscalização do cumprimento das normas de conduta, dos deveres de informação, das regras relativas à publicidade, ao conflito de interesses bem como às medidas organizativas de cada instituição. Encerra também o âmbito da supervisão comportamental a matéria relativa à protecção dos consumidores de serviços financeiros e à tutela dos seus direitos e interesses legítimos <sup>(24)</sup>.

Do ponto de vista do objectivo deste tipo de supervisão, trata-se de assegurar a transparência (na actuação das entidades, na formação de preços,

<sup>(21)</sup> Sobre a efectuação da supervisão prudencial veja-se António Menezes Cordeiro, *Manual de Direito Bancário*, Almedina, Coimbra, 1998, pág. 136 e segs. e Luis Máximo dos Santos, *ob. cit.*, pág. 81 (principais regras prudenciais).

<sup>(22)</sup> Sobre a Supervisão Comportamental em Portugal, veja-se Maria Lúcia Leitão, *O que é a supervisão Comportamental?*, in «Inforbanca», n.º 4, Julho-Setembro, 2009, pág. 4-7.

<sup>(23)</sup> Enfatizando a importância da supervisão comportamental enquanto supervisão orientada ao acompanhamento da forma como as instituições comercializam os seus produtos e serviços, vigiando a actuação destas nas relações que estabelecem com os seus clientes, vide Maria Lúcia Leitão, *O que é a Supervisão Comportamental?*, in «Inforbanca», n.º 4, Julho-Setembro, 2009, pág. 4-7.

na informação a prestar, etc.), a regularidade do funcionamento dos mercados, das instituições e dos sistemas e a protecção do público consumidor.

## II — O sistema português de supervisão financeira

### 4. O sistema originário: modelo de supervisão especializada

O modelo de supervisão vigente em Portugal assenta, desde a sua origem, na existência de três autoridades de supervisão: o Banco de Portugal, o Instituto de Seguros de Portugal e a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Estas entidades são distintas, autónomas e independentes entre si e formam originariamente um sistema que pode reconduzir-se ao que a doutrina qualifica de sistema de supervisão especializada, também denominado por outros como modelo de supervisão institucional <sup>(25)</sup>.

O Banco de Portugal tem hoje 163 anos, embora a função de supervisão bancária só seja por ele exercida desde 1975. Antes disso, competia à Repartição de Comércio, no final do séc. XIX, e à Inspeção Geral de Créditos e Seguros <sup>(26)</sup>.

O Instituto de Seguros de Portugal tem 27 anos, ainda que antes deste Instituto a supervisão seguradora tenha estado a cargo da Inspeção Geral de Seguros e desde 1976 do Instituto Nacional de Seguros, extintos em 1982 e substituídos pelo agora ISP <sup>(27)</sup>.

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários tem 19 anos, tendo sido criada pelo Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril, no âmbito do Código do Mercado de Valores Mobiliários. É uma pessoa colectiva de direito público que tem como principais incumbências a regulamentação,

<sup>(24)</sup> No sentido da qualificação do sistema português como um sistema de supervisão especializada, *cf.*: Paulo Câmara, *Manual...*, *ob. cit.*, pág. 287 e segs. Sobre os vários modelos de regulação e o modelo de supervisão institucional ou especializada, veja-se também Pedro Ferreira Malaquias, Sofia Martins, Catarina Gonçalves de Oliveira, Paula Adrega Flor, *Modelos de Regulação (ou supervisão) do Sector Financeiro*. in «Actualidad Jurídica», Uria Menéndez, n.º 22, Ano 2009, em particular pág. 44 e segs. Além de Portugal, também a Espanha, a Grécia, a Itália e a França apresentam modelos de supervisão financeira numa base especializada.

<sup>(25)</sup> Para uma ilustração da evolução do papel do Banco de Portugal no sistema de supervisão em Portugal veja-se, António Menezes Cordeiro, *Direito Bancário — Relatório*, Almedina, 1997, pág. 42 a 51.

<sup>(26)</sup> Sobre o Instituto de Seguros de Portugal, veja-se Maria José Rangel de Mesquita, *Regulação da Actividade Seguradora: traços fundamentais*. in «Regulação em Portugal: Novos tempos, Novo modelo?», Almedina, 2009, em particular pág. 189 e segs.

supervisão, fiscalização e promoção dos mercados de valores mobiliários <sup>(28)</sup>.

O sistema recebe a designação de supervisão especializada na medida em que a cada subsector financeiro corresponde um supervisor. Dito de outro modo, a cada tipo de entidades tipicamente actuantes em cada um desses subsectores corresponde um supervisor ou ainda a cada tipo de actividades corresponde um supervisor (no pressuposto de que cada operador exerceria a sua actividade em apenas um desses subsectores).

Contudo, como veremos, as actividades das entidades supervisionadas no âmbito do sistema financeiro têm-se diversificado e interligado de modo muito significativo entre si, o que foi dificultando a actividade de supervisão assente neste modelo.

## 5. Evolução para um sistema híbrido ou impuro

### 5.1. A banca universal

A decisão de reforma do sistema de supervisão financeira é, como referimos, motivada não apenas pela situação de crise financeira que eclodiu no segundo semestre de 2007 mas igualmente pelo reconhecimento de que o sistema vigente (de supervisão especializada) se vinha tornando progressivamente imperfeito em consequência, em grande parte, de um crescente esbatimento das fronteiras entre os vários sectores que compõe o sistema financeiro <sup>(29)</sup>. Com efeito, a ideia de que a esfera de intervenção de cada autoridade de supervisão financeira (Banco de Portugal, Instituto de Seguros de Portugal e Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) seria delimitada em função da natureza da actividade a que respeitava, deixou de ser estanque. Assistimos à entrada dos bancos nas operações no mercado de capitais (289.º, 293.º Cód. VM); a adquirirem também capacidade para mediar seguros (art. 4.º, n.º 1, al. n), do RGICSF). Ocorreu, enfim, uma maior integração dos serviços financeiros (bancários, mobiliários e seguradores) oferecidos por conglomerados financeiros em todo o mundo.

---

<sup>(27)</sup> Sobre a história da CMVM, veja-se João Duque, *A Regulação do Sistema de Valores Mobiliários. Uma abordagem pela teoria financeira*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 6, Setembro-Outubro de 1999.

<sup>(28)</sup> Ainda que se tenha de reconhecer que, dependente dos segmentos de mercado em questão, a integração dos mercados vai desde plena integração para alguns mercados regulamentados até pequena ou nenhuma integração para outros mercados ditos “de retalho”. Neste sentido, *cf.* Eddy Wymeersch, *ob. cit.*, pág. 36.

Por outro lado, os objectivos da estabilidade e da saúde financeira, tradicionalmente ligados ao sector bancário, passaram a ser indiscutivelmente também um objectivo do mercado de valores mobiliários, como o confirma o art. 363.º deste código. Trata-se de estruturas de mercado cujos riscos inerentes à sua actividade — os riscos sistémicos são particularmente significativos, como é o caso dos sistemas de compensação e liquidação de transacções sobre valores mobiliários e das estruturas de contra-parte.

Por outro lado, ao Banco de Portugal foram atribuídos nos últimos anos, designadamente pelo Decreto-Lei n.º 1/2008, de 3 de Janeiro, poderes de supervisão comportamental sobre as instituições de crédito e sobre as sociedades financeiras (art. 73.º e segs. do RGICSF) tendo, com isso, a supervisão comportamental deixado de ser um tipo de supervisão a cargo exclusivo do Instituto de Seguros de Portugal e da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, aos quais andava habitualmente associado <sup>(30)</sup>.

Acresce ainda que, em 2007, foram atribuídas à CMVM competências para a regulação e a supervisão de produtos do sector segurador: os contratos de adesão individual a fundos de pensões abertos e os contratos de seguros ligados a fundos de investimento. Neste sentido, veja-se o art. 2.º, n.º 3, do Código dos Valores Mobiliários, introduzido pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro.

Tudo isto já era revelador do carácter mitigado da lógica da supervisão especializada tripartida. Embora não tenham desaparecido as fronteiras entre os três subsectores da actividade financeira, sentia-se progressivamente a necessidade de os supervisores financeiros estreitarem a cooperação entre si.

## **5.2. A instituição do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF)**

Este esbatimento de fronteiras deu origem, em 2000, à instituição do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, através do Decreto-Lei

---

<sup>(30)</sup> Com efeito, no preâmbulo do citado Decreto-Lei pode ler-se: «Dentro deste objectivo, o presente decreto-lei institui a supervisão comportamental das instituições de crédito e das sociedades financeiras, no quadro de atribuições do Banco de Portugal, dando a este último as competências que lhe permitam desenvolver uma actuação efectiva para assegurar o cumprimento das normas de conduta, seja por via de procedimentos officiosos, seja por via da apreciação de reclamações dos clientes».

n.º 228/200, de 23 de Setembro. Portugal começa a enquadrar-se então num *sistema de supervisão híbrido* ou *sistema especializado impuro* porque, apesar de vigorar o modelo institucional ou de supervisão especializada, instituiu-se em 2000 este novo mecanismo de coordenação Conselho Nacional de Supervisores Financeiros <sup>(31)</sup>.

Não se trata de uma nova autoridade de supervisão, nem são fundidas das 3 autoridades de supervisão que mantêm a sua autonomia e independência, mas é criada, à semelhança do que se verificava na Holanda, uma instância *supra* reguladores de coordenação.

Conferiu-se a presidência do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros ao Governador do Banco de Portugal, justificando-se a opção na circunstância de este ser o principal responsável pela estabilidade do sistema financeiro. São ainda membros do CNSF o membro do Conselho de Administração do Banco de Portugal com o pelouro da supervisão, o Presidente da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e o Presidente do Instituto de Seguros de Portugal.

O Conselho Nacional de Supervisores Financeiros tem competências de coordenação entre autoridades e funções de acompanhamento e de avaliação dos desenvolvimentos em matéria de estabilidade financeira, as quais são exercidas sem prejuízo das competências e autonomia das autoridades que o compõem.

Em termos de meios de actuação, o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros realiza consultas públicas sobre iniciativas que promove no âmbito das suas competências, designadamente sobre propostas de regulamentação.

As sessões do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros têm periodicidade mínima bimestral. De um modo geral, os temas em agenda são preparados por grupos de trabalho, criados para o efeito e compostos pelas três entidades, cujos relatórios são apresentados ao CNSF com propostas de decisão ou sugestões de actuação.

O Conselho Nacional de Supervisores Financeiros não tem personalidade jurídica própria nem quaisquer poderes de autoridade. Não tem também uma orgânica própria. Embora seja inequívoco que desenvolve actividade.

---

<sup>(31)</sup> Atribuindo a criação deste Conselho ao reconhecimento do esbatimento das fronteiras entre os diferentes sectores do sistema financeiro com a conseqüente necessidade de reforço da concertação e coordenação entre as três autoridades de supervisão, veja-se, designadamente, Luís Máximo dos Santos, *ob. cit.*, pág. 105-107.

### **5.3. O surgimento do Comité Nacional de Estabilidade Financeira (CNEF)**

O híbrido que o sistema de supervisão financeira português já apresentava foi ainda reforçado com o surgimento do Comité Nacional de Estabilidade Financeira (CNEF), embora este Comité não tenha recebido estatuto legal. Com efeito, o seu surgimento tem por base o Memorando de Entendimento de 27 de Julho de 2007 de que são partes o Ministério das Finanças e da Administração Pública, de um lado, e as autoridades de supervisão, de outro (Banco de Portugal, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e Instituto de Seguros de Portugal) <sup>(32)</sup>.

São dois os objectivos subjacentes à criação deste Comité Nacional de Estabilidade Financeira: de um lado, visa-se reforçar a estabilidade financeira a nível nacional através de um novo mecanismo de cooperação; de outro, pretende-se dispor de mecanismos que possam ser accionados em situações de crise com impacto sistémico no mercado financeiro nacional.

A origem do Comité Nacional de Estabilidade Financeira pode ser encontrada nas recomendações do Conselho EFOFIN relativas aos mecanismos de cooperação no contexto de crises.

No que respeita aos mecanismos de actuação deste Comité, ele actua com base em matéria de troca de informação entre as partes, podendo adoptar outros mecanismos de coordenação que permitam a cada uma das autoridades de supervisão que dele fazem parte tomar decisões mais eficientes e efectivas.

### **5.4. A criação do Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria (CNSA)**

O híbrido do modelo português de supervisão financeira resulta ainda reforçado com o surgimento do Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria, criado através do Decreto-Lei n.º 225/2008, 20 de Novembro.

Composto pelo Banco de Portugal, pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, pelo Instituto de Seguros de Portugal, pela Ordem

---

<sup>(32)</sup> Sobre a criação do Comité Nacional para a Estabilidade Financeira veja-se o «Comunicado Conjunto sobre a criação do CNEF» na página electrónica do Banco de Portugal em [www.bportugal.pt/pt-PT/Supervisao/SupervisaoPrudencial/CooperacaoInstitucional/Paginas/ComunicadoConjuntoCNEF.aspx](http://www.bportugal.pt/pt-PT/Supervisao/SupervisaoPrudencial/CooperacaoInstitucional/Paginas/ComunicadoConjuntoCNEF.aspx).

dos Revisores Oficiais de Contas e pela Inspeção Geral de Finanças, é um Conselho com poderes de supervisão sobre os revisores oficiais de contas e as sociedades de revisores oficiais de contas. Não tem personalidade jurídica mas tem personalidade judiciária.

## 6. O panorama institucional do sistema de supervisão em finais de 2009

Chegados ao final de 2009, o panorama institucional da supervisão financeira em Portugal regista a existência de três efectivas autoridades de supervisão — Banco de Portugal, Instituto de Seguros de Portugal e Comissão do Mercado de Valores Mobiliários — e de três entidades com natureza mais ou menos consultiva mas com natureza, competências e poderes muito diferentes entre si: o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, o Comité Nacional de Estabilidade Financeira e o Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria.

Ao hibridismo do nosso sistema, que já caminhava para uma revisão, veio juntar-se a crise financeira de meados de 2007, a que já fizemos referência no início deste texto, e que teve, como é sabido, um impacto muito negativo na confiança dos agentes do mercado financeiro, determinando, com isso, a necessidade de robustecer as estruturas de supervisão.

O Comunicado emitido pelo do Conselho Nacional do Mercado de Valores Mobiliários após a sua reunião de 17 de Julho de 2009 é bem ilustrativo do impacto da crise sobre a estrutura do sistema de supervisão. Com efeito, a crise revelou que as estruturas de supervisão privilegiaram a acção remediadora e sancionatória dos problemas, em detrimento da prevenção das suas causas<sup>(33)</sup>. Revelou também uma margem de alargamento da supervisão a outros produtos e actividades (ex. hedge funds<sup>(34)</sup>, agências de notação de risco<sup>(35)</sup> e jurisdições não cooperantes e não trans-

---

<sup>(33)</sup> Neste sentido, Silvio Muto, *ob. cit.*, pág. 46.

<sup>(34)</sup> Caso dos *hedge funds* e de outros veículos de investimento alternativo. As abordagens nacionais a estes produtos eram até aqui fragmentadas, com respostas inadequadas, justificando a necessidade de rever e reforçar a supervisão dos riscos macro-prudenciais.

<sup>(35)</sup> *Agências de notação de risco (rating)*: foram identificadas deficiências na sua actuação. Concluiu-se pela insuficiência da auto-regulação neste domínio (conflitos de interesse no processo de notação, falta de qualidade das metodologias adoptadas e das notações produzidas, necessidade de reforçar transparência e exigir registo e supervisão da actividade).



parentes <sup>(36)</sup>). E ainda espaço para reforçar a supervisão macro e micro prudencial.

A crise demonstrou ainda que a técnica da persuasão moral (*moral hazard*) não é suficiente, devendo dar lugar ao desenvolvimento de uma supervisão e regulação que procurem assegurar a resistência e capacidade de reacção do sistema — enfoque preventivo.

Estavam juntos os ingredientes necessários para a introdução de uma reforma do sistema de supervisão.

### **III — A reforma do sistema de supervisão financeira**

#### **7. Objectivos da reforma**

No final de 2009, a reforma do sistema de supervisão financeira foi apresentada tendo por base os objectivos da actualização e modernização do sistema de supervisão de modo a acomodar a evolução financeira, as novas realidades de negociação, os produtos mais complexos e a integração global, eliminando-se lacunas e sobreposições de supervisão, potenciando ganhos de eficiência no sector financeiro e diminuindo custos.

A reforma é, portanto, composta por um quadro institucional, de passagem de um sistema de supervisão especializado (que já não o era, na sua pureza) para um sistema *twin peaks* ou de “picos gémeos”, com reforço dos poderes do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros e a atribuição de estatuto Legal ao Conselho Nacional de Estabilidade Financeira.

Em síntese, podemos identificar como sendo quatro os objectivos essenciais à reforma em curso: o alargamento da supervisão prudencial nos domínios macro e micro prudencial; o reforço da supervisão comportamental; a reformulação dos poderes do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros e, finalmente, a atribuição de estatuto legal ao Conselho Nacional de Estabilidade Financeira.

Além da vertente institucional da reforma, esta foi apresentada como assentando ainda num quadro de alterações materiais, consubstanciado no alargamento da supervisão prudencial, macro e micro, e no reforço supervisão comportamental.

Importa percorrer os possíveis modelos de supervisão de modo a podermos avaliar das vantagens e desvantagens da escolha do sistema *twin*

---

<sup>(36)</sup> No sentido de reforçar os requisitos de transparência.

*peaks* ou de “picos gémeos” como orientador da reforma a introduzir no sistema português.

## 8. Modelos organizativos da supervisão financeira

### 8.1. Modelos clássicos

Tradicionalmente, são apresentados na literatura os seguintes modelos de supervisão: sistema de supervisão monista, sistema de supervisão especializada e modelo de supervisão *twin peaks* <sup>(37)</sup>.

Como tínhamos referido anteriormente, a literatura sobre os modelos de supervisão financeira vem também focando a sua atenção sobre a questão da relação entre o modelo de supervisão financeira e o papel dos bancos centrais, tendo alguns autores concluído no sentido de parecer existir uma correlação inversa entre a concentração da supervisão e o envolvimento dos bancos centrais: nas jurisdições em que o Banco central está mais envolvido na supervisão parece existir uma maior tendência para a verificação de modelos de autoridades múltiplas <sup>(38)</sup>. Inequívoca é, em todos os modelos, a competência do Banco central nas matérias relacionadas com o risco sistémico.

Na medida em que o modelo actualmente vigente em Portugal (como vimos, modelo especializado híbrido) tem vindo a ser considerado obsoleto, a opção coloca-se entre um modelo de supervisor único, também conhecido por modelo integrado ou sistema monista, e um modelo *twin peaks*, ou de supervisão por objectivos, assente na atribuição a dois supervisores distintos e autónomos entre si das competências de supervisão prudencial e comportamental.

#### 8.1.1. Sistema monista ou de supervisor único

O sistema monista ou modelo de supervisor único é caracterizado pela existência de uma única autoridade de supervisão com poderes de

---

<sup>(37)</sup> Sobre os modelos regulatórios, veja-se, entre nós, Paula Adrega Flor, *Espaço Financeiro Europeu-Integração, regulação e supervisão: que modelo?* in «Revista da Banca», Associação Portuguesa de Bancos, Janeiro-Junho de 2008, n.º 65, pág. 81 a 114, em particular pág. 95 e segs.; Pedro Ferreira Malaquias, Sofia Martins, Catarina Gonçalves de Oliveira, Paula Adrega Flor, *ob. cit.*, pág. 43 e segs. Em especial sobre o modelo *twin peaks*, veja-se Silvío Muto, *Dupla Vigilância*, in «Capital Aberto», Novembro de 2009, pág. 46-48.

<sup>(38)</sup> Neste sentido, Eddy Wymeersch, *ob. cit.*, pág. 36.

actuação sobre todo o sistema financeiro, em qualquer das suas áreas de actividade. A esta autoridade de supervisão única pertenceria a responsabilidade simultânea pela supervisão prudencial e comportamental <sup>(39)</sup>.

O sistema de supervisor único subdivide-se em duas modalidades, consoante seja assumido pelo Banco central ou não. Naquele caso, concentraria as funções de supervisor e autoridade encarregue do acompanhamento da política monetária.

Têm vindo a ser atribuídas vantagens e desvantagens ao sistema monista. Entre as vantagens temos o facto de unificar processos de autorização para o exercício de actividades, a circunstância de possibilitar uma resposta única a produtos financeiros bancários, mobiliários e seguradores e ainda o facto de contribuir para o fim das assimetrias de informação e de fiscalização, evitando lacunas de supervisão <sup>(40)</sup>.

Já entre as desvantagens são habitualmente identificadas dificuldades de governo interno, menor agilidade operativa, o risco de gigantismo organizacional e potenciais conflitos entre objectivos de supervisão prudencial e comportamental.

Este aspecto dos riscos de conflito entre os objectivos da supervisão prudencial e comportamental é, em nosso entender, o mais significativo. Entre os conflitos entre supervisão prudencial e comportamental podemos apontar os seguintes: um supervisor prudencial responsável pela estabilidade financeira, perante uma possível crise de uma instituição financeira, tem incentivos que podem implicar riscos sistémicos e admitir práticas que o supervisor comportamental considere inadequadas. Outro exemplo é o de um banco que apresente perdas (resultados negativos): a divulgação desses resultados é necessária para o correcto funcionamento do mercado — a supervisão comportamental é-lhe favorável. Mas na medida em que isso pode levar a um levantamento abrupto de depósitos pelos clientes desse banco, a supervisão prudencial pode ter outra perspectiva sobre essa divulgação.

Podemos ainda acrescentar outras interrogações: se um banco dá sinais de instabilidade, pode continuar a receber depósitos? Pode um banco emitir dívida subordinada dirigida a pequenos investidores caso a sua solvência esteja em questão, ou o banco esteja em reestruturação? São

---

<sup>(39)</sup> Sobre o sistema monista e respectivas vantagens, *cf.*: Paulo Câmara, *Regulação...*, *ob. cit.*, pág. 46.

<sup>(40)</sup> Vide Pedro Ferreira Malaquias, Sofia Martins, Catarina Gonçalves de Oliveira, Paula Adrega Flor, *ob. cit.*, pág. 48 e segs.

questões que demonstram a diferente perspectiva das supervisões prudencial e comportamental.

### 8.1.2. Modelo Twin Peaks (“picos gémeos”) ou de duplo supervisor

Com dissemos anteriormente, o modelo de supervisão *twin peaks* é baseado na existência de duas entidades de supervisão autónomas e independentes entre si tendo ambas poderes transversais sobre todos os sectores do sistema financeiro (crédício, segurador e mobiliário). Este sistema é também designado por sistema de supervisão por objectivos.

Ilustrando bem a arquitectura de um sistema do tipo *twin peaks*, refere um autor: «De um lado, um médico acompanha a saúde do paciente. De outro, um policial fiscaliza e pune comportamentos ilegais. É mais ou menos assim que funciona o chamado *twin peaks*, modelo australiano de regulação do mercado de capitais, actualmente em alta entre as autoridades estrangeiras. Enquanto um regulador zela pela liquidez das instituições financeiras e o controlo de riscos sistémicos, outro monitoriza a conduta dos participantes»<sup>(41)</sup>.

O modelo *twin peaks* é actualmente adoptada na Holanda e no Canadá mas não é só em Portugal que se estuda a possibilidade da sua adopção. Também em Espanha, no Reino Unido e em Hong Kong essa possibilidade está em estudo.

Ao sistema *twin peaks* têm sido apontadas vantagens e desvantagens. Entre as vantagens encontramos a maior agilidade operativa, a maior fluidez na circulação de informação e o facto de permitir evitar conflitos de abordagem prudencial e comportamental.

Nas desvantagens encontramos mais custos, o facto de nem todos os objectivos da supervisão serem cindíveis na divisão entre supervisão prudencial ou comportamental (alguns são transversais) e os riscos de supremacia de um supervisor relativamente ao outro. Acrescem os próprios conflitos entre objectivos de supervisão<sup>(42)</sup>.

Por outro lado, tem sido referido que o sistema *twin peaks* apresentará grandes desvantagens no caso do sector segurador porque, mais do que em qualquer outro sector financeiro, haverá desvantagens em separar supervisão

---

<sup>(40)</sup> Silvío Muto, *Dupla Vigilância*, ob. cit., pág. 46.

<sup>(41)</sup> Como exemplo de objectivos de supervisão discutivelmente inseridos apenas na supervisão prudencial ou comportamental podemos enunciar a protecção dos interesses dos depositantes e o conjunto de questões ligadas ao governo societário.

prudencial e supervisão comportamental. Refere-se que, sobretudo no ramo não vida, o conhecimento do conteúdo concreto dos contratos (supervisão comportamental) é fundamental para avaliar as vulnerabilidades de uma seguradora (supervisão prudencial). No sector segurador, supervisão prudencial e comportamental seriam “duas faces da mesma moeda”.

Outro aspecto característico do modelo *twin peaks* é o facto de pressupor uma estreita e leal colaboração entre as duas entidades supervisoras — os dois “picos gémeos” <sup>(43)</sup>. Trata-se de dispor de mecanismos flexíveis — e, de preferência, legalmente institucionalizados — para resolver eventuais conflitos de interesse que podem colocar-se entre os supervisores.

Que tipo de conflitos podem colocar-se entre o supervisor (prudencial) responsável por situações de solvência e o supervisor (comportamental)? Além dos conflitos inevitáveis de perspectiva e de actuação, que muitas vezes resultam das culturas organizativas instituídas e distintas, pode efectivamente haver conflitos de missão, por ex., perante determinada crise de uma empresa financeira que pode implicar riscos sistémicos. Num caso destes, o supervisor prudencial, responsável pela solvência das instituições e pela sua estabilidade financeira, tem de admitir práticas que o supervisor comportamental pode considerar inapropriadas. Por seu turno, o supervisor comportamental nem sempre tem em conta os efeitos da sua actuação sobre a solvência das entidades que supervisiona. Daí a necessidade acrescida de, num sistema *twin peaks*, existirem mecanismos de troca de informação e discussão, que possam permitir alcançar um equilíbrio entre a actuação de ambos os supervisores.

## **9. O modelo proposto para a reforma em Portugal**

### **9.1. Características**

O modelo proposto assenta na configuração de duas autoridades de supervisão, cada uma responsável por cada tipo de supervisão, prudencial e comportamental.

As duas autoridades serão autónomas e independentes entre si visando-se conferir supervisão prudencial ao Banco de Portugal e comportamental a

---

<sup>(12)</sup> Neste sentido, *cf.*: Gonzalo Gil, *El sistema financiero español: situación actual y perspectivas a médio plazo*, in «Perspectivas de los mercados de valores: supervisión y regulación», Libro conmemorativo del XX aniversario de la CNMV, pág. 67.

uma nova autoridade de supervisão, que resulte da extinção da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e do Instituto de Seguros de Portugal (uma espécie de extinção por fusão).

À partida, considera-se positiva a concentração da supervisão comportamental num único supervisor, bem como a migração da supervisão macro e micro prudencial para o Banco de Portugal. Cada autoridade terá, portanto, poderes transversais sobre todos os sectores e agentes do mercado, independentemente da sua natureza jurídica, actividade ou funções que desempenhem, o que permitirá futuramente às autoridades de supervisão não perder de vista a visão global dos problemas dos agentes do mercado, repartindo-se as competências de supervisão entre ambas as autoridades em função da natureza prudencial ou comportamental da supervisão.

A supervisão prudencial — enquanto supervisão orientada, como vimos, à estabilidade do sistema (supervisão macro prudencial) e de cada instituição individualmente considerada (supervisão micro prudencial) — é um dos aspectos que merece, na proposta de reforma, uma atenção particular, na medida em que a melhoria da estabilidade financeira se impõe como objectivo fundamental.

Como se havia referido, o sistema *twin peaks* pressupõe uma articulação e coordenação essenciais entre as autoridades encarregues da supervisão prudencial e comportamental. Em Portugal, essa coordenação ficaria a cargo do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, que veria as suas competências legais reforçadas. Passaria, pois, o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros a assegurar a cooperação e troca de informação entre o Banco de Portugal e o novo supervisor. Aspecto menos claro nos documentos que procedem à consulta pública relativa à reforma é o de saber como se articularia o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros com o Comité de Estabilidade Financeira. Certo é que se prevê que o Conselho Nacional de Estabilidade Financeira venha a ser dotado de estatuto legal e que, ao reunir as entidades de supervisão financeira sob a presidência do Ministério das Finanças se venha a tornar um veículo privilegiado de partilha de informação, de adopção de recomendações e de alinhamento de responsabilidades em matéria de supervisão macro-prudencial.

## 9.2. Implicações

A reforma do sistema de supervisão financeira, tal como vem proposta, é uma reforma que assenta essencialmente em mudanças nas instituições que compõe o sistema e que tem implicações que ultrapassam

inevitavelmente o plano legal. Com efeito, podemos distinguir as implicações da reforma em implicações legais, implicações organizativo-culturais e implicações práticas.

De um ponto de vista legal, a reforma pressupõe, em primeiro lugar, a aprovação de alterações legais ao regime estatutário do Banco de Portugal assim como às suas competências legalmente previstas no Regime Geral das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras de modo a acolher a passagem da supervisão de solvência de seguros e as de supervisão prudencial actualmente a cargo da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários para o Banco central.

Ainda de um ponto de vista legal, e de acordo com o preconizado na reforma, pressupõe-se em segundo lugar a aprovação de um diploma que opere a criação da nova autoridade de supervisão comportamental e que extinga o Instituto de Seguros de Portugal e a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Neste ponto, coloca-se a questão de saber qual o acto adequado à criação da nova autoridade de supervisão, designadamente se haverá alguma reserva legislativa da Assembleia da República nesta matéria <sup>(44)</sup>. Concluiu-se no sentido de não existir nenhuma exigência constitucional que obrigue a que a criação de uma nova entidade de supervisão do sistema financeiro seja criada por lei, seja no âmbito da reserva absoluta, seja no da reserva relativa da Assembleia República. Tal não impede, contudo, que na medida em que haja que legislar sobre determinadas competências da nova autoridade de supervisão com tutela constitucional (como seja, por ex., a matéria da competência para a resolução extra judicial de litígios <sup>(45)</sup> ou, em termos mais alargados, a matéria das competências da nova autoridade de supervisão em sede de protecção dos direitos dos aforradores, tomadores de seguros ou inves-

---

<sup>(13)</sup> O Governo pode, por Decreto-Lei, criar a nova Autoridade de Supervisão? Há reserva constitucional de criação de uma Autoridade Reguladora Independente? De acordo com Vital Moreira, *Autoridades Reguladoras Independentes — estudo e projecto de Lei Quadro*, pág. 275, os reguladores deveriam ser criados por Lei da Assembleia da República e, só em caso de urgência, por diploma do Governo. Vital Moreira fundamenta do seguinte modo a sua tese: não se trata de uma exigência constitucional (que não é) mas de uma decorrência do respeito pelo princípio da legalidade na criação de pessoas colectivas públicas e da tutela constitucional de algumas implicações que as Autoridades Reguladoras Independentes trazem consigo (ex., a criação de entidades não jurisdicionais de composição de conflitos é reserva relativa da Assembleia da República, nos termos do 165.º, n.º 1, al. p), da Constituição).

<sup>(14)</sup> É reserva relativa da Assembleia da República, nos termos do 165.º, n.º 1, al. p).

tidores em valores mobiliários enquanto consumidores), tais matérias reclamam a forma de lei parlamentar, por via da tutela constitucional que elas próprias revestem.

Esta nova autoridade de supervisão ficará, de acordo com o proposto, responsável pela supervisão comportamental das actividades bancária, de investimento em instrumentos financeiros, seguradora, resseguradora, de mediação de seguros, de fundos de pensões, de análise financeira e de notação de risco, bem como pela supervisão comportamental das actividades conexas ou complementares destas.

Assim, as competências de supervisão comportamental actualmente conferidas ao Banco de Portugal pelo Regime Geral das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras passariam a ser atribuídas à nova Autoridade de Supervisão Comportamental <sup>(46)</sup>. Entre esses deveres de conduta cuja supervisão passaria a estar sob a alçada da nova autoridade podemos elencar os previstos nos actuais artigos 73.º <sup>(47)</sup> e 74.º <sup>(48)</sup> do referido Regime Geral.

O modelo implica igualmente a migração das competências de supervisão comportamental actualmente a cargo do Instituto de Seguros de Portugal e da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários para a nova autoridade de supervisão comportamental. A título de exemplo refira-se, no respeitante ao sector segurador, a actual competência do Instituto de Seguros de Portugal para obter toda a informação relativa aos contratos de seguros na posse dos mediadores de seguros ou, no que se refere à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, os poderes que dispõe em

---

<sup>(15)</sup> Por exemplo, no que diz respeito ao dever das instituições de crédito informarem com clareza os clientes sobre a remuneração que oferecem pelos fundos recebidos e os elementos caracterizadores dos produtos oferecidos, bem como sobre o preço dos serviços prestados e outros encargos a suportar pelos clientes; deveres de informação sobre taxas de juro e outros custos de operações de crédito; deveres de informação no âmbito de contratos de crédito à habitação; deveres de informação relativos a contratos de crédito ao consumo.

<sup>(16)</sup> Estatui que as instituições de crédito devem assegurar, em todas as actividades que exerçam, elevados níveis de competência técnica, garantindo que a sua organização empresarial funcione com os meios humanos e materiais adequados a assegurar condições apropriadas de qualidade e eficiência.

<sup>(17)</sup> Os administradores e os empregados das instituições de crédito devem proceder, tanto nas relações com os clientes como nas relações com outras instituições, com diligências, neutralidade, lealdade e discrição e respeito consciencioso dos interesses que lhes estão confiados.



sede de fiscalização do cumprimento das normas e conduta dos intermediários financeiros.

Em terceiro lugar, o esquema proposto pressupõe o reforço dos poderes do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros. Com efeito, a existência de uma instância de coordenação entre o supervisor prudencial (Banco de Portugal) e o novo supervisor comportamental é um postulado para que o modelo *twin peaks* funcione eficazmente. Neste esquema, o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros terá um papel fundamental na resolução de conflitos entre supervisão prudencial e comportamental. Manter-se-ia a natureza deste Conselho, que não passaria a ser, como não o é actualmente, uma nova autoridade de supervisão, mas sim uma instância de coordenação entre autoridades de supervisão. De acordo com a reforma proposta, o que muda fundamentalmente é, de um lado, o enfoque de actuação do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, que deixa de ser o dos conglomerados financeiros para passar a ser o da articulação entre supervisões prudencial e comportamental <sup>(49)</sup>.

O modelo de reforma em curso pressupõe ainda, em quarto lugar, a atribuição de estatuto legal ao Comité Nacional de Estabilidade Financeira (CNEF). A presidência deste conselho seria atribuída ao Ministério das Finanças <sup>(50)</sup> e nele os supervisores teriam competências em matéria de partilha de informação e de decisões. O seu mandato seria alargado às decisões macro prudenciais, de que passa a ser *forum* privilegiado e o Banco de Portugal, enquanto autoridade competente para a supervisão prudencial, apresentaria no CNEF as recomendações necessárias a fazer face aos riscos sistémicos. A posição do Banco de Portugal no CNEF resultaria também reforçada pelo facto de ser o Banco de Portugal o representante de Portugal no Comité Europeu de Risco Sistémico. Podemos concluir que há um reforço claro da sua responsabilidade.

O modelo *twin peaks* tem vantagens porque o Banco central em Portugal já assumia responsabilidades de supervisão de solvência. Por sua

---

<sup>(18)</sup> Questão que se pode colocar é a de saber se o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros deveria ter futuramente poderes próprios em sede regulamentar em matérias que envolvam simultaneamente aspectos relevantes para a supervisão prudencial e comportamental.

<sup>(19)</sup> A forma como a questão é apresentada suscita a questão de saber se supervisão prudencial caberá a decisão política ou a autoridade independente.

vez, a CMVM já assumia grande parte da supervisão comportamental (salvo “zona cinzenta” das instituições de crédito).

Mas além das implicações legais, como já referimos, a reforma proposta comporta inevitavelmente diversas implicações organizativo-culturais ainda que, importa reconhecê-lo, essas implicações sejam previsivelmente menores do que as implicadas num modelo de supervisão único, que obrigaria à harmonização de três culturas de supervisão distintas, com trabalhadores com estatuto jurídico bem distinto entre si.

Estando em causa uma reorganização do sistema vigente, com eventual concentração das estruturas operacionais e humanas até aqui afectas às autoridades de supervisão existentes, a reforma implica também ponderações de ordem prática e de eficiência, decorrentes de uma análise custo-benefício, que se impõe realizar. Vale, por isso, a pena recordar os objectivos de *maximação de desempenho*, agilidade decisória de cada organização, fluidez na circulação de informação e adequada resolução de conflitos decisórios, enquanto valores essenciais a prosseguir e preservar nesse eventual processo <sup>(51)</sup>.

#### IV — Conclusões

1. O tema da reforma do sistema de supervisão financeira incide sobre a procura de um formato institucional adequado à supervisão (supervisor único, supervisores gémeos ou supervisores múltiplos) sendo a questão central a de saber como se devem traduzir, de forma harmonizada, os objectivos da supervisão prudencial e comportamental do mercado financeiro.

2. Acresce a questão da relação entre o modelo de supervisão financeira e o papel do Banco central, concluindo-se no sentido de parecer existir uma correlação inversa entre a concentração da supervisão e o envolvimento dos bancos centrais: nas jurisdições em que o Banco central está mais envolvido na supervisão parece existir uma maior tendência para a verificação de modelos de autoridades múltiplas. Inequívoca é, em todos os modelos de supervisão, a competência do Banco central nas matérias relacionadas com o risco sistémico.

3. A questão do modelo de supervisão financeira não deve depender apenas da ponderação das vantagens teóricas dos vários modelos possíveis

<sup>(51)</sup> Paulo Câmara, *Regulação...*, *ob. cit.*, pág. 48.

mas também da história, cultura e características próprias das instituições já existentes, bem como dos mercados relativamente aos quais a questão é equacionada. Assim, quando se trata de adoptar concretamente um certo modelo de supervisão há que considerar que nenhum apresenta superioridade sobre outro.

4. É incontornável reconhecer também que em qualquer reforma do sistema de supervisão financeira que tenha por objectivo o reforço do âmbito, da qualidade e da eficácia da supervisão, haverá que incluir princípios e regras de bom governo para os supervisores, que reforcem a sua independência absoluta, a sua sindicabilidade e a transparência da sua actuação. Esses princípios e regras não surgem, contudo, incluídos na reforma em curso.

5. A reforma em curso à data de Julho de 2010 corresponde ao reconhecimento do hibridismo do sistema de supervisão financeira português e, enquanto sistema de supervisão especializada, representa, nesse sentido, um “passo em frente” no sentido do aperfeiçoamento do sistema.

6. Tal como é apresentada, a reforma do sistema de supervisão financeira apontada para 2010 apresenta uma vertente predominantemente institucional (arquitectura de instituições) e escassamente material (redistribuição das competências de supervisão).

7. O modelo de “picos gémeos” proposto para Portugal apresenta como um dos seus aspectos mais positivos o enfoque amplamente dado à protecção do investidor, depositante e tomador de seguros, assumido como atribuição do supervisor comportamental.

8. Essa é talvez a maior vantagem do modelo *twin peaks* já que o modelo de supervisor único não permite a assunção dessa missão de forma tão expressa pela conflituosidade directa que a mesma pode apresentar relativamente aos objectivos de supervisão prudencial.

9. Ainda que a reforma proposta pressuponha a passagem de três autoridades de supervisão para duas autoridades de supervisão, a função essencial que no sistema *twin peaks* é exercida por uma instância de coordenação — que, em Portugal, ficaria a cargo do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros — torna ainda mais exigente a demonstração da eficiência deste Conselho, designadamente na resolução de potenciais conflitos de interesses de supervisão.

10. Não sendo já a questão “proteger ou não o “consumidor”, a questão será ainda “até onde protegê-lo”?

11. A crise financeira iniciada em meados de 2007 funcionou como impulsionadora de um diagnóstico e catalisadora de uma reforma que, contudo, nesta data, não logrou concretizar-se.

## V — Bibliografia

- BERNARDINO, Gabriel, *Convergência Financeira — Um desafio para o mercado e para a regulação/supervisão*, in [www.isp.pt](http://www.isp.pt)
- CÂMARA, Paulo, *Regulação dos Mercados de Valores Mobiliários*, in «Legislação. Cadernos de Ciência e Legislação», n.º 48, INA, Janeiro-Março 2009, pág. 7-63.
- , *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2009.
- COSTA PINTO, Frederico, *A supervisão no novo Código dos Valores Mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, Abril de 2000.
- DUQUE, João *A regulação do sistema de valores mobiliários — uma abordagem pela teoria financeira*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 6, Setembro-Outubro de 1999.
- FLOR, Paula Adrega, *Espaço Financeiro Europeu. Integração, Regulação e Supervisão. Que modelo?* In «Revista da Banca, APBANCOS, Janeiro-Junho 2008, n.º 65, pág. 81-114.
- GIL, Gonzalo, *El sistema financiero español: situación actual y perspectivas a medio plazo*, in «*Perspectivas de los mercados de valores: supervisión y regulación, libro conmemorativo del XX aniversario de la CNMV*, Comision Nacional del Mercado de Valores (CNMV), versão electrónica em [www.cnmv.es/DocPortal/publicaciones/XXaniversarioCNMV.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/publicaciones/XXaniversarioCNMV.pdf)
- GROUP OF THIRTY, *The structure of financial supervision. Approaches and challenges in a global marketplace*, 2008.
- HERMIDA, Alberto Javier Tapia, *El informe Larosière de Febrero de 2009 sobre la crisis financiera*, in «Revista de Derecho Bancario y Bursatil», 114, Año XXVIII, Abril-Junio 2009, pág. 282-285.
- LEITÃO, Maria Lúcia, *O que é a supervisão Comportamental?*, in «Inforbanca», n.º 4, Julho-Setembro, 2009, pág. 4-7.
- MALAQUIAS, Pedro Ferreira. Sofia Martins, Catarina Gonçalves de Oliveira, Paula Adrega Flor, *Modelos de Regulação (ou supervisão) do Sector Financeiro*, in «Actualidad Jurídica», Uria Menéndez, n.º 22, Ano 2009, pág. 41-52.
- MASSA, José, *Algunas Reflexiones sobre la crisis financiera*, in «Revista de Derecho Bancario y Bursatil», Año XXVIII, Julio-Septiembre 2009, pág. 19-28.
- MÁXIMO DOS SANTOS, Luís, *Regulação e Supervisão Bancária*, in «Regulação em Portugal: Novos Tempos, Novo Modelo?», Almedina, 2009.
- MENEZES CORDEIRO, António, *Manual de Direito Bancário*, Almedina, Coimbra, 1998.
- MESQUITA, Maria José Rangel de, *Regulação da Actividade Seguradora: traços fundamentais*, in «Regulação em Portugal: Novos tempos, Novo modelo?», Almedina, 2009.
- NUNES PEREIRA, José, *A Reforma Europeia do Plano de Acção para os Serviços Financeiros: Uma futura Autoridade de Supervisão Financeira?*, in «Direito dos Valores Mobiliários», Coimbra Editora, 2007, pág. 77-166.

- SEGURA, Julio, *Foro Iberoamericano de modelos de supervisión. Reflexiones en torno a los modelos de supervisión. Conferencia de Apertura*, 19 de septiembre de 2008.
- , *Crisis, reformas y supervisión financiera. Acto de presentación de la Revista del colegio de economistas de Madrid. España 2009- un balance.*
- SILVIO MUTO, *Dupla Vigilância*, in «Capital Aberto», Novembro de 2009, pág. 46-48.
- TEIXEIRA DOS SANTOS, Fernando, «Supervisão e regulação financeira: lições da crise e desafios a enfrentar», *Intervenção do Ministro de Estado e das Finanças no «Supervisão e regulação financeira: lições da crise e desafios a enfrentar»*, organizado pelo Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais do Ministério das Finanças e da Administração Pública, em Lisboa.
- VITAL MOREIRA E MAÇAS, Fernanda, *Autoridades Reguladoras Independentes — estudo e projecto de Lei Quadro*, Coimbra Editora, 2003.
- WYMEERSHC, Eddy, *The Structure of Financial Supervision in Europe. About single, twin peaks and multiple financial supervisors*, Working Paper Series, 2006, disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=946695](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=946695).