



CMVM

PARECER

SOBRE O

PROJETO DE PROPOSTA DE LEI

QUE CRIA

O SISTEMA NACIONAL

DE SUPERVISÃO FINANCEIRA

Índice

1. SUMÁRIO	3
2. VETORES e OBJETIVOS A CONSIDERAR NA REORGANIZAÇÃO DO MODELO DE SUPERVISÃO DO SISTEMA FINANCEIRO.....	6
2.1. Vetores	6
2.1.1. Modelos de supervisão.....	6
2.1.2. Adequação às características e tendências do mercado	7
2.2. Objetivos.....	10
2.3. Modelo proposto.....	11
2.4. Necessidade de fundamentação do modelo.....	13
2.4.1. Análise externa	13
2.4.2. Análise de impacto regulatório	14
2.4.3. Consulta pública	15
2.4.4. Contexto europeu e nacional	16
2.5. Questões nucleares do Projeto	17
3. COMENTÁRIOS SOBRE O PROJETO DE PROPOSTA DE LEI	23
3.1. Princípios enformadores de uma reforma do modelo de supervisão.....	23
3.1.1. Clareza e simplicidade do modelo.....	23
3.1.2. Independência	24
3.1.3. Garantia de recursos	27
3.1.4. Equilíbrio entre setores do sistema financeiro.....	28
3.1.5. Transparência e responsabilização.....	30
3.1.6. Enquadramento internacional.....	31
3.1.7. Cooperação.....	33
3.1.8. Minimização dos custos e maximização dos benefícios.....	34
3.2. Posição da CMVM quanto ao impacto institucional do Projeto	36
3.2.1. Coordenação entre supervisores financeiros: o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF).....	36
3.2.1.1. Apreciação geral	36
3.2.1.2. Competências do CNSF.....	38

3.2.1.3.	Atribuição de autonomia financeira ao CNSF.....	39
3.2.2.	Resolução e Sistemas de Garantia: a Autoridade de Resolução e Administração de Sistemas de Garantia (ARSG).....	40
3.2.2.1.	Apreciação geral	41
3.2.2.2.	Participação equilibrada dos três supervisores na resolução	41
3.2.2.3.	Administração de sistemas de garantia.....	43
3.2.2.4.	Custos de funcionamento da ARSG	43
3.2.3.	Estatutos das Autoridades de Supervisão	44
3.2.3.1.	Apreciação geral	44
3.2.3.2.	Estatuto de administradores e regime de incompatibilidades e impedimentos	45
3.2.3.3.	Regime financeiro e patrimonial	48
3.3.	Custos e financiamento do SNSF	49
4.	CONCLUSÕES	51
4.1.	Enquadramento e fundamentação	51
4.2.	Sobre o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF)	51
4.3.	Sobre a supervisão macroprudencial	52
4.4.	Sobre a Autoridade de Resolução e Administração de Sistemas de Garantia (ARSG)	53
4.5.	Sobre o estatuto das autoridades de supervisão	53
4.6.	Sobre o estatuto dos titulares dos órgãos e dirigentes.....	54
4.7.	Sobre os aspetos financeiros.....	54
4.8.	Balanço geral	55

1. SUMÁRIO

I. Em 13 de janeiro de 2019 a CMVM recebeu do Ministério das Finanças o projeto de Proposta de Lei que cria e regula o Sistema Nacional de Supervisão Financeira (adiante denominado Projeto), tendo-lhe sido solicitada a emissão de parecer no prazo de 30 dias.

II. O presente Parecer sobre o projeto de Proposta de Lei que cria e regula o Sistema Nacional de Supervisão Financeira (adiante denominado Projeto), divide-se em dois blocos de análise.

III. No primeiro bloco identificam-se aqueles que, de acordo com o entendimento da CMVM, são os principais vetores e os objetivos essenciais a considerar na reorganização de um modelo de supervisão do sistema financeiro. Entre aqueles, devem ser considerados os modelos de supervisão conhecidos (monista, dualista e funcional ou setorial), sublinhando-se a inexistência de consenso teórico e de evidência empírica que permitam concluir pela superioridade de qualquer um deles. Deste modo, surgem como vetores decisivos a considerar, por um lado, a adequação do modelo de supervisão em causa às concretas características estruturais e às tendência de evolução do mercado e do sector financeiro em causa e, por outro, a capacidade do modelo para dar a melhor resposta possível às exigências e aos desafios que se colocam presentemente à supervisão financeira tendo em vista a prossecução dos seus objetivos: (i) reforço da proteção dos clientes de serviços financeiros e dos investidores, (ii) estabilidade do sistema financeiro, (iii) incremento da confiança no sistema e nas instituições e (iv) competitividade do sector financeiro.

IV. Neste quadro, a reforma projetada ganharia significativamente em ser precedida de uma análise externa, abrangente, atual, independente e amadurecida sobre os problemas existentes que lançasse luz sobre a necessidade e oportunidade da reforma, garantisse a adequação e proporcionalidade das soluções avançadas e avaliasse as diferentes hipóteses alternativas numa perspetiva custo-benefício.

V. Na ausência desse estudo prévio, é importante levar a efeito, pelo menos, uma análise e uma avaliação dos **impactos regulatórios** da reforma projetada, bem como uma consulta pública alargada previamente à tomada de qualquer decisão ou opção legislativa.

VI. Não obstante, é possível identificar, desde já, várias questões nucleares do Projeto, designadamente os seus principais aspetos positivos e as várias oportunidades de melhoria.

VII. Entre os primeiros, destacam-se a: inserção expressa do objetivo de estabilidade financeira na missão e nas atribuições de todos os supervisores, o reforço da cooperação e da coordenação entre as autoridades de supervisão, o avanço no sentido de um tratamento mais paritário da supervisão dos três setores financeiros, a autonomização da área da resolução, o reforço da autonomia de gestão e financeira e o aprofundamento dos deveres de informação e de transparência dos supervisores.

VII. Quanto às segundas, as mesmas são identificadas à luz dos princípios fundamentais que devem presidir à reforma do sistema de supervisão.

Esses princípios são apresentados no início do segundo bloco de análise do presente parecer: (i) clareza e simplicidade do modelo de supervisão, (ii) independência, (iii) garantia de recursos, (iv) transparência e responsabilização, (v) enquadramento internacional, (vi) cooperação e (viii) minimização dos custos e maximização dos benefícios.

VIII. Tendo especialmente em conta estes princípios, identificam-se também, na segunda parte do Parecer, os principais temas e aspetos do Projeto que, por suscitarem maior preocupação crítica, reclamam aprofundamento de análise e melhoria quanto às soluções preconizadas e entre os quais avultam os seguintes:

- Criação de novas autoridades no sistema de supervisão em moldes que conferem complexidade e custos acrescidos ao novo modelo;
- Regime de governação do CNSF, que possibilita que uma das autoridades de supervisão seja obrigada pelas restantes a implementar uma decisão no seu âmbito específico e exclusivo de competências que não subscreve e contra a qual tenha votado, com consequências a nível da independência dos supervisores e da definição de âmbitos de competência e responsabilidade;
- Participação de administradores externos nos órgãos de decisão do CNSF e da ARSG, com idênticos impactos negativos na independência dos reguladores e custos acrescidos para o sistema;
- Prevalência de uma autoridade de supervisão (Banco de Portugal) no Conselho de Administração da Autoridade de Resolução e dos Sistemas de Garantia, que se estende à administração do Sistema de Indemnização dos Investidores;

- Necessidade de aprofundar e robustecer os mecanismos de partilha de informação sobre as matérias da competência da ARSG, designadamente para clarificar as regras de acesso e partilha de informação num processo de resolução, assegurando que todas as entidades que integram aquela autoridade têm acesso em simultâneo a toda a informação disponível e relevante e a possibilidade de participar no processo que conduz à decisão;
- Risco de o princípio da prevenção dos conflitos de interesses não ser suficientemente acautelado pelo Projeto, pela prevalência da autoridade de supervisão microprudencial bancária no órgão de administração da Autoridade de Resolução;
- Regime de incompatibilidades e impedimentos dos titulares dos órgãos e dirigentes a carecer das afinações necessárias para não estreitar o campo de recrutamento e não diminuir a atratividade das autoridades de supervisão e, por outro lado, assegurar a devida prevenção de conflitos de interesses;
- Acréscimo de custos a serem suportados pelo universo das entidades supervisionadas do sistema financeiro, quer por o CNSF ser dotado de um quadro de pessoal próprio, de autonomia financeira e de competência para a criação de novas taxas, quer por a ARSG ser também dotada de autonomia financeira e ter despesas próprias cujo modo financiamento carece de clarificação;
- Manutenção da afetação das receitas próprias das autoridades de supervisão ao financiamento de uma outra entidade – a Autoridade da Concorrência –, que nem sequer se situa no perímetro do Sistema Nacional de Supervisão Financeira.

IX. Entendemos que estes aspetos, conjuntamente com os demais que são referidos no presente Parecer, convidam a uma revisão do diploma, encontrando-se a CMVM disponível para contribuir para uma discussão que construa soluções mais ajustadas ao mercado nacional e mais sustentáveis a longo prazo.

2. VETORES e OBJETIVOS A CONSIDERAR NA REORGANIZAÇÃO DO MODELO DE SUPERVISÃO DO SISTEMA FINANCEIRO

2.1. Vetores

2.1.1. Modelos de supervisão

I. A reflexão sobre a composição institucional das estruturas de supervisão financeira não é um fenómeno confinado às fronteiras nacionais. Muitos foram os países que, na sequência da crise financeira global, o fizeram¹. Tais movimentos passaram, invariavelmente, pela redistribuição de responsabilidades de supervisão entre instituições já existentes, pela fusão de instituições ou de partes de instituições, ou pela criação de novas instituições ou entidades, com enfoque particular na supervisão dos riscos sistémicos (macroprudencial) e nos mecanismos de resolução de instituições financeiras, ou seja, nas duas principais novas áreas de competências atribuídas às autoridades de regulação e de supervisão pelo quadro legal que emergiu após aquela crise financeira global.

II. Em termos muito genéricos, são três os principais modelos de supervisão passíveis de ser adotados: **(i)** o modelo funcional ou setorial, em que diferentes supervisores são responsáveis pelas diferentes áreas de atividade do setor financeiro (banca, seguros e mercado de capitais); **(ii)** o modelo integrado (ou monista), que se caracteriza pela existência de uma única autoridade de supervisão com poderes de atuação sobre todo o sistema financeiro; e **(iii)** o modelo baseado nos objetivos prosseguidos (também conhecido por modelo *Twin Peaks*)².

Comum a todos os modelos é a necessidade de enquadrar um conjunto de elementos de regulação e supervisão sobre o setor financeiro que se podem sintetizar da seguinte forma: **(i) estabilidade financeira; (ii) supervisão prudencial; e (iii) supervisão comportamental**. A isto acrescem as preocupações de política monetária, papel tradicionalmente reservado aos bancos centrais. Com o tempo, certas áreas temáticas da supervisão foram ganhando autonomia, ainda que com fronteiras

¹ Sem preocupação de exaustão, entre os países que introduziram alterações no modelo de supervisão desde 2010 contam-se a Alemanha, a França, o Reino Unido, a Bélgica, a Irlanda, os Estados Unidos da América e a África do Sul. Para uma visão das mudanças nos modelos de supervisão após a crise, veja-se DANIEL CALVO, JUAN CARLOS CRISANTO, STEFAN HOHL AND OSCAR PASCUAL GUTIÉRREZ, *FSI Insights on policy implementation No 8, April 2018, Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?*

² EILÍS FERRAN, *Institutional Design – The Choices for National Systems*, in MOLONEY/FERRAN/PAYNE, *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, 2015; GOODHART/HARTMANN/LLEWELLYN/ ROJAS-SUAREZ/WEISBROD, *Financial Regulation - Why, How And Where Now?*, 1998; SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *A Reforma do Sistema Português de Supervisão Financeira*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume X, 2011.

nem sempre nitidamente delimitadas, atendendo às interseções e influências recíprocas que se verificam. Neste contexto, a **resolução** de instituições financeiras em dificuldades passou a ser objeto de foco específico.

Qualquer sistema robusto de supervisão financeira deve integrar adequadamente estes distintos elementos. Todavia, não existe consenso na literatura jurídica e económica nem evidência empírica sobre o melhor modo de integração. Por outras palavras, **não existe um modelo de supervisão ideal ou objetivamente mais eficiente e eficaz, que mostre vantagens inequívocas sobre os demais**³. E nas diversas jurisdições nacionais encontra-se uma grande variedade de modelos institucionais, o que não permite, sequer, identificar modelos dominantes. Neste contexto, o que se aponta como sendo decisivo é **assegurar**, em cada caso, perante os **problemas e caraterísticas específicos** identificados num sistema financeiro em particular, um **tratamento eficaz e devidamente calibrado dos interesses (e respetivos conflitos) em presença**, considerando, de forma tão inevitável como pragmática, os recursos disponíveis⁴.

2.1.2. Adequação às caraterísticas e tendências do mercado

I. A reconhecida inexistência de um modelo de supervisão ideal que sobreleve os demais e de um modelo efetivo dominante nas diversas jurisdições torna a **adequação de cada sistema concreto de supervisão às caraterísticas estruturais e às tendências de evolução do respetivo mercado um vetor crítico a atender nas opções e decisões sobre a sua específica configuração**.

II. Um **diagnóstico rigoroso das caraterísticas estruturais e das tendências do mercado** que identifique os seus diversos segmentos e, em relação a cada um destes, as suas forças e fraquezas e as ameaças e oportunidades que enfrenta, impõe-se, portanto, como um **requisito prévio de uma reforma do sistema de supervisão** ajustada ao mercado a regular e supervisionar.

III. Sem pretensão de apresentação do referido diagnóstico, há algumas características do mercado nacional de instrumentos financeiros que não podem deixar de ser sublinhadas a este propósito, entre as quais avultam as seguintes:

³ Como refere, eloquentemente, EILÍS FERRAN, “*strong (and weak) financial supervision can come in a variety of packages*”, cfr. *Institutional Design – The Choices for National Systems*, 2015.

⁴ “*A good institutional model will not neutralize weak supervisory policies and practices but, on the other hand, dedicated, high-quality supervisory personnel and sensible working practices and arrangements for cooperation can compensate for limitations in the formal institutional arrangements*”, cfr. EILÍS FERRAN, *Institutional Design – The Choices for National Systems*, 2015 e ainda ERIC PAN, *Structural Reform of Financial Regulation*, Cardozo Legal Studies Research Paper No. 250, 2009.

- **Internacionalização** crescente do mercado, seja (i) pela tomada de posição de investidores estrangeiros no capital de instituições financeiras nacionais, seja (ii) pela presença e atuação direta de instituições financeiras estrangeiras no território nacional através de sucursais ou, principalmente, do exercício da livre prestação de serviços, em todos os segmentos do mercado: desde as entidades gestoras de mercados e sistemas de liquidação, compensação e registo de instrumentos financeiros, à prestação de serviços de intermediação financeira, e passando ainda (iii) pelos próprios instrumentos financeiros, das mais diversas origens, comercializados e negociados pelos investidores nacionais;
- Crescente **inovação e heterogeneidade** das entidades e dos modelos de negócios sujeitos a supervisão (v.g., plataformas de financiamento colaborativo, criptoativos, empreendedorismo social) e utilização cada vez mais intensiva da tecnologia, incluindo inovações tecnológicas disruptivas (v.g., processamento e utilização de grandes quantidades de dados (*big data*), transformação digital, negociação algorítmica e de alta frequência, inteligência artificial aplicada à negociação e gestão de ativos, integração da prestação de serviços financeiros em plataformas tecnológicas multifunções – desde motores de busca a redes sociais -, tecnologia *blockchain*);
- Sujeição de todos os agentes do mercado a **deveres comportamentais mais exigentes** na sequência da última crise financeira mundial, consagrados em homenagem aos princípios da proteção do investidor e da integridade dos mercados, com resultados muito positivos esperados no que respeita à conduta dos agentes e da proteção dos investidores, mas também com custos acrescidos para as entidades supervisionadas e o próprio supervisor;
- **Pequena dimensão do mercado nacional**, com tendência de redução em alguns segmentos ao longo da última década, ainda não compensada pelos desenvolvimentos que têm sido registados em alguns outros segmentos nos anos mais recentes.
- Necessidade crítica de reforço da **competitividade** através, nomeadamente, da instituição de elementos de confiança no mercado e de instrumentos de agilização da atividade e da própria supervisão.

IV. A este último propósito, e tendo por referência a respetiva evolução geral até à presente data, cumpre ter presente que o mercado financeiro português ainda não logrou reaproximar-se dos níveis de dimensão absoluta (ou relativa) que apresentava em meados de 2007. De forma não

exaustiva, entre 30 de junho de 2007 e 2018, o montante de registo e depósito de valores mobiliários por conta de outrem e o valor líquido global dos fundos de investimento mobiliário e imobiliário nacionais reduziram-se em cerca de 37% e de 44%, respetivamente; numa componente que constitui a base de uma economia saudável e de um ciclo virtuoso de geração de riqueza para a sociedade, diminuiu também o número de entidades emitentes com ações admitidas no mercado regulamentado, entre as quais algumas de grande dimensão; ainda neste período a capitalização bolsista registou uma diminuição bolsista de cerca de um terço, enquanto mercado europeus de referência registaram uma evolução de sentido oposto. Paralelamente, no sistema bancário registou-se igualmente o desaparecimento de um número significativo de entidades, o que foi complementado por alterações relevantes da estrutura acionista de muitas outras, com a tomada de controlo ou a aquisição de participações qualificadas por outras entidades não nacionais e respetivos ajustamentos empresariais, movimento este que se verificou também no setor segurador.

E, conforme já se referiu, estes factos ainda estão longe de se encontrarem compensados por eventos com equivalente impacto positivo e duradouro para a dimensão do mercado, ao contrário do que sucedeu em muitos dos mercados financeiros da União Europeia, não obstante se multiplicarem sinais positivos em diversos domínios, desde o crescente volume e dinamismo do capital de risco e das plataformas de financiamento colaborativo até ao empreendedorismo social, passando pela admissão à negociação de novas entidades emitentes de ações, algumas delas com características e modelos de negócio inovadores, a requererem uma adaptação rápida não só das estruturas de mercado que suportam essa admissão como também do supervisor, para assegurar o conhecimento e a capacitação necessárias para proceder a uma supervisão rigorosa de realidades diferentes ou em mutação.

V. As apontadas características e tendências de evolução de mercado colocam atualmente grandes desafios e exigências às autoridades de supervisão com a missão de promover a proteção dos investidores e a defesa da integridade e estabilidade dos mercados, com vista ao seu desenvolvimento, nomeadamente:

- Capacidade de responder adequadamente ao paradigma de convergência da supervisão que está a ser desenvolvido pela ESMA, incluindo à intensificação dos correspondentes *peer reviews* e ao desenvolvimento de outras ferramentas de convergência de supervisão, como a *Supervisory Convergence Network*, *Seniors Supervisors Forum* e a *Enforcement Network*

(porque mesmo que o mercado não cresça em dimensão os requisitos e padrões internacionais mantêm-se ou aumentam);

- Exigência de articulação e coordenação, cada vez mais intensa e ágil, com uma multiplicidade de outras autoridades de supervisão, incluindo as demais autoridades de supervisão nacionais, as autoridades de supervisão europeias e as congêneres estrangeiras;
- Necessidades acrescidas de conhecimentos de naturezas muito diversas e de recursos humanos, tecnológicos e financeiros;
- Agilidade, prontidão e eficácia no acompanhamento, tratamento e resolução da multiplicidade de situações e ocorrências, muitas vezes imprevisíveis;
- Grande flexibilidade e capacidade de adaptação rápida para acompanhar as evoluções e transformações cada vez mais velozes e profundas do mercado;
- Proatividade e especialização, em especial no domínio da regulação, propiciando os enquadramentos e as condições adequadas para o desenvolvimento dos mercados.

VI. Em suma, na ausência de qualquer modelo institucional de supervisão do sistema financeiro que se imponha por si próprio por razões teóricas ou por se apresentar como dominante no plano internacional, é **essencial que a respectiva configuração se mostre adequada às características estruturais e às tendências de evolução do respetivo mercado e assegure condições e capacidade de resposta às exigências e aos desafios que atualmente se colocam à supervisão.**

2.2. Objetivos

A reorganização do modelo de supervisão do sistema financeiro deve estar sujeita a princípios norteadores da decisão em face das alternativas possíveis.

I. Como objetivos genéricos destacam-se, desde logo, o **(i)** reforço da **proteção dos clientes de serviços financeiros e dos investidores**, designadamente dos não profissionais; **(ii)** a **estabilidade do sistema financeiro**; **(iii)** o incremento da **confiança** no sistema e nas instituições por todos os agentes de mercado (incluindo profissionais); e **(v)** a manutenção de condições de **competitividade do sistema e das instituições** que nele operam, em ambiente aberto e internacional, propiciando condições de desenvolvimento e constante modernização das instituições e operadores em geral e, conseqüentemente, da economia nacional.

II. Em paralelo e não se tratando em si mesmo de um objetivo de supervisão, destaca-se a necessidade de viabilizar o **aumento de dimensão e a internacionalização de segmentos específicos** do sector financeiro, como é o caso da gestão de ativos, aqui incluindo os fundos de pensões, mas também de formas inovadoras de investimento, como aquelas que incorporam soluções tecnológicas avançadas ou o investimento de impacto social, suscetíveis de fazer crescer o mercado e de trazer benefícios económicos aos cidadãos que desses segmentos pretendam fazer uso ou deles possam aproveitar indiretamente. Sublinha-se, a este propósito e em pleno alinhamento com os objetivos inerentes à União do Mercado de Capitais, lançada pela Comissão Europeia em 2014, a necessidade de fomentar o crescente equilíbrio entre o financiamento da economia com base no mercado de capitais e o financiamento através do canal bancário, até agora largamente prevalecente⁵.

III. Por fim, um modelo sólido e resiliente de supervisão do sistema financeiro será também um modelo que **minimizará os encargos** para as finanças públicas com o sistema financeiro e permitirá prevenir, tanto quanto possível, a materialização de riscos sistémicos. Minimizará ainda os encargos para o próprio sistema financeiro e criará oportunidades para que o mesmo possa servir, de forma sustentada e a longo prazo, a economia, a criação de emprego, a comunidade nacional e o ambiente.

2.3. Modelo proposto

De acordo com o projeto de Lei, a reforma da supervisão do sistema financeiro passa pela constituição de duas novas entidades no **Sistema Nacional de Supervisão Financeira (SNSF)**, que é igualmente criado.

Uma primeira, com a designação do atual **Conselho Nacional de Supervisão Financeira (CNSF)**, com competências de coordenação, mas igualmente com outras competências adicionais (regulatórias, designadamente), projetada para constituir também a autoridade macroprudencial nacional.

Uma segunda, a chamada **Autoridade de Resolução e Administração de Sistemas de Garantia (ARSG)**, que é designada como a autoridade de resolução nacional e que disporia adicionalmente de competências de resolução na designada fase preventiva. Esta segunda entidade passará ainda

⁵ Cabe aqui notar a importância da arquitetura do sistema financeiro europeu para a concretização dos objetivos da União do Mercado de Capitais. Como refere NICOLAS VÉRON, “*CMU has not made much significant progress so far, and this is directly linked to the debate about financial architecture*”, Cfr. *Charting the next steps for the EU financial supervisory architecture*, Bruegel Policy Contribution Issue nº 16, 2017.

a ter a responsabilidade de gerir os fundos de garantia existentes no sistema financeiro, como é o caso do Sistema de Indemnização aos Investidores (SII).

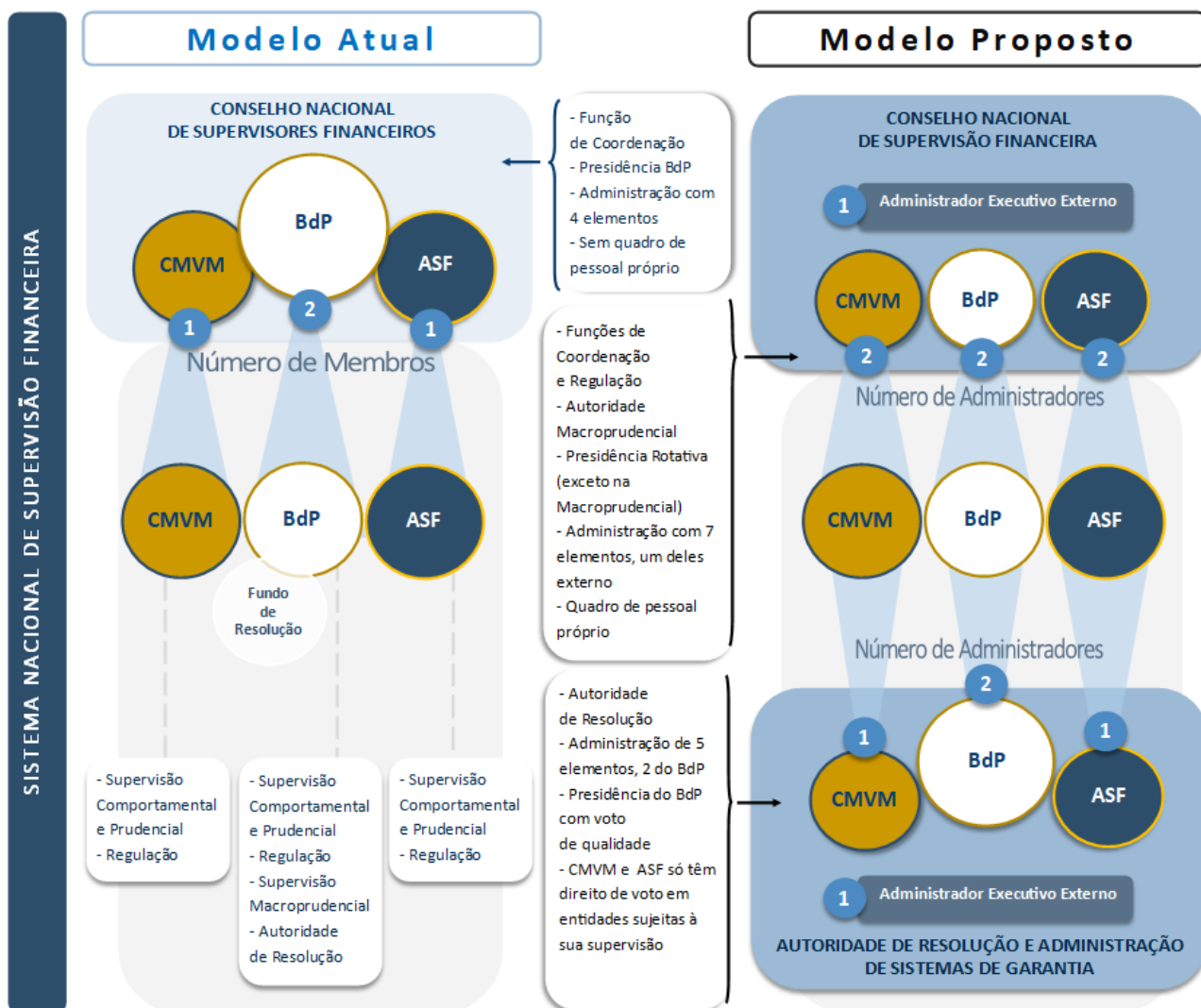
A reforma passa também pela introdução de alterações nos estatutos das autoridades de supervisão existentes e que se mantêm com a mesma designação, a Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF), o Banco de Portugal e a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).

São alterados diversos diplomas legais (quinze, ao todo), sendo a maioria das alterações instrumentais em relação às modificações acima sumariamente indicadas, sem prejuízo de algumas constituírem, no entanto, eixos estruturantes da reforma proposta, como aquelas que consagram o reforço da autonomia financeira da CMVM e da ASF. Encontram-se concretamente nesta situação, por exemplo, as alterações à Lei de Enquadramento Orçamental e à Lei Quadro das Entidades Reguladoras.

O projeto prevê ainda a articulação entre o SNSF e a política económica, financeira e orçamental do Estado assegurada pelo **Comité Nacional para a Estabilidade Financeira** (CNEF), que herda as competências do Conselho Nacional do Mercado de Valores Mobiliários (CNMVM), cuja extinção se opera.

Em termos de estrutura institucional a evolução proposta pelo Projeto pode ilustrar-se da seguinte forma:

Figura 1: Evolução proposta para a estrutura institucional do Sistema Nacional de Supervisão Financeira



2.4. Necessidade de fundamentação do modelo

2.4.1. Análise externa

O que precede não pretende ir além de um enunciado de vetores críticos que a CMVM considera deverem ser atendidos na reforma do sistema de supervisão. Contudo, à luz do exposto, será consensual afirmar que, pela importância e relevância dos seus impactos e efeitos sobre o sistema financeiro e, por via deste, sobre a economia e a sociedade nacional, qualquer reforma ou alteração estrutural do respetivo modelo de supervisão ganharia em ser precedida de uma **análise externa, incisiva, atual, independente e amadurecida sobre as eventuais debilidades do sistema vigente e**

das suas causas, de modo a assegurar decisões que correspondam efetivamente a uma resposta e solução para esses problemas e que sejam tão legitimadas quanto possível pela demonstração da sua necessidade e oportunidade, minimizando os riscos e os custos que essas mudanças sempre acarretam e maximizando as melhorias que as mesmas podem propiciar, nomeadamente na competitividade da economia portuguesa.

Uma eventual transição para um modelo alternativo de supervisão beneficiaria com a existência de um **balanço crítico do desempenho do atual modelo de supervisão**, a identificação das suas eventuais falhas e fragilidades (tendo em mente, nomeadamente, as conclusões das Comissões Parlamentares de Inquérito que versaram sobre o tema e a análise interna desenvolvida nos vários sectores), um diagnóstico rigoroso das suas causas, a identificação das vias para as eliminar ou, pelo menos, mitigar, e **dos modelos alternativos** para dar resposta aos atuais e aos próximos desafios da supervisão que já se podem perspetivar e dos respetivos graus de adequação às características e necessidades atuais e às tendências de evolução do mercado nacional.

Seria, designadamente, importante que essa análise, levando naturalmente em conta eventos e fragilidades pretéritas, fosse conduzida com base em elementos atualizados e incorporasse o *status quo* e as evoluções registadas em matéria de coordenação dos reguladores financeiros na fase pós- crise e à luz das respetivas lições, enunciando propostas que respondessem às carências efetivamente subsistentes, e também com base numa rigorosa caracterização do mercado e da identificação das exigências e desafios que se colocam à supervisão, confrontando as necessidades e vantagens da reforma a propor com os custos estimados dessa mesma reforma. Desse modo poderia assegurar-se que as soluções propostas fossem, por um lado, proporcionais e certas, designadamente em matéria de articulação e coordenação entre os supervisores⁶, não se limitando a responder a fragilidades já mitigadas por efeito das lições recolhidas de eventos passados e, por outro, adequadas à estrutura do mercado e às suas tendências de evolução.

2.4.2. Análise de impacto regulatório

Na ausência de um estudo externo, aturado, atual e rigoroso relativamente à formulação e adoção de quaisquer propostas, para além do relevante contributo representado pelo *Relatório sobre a Reforma do Modelo de Supervisão Financeira*, elaborado pelo Grupo de Trabalho nomeado pelo

⁶ Note-se, a este propósito, alguns dossiers complexos e com riscos elevados de descoordenação entre supervisores financeiros e que foram por eles trabalhados numa linha de absoluta transparência, colaboração e atuação conjunta em sede de supervisão e decisões, sem revelarem fragilidades no atual modelo de supervisão.

Despacho n.º 1041-B/2017⁷, seria importante levar a efeito, pelo menos, uma análise e uma avaliação rigorosa e criteriosa dos **impactos regulatórios** da reforma projetada, pois, de outro modo, permanecerão sem resposta as interrogações que se podem suscitar sobre a bondade e os fundamentos das soluções constantes do Projeto, nomeadamente em confronto com outras possíveis alternativas que poderiam ter sido igualmente equacionadas, aprofundadas e ponderadas no quadro de uma análise custo-benefício abrangente.

Em linha com as recomendações internacionais e europeias sobre «legislar melhor» (*better regulation*), a Resolução do Conselho de Ministros n.º 74/2018, de 8 de junho, tornou definitivo o modelo de avaliação prévia de impacto legislativo «Custa Quanto?», aprovado pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 44/2017, de 24 de março, o qual se aplica a projetos de decreto -lei e de proposta de lei a aprovar pelo Governo, incidindo sobre a variação de encargos gerados por esses projetos para cidadãos e empresas e sobre o eventual impacto concorrencial desses mesmos projetos sobre o setor que visam regular. Essa identificação e estimação da variação de encargos são indispensáveis a uma decisão fundamentada e de valor.

2.4.3. Consulta pública

Numa reforma com a dimensão e profundidade da constante do Projeto considera-se essencial envolver as entidades supervisionadas, enquanto destinatárias principais das atividades da supervisão e dos impactos da reforma, bem como na condição de eventuais financiadores do novo modelo, com encargos acrescidos. Mas é igualmente importante envolver os restantes interessados, incluindo consumidores de serviços financeiros, ou seja, o público em geral, ouvindo-os sobre o Projeto, o que não aconteceu até agora.

A CMVM considera que a realização de uma **consulta pública alargada e a consequente discussão sobre a reforma do sistema previamente à tomada de qualquer decisão ou opção legislativa é indispensável** a uma reforma que se pretenda legitimada pela ponderação de todos os interesses envolvidos e pela fundamentação das opções tomadas, permitindo ainda àqueles que suportarão os impactos financeiros e operacionais da reforma avaliar adequadamente e pronunciarem-se sobre a proporcionalidade dos encargos que terão de suportar e os benefícios esperados deste novo modelo. Essa discussão, sob a forma de consulta pública abrangente, seria particularmente vantajosa quanto a aspetos chave da reforma, como é o caso da avaliação e ponderação abrangente

⁷ Relatório que não contém, nem pretendia levar a efeito, a análise custo benefício a que adiante nos referimos.

dos seus custos (financeiros e extra-financeiros) e dos seus benefícios, nomeadamente dos ganhos de eficiência e de competitividade que possa proporcionar.

*“A participação efectiva dos cidadãos no procedimento de formação dos actos legislativos do Governo, bem como a recolha dos seus contributos noutros documentos relevantes para o País, constitui um instrumento indispensável para o exercício de uma cidadania activa e para o aprofundamento da democracia participativa, enquanto característica fundamental das sociedades abertas.”*⁸ Volvidos 16 meses sobre a divulgação da proposta inicial do já referido Grupo de Trabalho e mais de 12 meses sobre os Comentários da CMVM sobre a mesma, datados de dezembro de 2017, ainda não teve lugar a realização dessa consulta pública alargada que, na nossa perspetiva, se torna agora essencial, particularmente num contexto em que se pretende promover a participação responsável de todos os interessados no desenvolvimento sustentável dos mercados financeiros.

2.4.4. Contexto europeu e nacional

Mas é imprescindível também que qualquer eventual novo modelo de supervisão leve em consideração a possibilidade de evoluções e alterações ao *status quo* em matéria de configuração da supervisão europeia e do posicionamento das Autoridades Nacionais Competentes (ANC) em consequência da proposta da Comissão Europeia sobre a revisão da estrutura, governação e competências das Autoridades Europeias de Supervisão (ESA)⁹ e cuja proposta e decisão finais se esperam no decurso de 2019. Hoje, uma discussão sobre coordenação entre supervisores e supervisões não pode confinar-se ao plano nacional nem ignorar o papel cada vez mais ativo das autoridades supranacionais, podendo ser prematuras quaisquer tomadas de decisão na matéria que precedam a tomada de decisões, a nível europeu, sobre a configuração da supervisão financeira que podem, por sua vez, determinar adaptações a nível nacional.

Deve ainda ser tomado em consideração o fenómeno de iminente saída do Reino Unido da União Europeia (BREXIT), cujos impactos e necessidades de ajustamento ágil são imprevisíveis, na sua totalidade, a esta altura, sendo desaconselhável conduzir uma reforma estrutural da supervisão a meio deste processo, porventura um dos acontecimentos mais relevantes na história da União Europeia e que mais obriga a refletir sobre a sua estrutura e as das jurisdições que a integram. Será

⁸ Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 274/2009 de 2 de outubro que regula o procedimento de consulta formal de entidades, públicas e privadas, realizado pelo Governo, no âmbito da fase de elaboração e instrução dos actos e diplomas sujeitos a aprovação do Conselho de Ministros ou dos membros do Governo.

⁹ Proposta de Regulamento da Comissão Europeia (de 20/9/2017) visando reforçar a supervisão integrada e fortalecer a União dos Mercados de Capitais e a integração financeira num ambiente de mudança.

fundamental, sobretudo em alguns subsectores como a gestão de ativos, que a supervisão se concentre nos impactos e oportunidades deste evento nos mercados financeiros, sendo pouco aconselhável que nesta fase de enorme incerteza se peça aos reguladores e aos agentes de mercado que desviem atenções para a adaptação que terão de fazer a uma nova estrutura de supervisão, consumidora de tempo, atenção e recursos.

Não menos relevante é a proximidade do final da presente legislatura, sobretudo tendo em conta que a reforma se destina a produzir efeitos em 1 de janeiro de 2020, ou seja, na vigência da próxima legislatura, o que dificulta a implementação do Projeto na medida em que dependa da adoção de diplomas e atos complementares que disciplinem, nomeadamente a fase de instalação das novas entidades a criar e o respetivo financiamento durante essa fase - matérias sobre as quais o projeto é omissivo -, bem como a nomeação dos titulares dos respetivos órgãos.

2.5. Questões nucleares do Projeto

I. Como referido, o Projeto institui duas novas autoridades – o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF) e a Autoridade de Resolução e Administração de Sistemas de Garantia (ARSG).

O regime de cada uma destas entidades assenta nos seguintes vetores:

1. Participação dos três atuais supervisores do sistema financeiro e de administradores externos na composição e funcionamento das novas entidades;
2. Atribuição de competência específica em matéria de supervisão macroprudencial ao CNSF e de resolução à ARSG;
3. Previsão de um regime de autonomia de gestão e financeira.

Os moldes em que são criadas estas duas novas entidades conferem complexidade e custos acrescidos ao novo modelo, conforme adiante se demonstra.

II. Quanto ao **tema da participação na governação e funcionamento das entidades**, cremos que a proposta de composição e organização do Conselho de Administração do CNSF, envolvendo igual número de representantes dos três supervisores atuais, conforma-se ao princípio de tratamento paritário dos três setores financeiros.

Vemos, contudo, um **problema de independência e autonomia** de cada um dos reguladores pela possibilidade, que este sistema institui, de uma das autoridades poder ser obrigada pelas restantes a adotar uma decisão no seu âmbito específico e exclusivo de competência que não subscreve e

contra a qual votou. Esta possibilidade, que o regime de governação e decisão do CNSF institui, não é consentânea com a opção – correta, no nosso entender – de preservação das três autoridades de supervisão (ASF, BdP e CMVM) com suposta autonomia plena e total independência; e pode, além da limitação à independência e autonomia, colocar sérios problemas também em matéria de responsabilização de cada uma das autoridades. É ainda contrária a essa autonomia e independência a existência de um administrador executivo externo às entidades de supervisão, que colide com um princípio de simplicidade.

No que respeita à ARSG, é positivo o Projeto prever (i) que o membro do conselho de administração das autoridades competentes para a supervisão da entidade destinatária das medidas de resolução participe nas deliberações relativas à aplicação de medidas de resolução; e (ii) a possibilidade de participação dos administradores afetos à CMVM e à ASF nas reuniões convocadas para a tomada de tais decisões, nos casos em que a entidade destinatária esteja exclusivamente sujeita à supervisão de outra ou de outras autoridades de supervisão (do Banco de Portugal, por exemplo). Registe-se, no entanto, que as normas carecem de ser clarificadas neste último aspeto. Ou seja, no sentido de assegurar que todas as autoridades e entidades representadas no Conselho de Administração da ARSG, ainda que sem direito de voto – como acontecerá num grande número de casos com a CMVM e a ASF - acedem, em momento oportuno e em simultâneo, a toda a informação disponível e relevante para o processo de decisão. É, provavelmente, a forma mais indicada de diminuir risco, num processo já de si muito propenso ao mesmo, e de assegurar que todos os impactos do processo de resolução são devidamente percecionados, avaliados e, sempre que possível, mitigados.

Porém, em sentido inverso, o Projeto prevê que o conselho de administração da ARSG inclua dois administradores do Banco de Portugal, conferindo voto de qualidade em caso de empate ao que preside, e que é sempre o membro do conselho de administração do Banco de Portugal com o pelouro da resolução. Ainda de acordo com o Projeto, o administrador indicado pela CMVM e o administrador afeto à ASF só têm direito de voto em matéria de resolução quando a entidade destinatária estiver sujeita à respetiva supervisão. Finalmente, encontra-se previsto um quinto administrador, a indicar pelo CNSF, com competência decisória plena.

Deste modo, o projeto confere uma **prevalência acentuada à posição do Banco de Portugal em situações em que haja partilha de responsabilidades de supervisão com outros reguladores**, v.g., se a entidade destinatária da medida de resolução estiver sujeita à supervisão da CMVM e do Banco

de Portugal (uma gestora de patrimónios, por exemplo), numa opção que não se encontra inteiramente sintonizada com a necessidade de acautelar as especificidades do processo e dos seus impactos em função da natureza e setor de atividade da entidade resolvida, e que não assegura o princípio da participação equilibrada dos três supervisores na resolução. Este modelo de governação, com dois administradores do Banco de Portugal com competências decisórias na ARSG, também **não resolve em absoluto os potenciais conflitos de interesse** identificados no processo de decisão vigente.

Permitir aos supervisores participarem na administração da ARSG com igual número de membros (idealmente um) e atribuir a presidência, sem voto de qualidade, ao administrador indicado pelo supervisor prudencial da entidade destinatária das decisões poderia ser uma opção de governação cujas vantagens e inconvenientes seria oportuno avaliar em alternativa à constante do Projeto, para além da referida e indispensável garantia legal de total simetria de informação entre todas as entidades representadas na ARSG.

III. Em matéria macroprudencial, as competências de supervisão e de adoção de medidas com impacto transversal no sector financeiro são atribuídas ao CNSF, cumprindo-se, neste segmento, um princípio de separação entre a supervisão macroprudencial, microprudencial e comportamental. Crê-se que esta atribuição de competências, não só ao nível da adoção de medidas macroprudenciais¹⁰, mas também no âmbito da monitorização da sua implementação (avaliação regular dos seus efeitos), traduz já um nível de apuro da solução condizente com as melhores práticas internacionais. A proposta não se bastou assim com um mecanismo de mera troca de informação e coordenação, tendo antes optado por atribuir ao CNSF alguns poderes de monitorização e validação dos efeitos das medidas adotadas em conjugação com os poderes discricionários de implementação, de supervisão e sancionatórios atribuídos às autoridades de supervisão.

Não obstante, não pode deixar de se registar que, muito embora o CNSF seja reconhecido como autoridade macroprudencial nacional, o certo é que *“as autoridades de supervisão informam o CNSF da intenção de adoção de medidas macroprudenciais que não evidenciem impacto transversal no sector financeiro”* (cf. artigo 26.º, n.º 2, do projeto de estatutos do CNSF), em linha com o disposto

¹⁰ Definidas como decisões de política macroprudencial para prossecução da finalidade de preservação da estabilidade do setor financeiro do seu conjunto, tendo em vista o contributo do mesmo para o crescimento económico sustentável, adotadas através de alertas, recomendações ou determinações.

no artigo 16.º-A, n.º 2, da Lei Orgânica do BdP, que se mantém inalterado e dispõe que “o Banco de Portugal pode emitir determinações, alertas e recomendações dirigidas às autoridades e entidades públicas ou privadas tendentes à consecução dos objetivos previstos no número anterior, nos termos da legislação aplicável” (entre os quais se conta o reforço da resiliência do sector financeiro). O modelo consagra assim, em rigor, quatro autoridades de supervisão macroprudencial, embora se registe, a este propósito, que os estatutos da CMVM e da ASF não preveem competências similares às que se encontram na LOBP quanto às medidas com impacto limitado aos respetivos setores financeiros.

O Projeto aponta assim para uma fragmentação das competências para a adoção das medidas macroprudenciais, que são atribuídas ou ao CNSF ou a cada uma das autoridades de supervisão, consoante tenham impacto transversal no sistema financeiro ou apenas no sector sob a supervisão da correspondente autoridade, apelando assim a uma distinção de difícil concretização. E é certo que, na medida em que relativamente a cada sector do sistema financeiro se cumulem na mesma autoridade os poderes de supervisão micro e macroprudencial, não se logrará alcançar a prevenção dos conflitos de interesses que é assegurada pela segregação entre os dois referidos tipos de supervisão. Acresce que o modelo proposto não contribui para uma política macroprudencial integrada, antes promove tomadas de decisão isoladas e separadas por cada autoridade, com risco para a preservação da estabilidade do setor financeiro no seu conjunto que é o objetivo, indicado pelo próprio Projeto, das decisões de medidas macroprudenciais.

IV. Crê-se ainda que a **autonomização da área da resolução** em relação à das supervisões favorece tomadas de posição mais isentas, contribuindo para uma intervenção cada vez mais ajustada às exigências de regularidade e estabilidade do sistema no seu todo.

Na configuração proposta, a estrutura de supervisão favorece, assim, o **reforço da cooperação** entre os atuais supervisores e, ao mesmo tempo, é propícia a uma gestão com menor risco de conflito de interesses, ao separar matérias de supervisão que os potenciam, e mais atenta às particularidades de cada setor, ao assegurar o envolvimento dos três supervisores atuais na análise e decisão de matérias com impacto transversal.

Nesta perspetiva, o Projeto responde positivamente às exigências de uma supervisão atenta às várias dimensões e setores do sistema e capaz de os considerar de forma informada, experiente e equilibrada.

V. Enquanto aspeto que apoia esta mesma perspetiva de responsabilidade e ponderação integrada, é ainda de destacar positivamente a missão que no projeto de Estatutos da CMVM e da Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF) é atribuída a ambas as entidades no domínio da manutenção e **reforço da estabilidade financeira**. Sublinha-se, deste modo, a contribuição destes supervisores numa vertente que, embora fazendo parte da sua atual missão, é assumida no Projeto como central. Considera-se que esta evolução se alicerça no reconhecimento da importância e da estreita interligação dos vários setores financeiros no funcionamento de todo o sistema, reconhecimento que a CMVM considera como pressuposto indispensável à reforma do sistema de supervisão. Na medida em que a finalidade da supervisão macroprudencial é a preservação da estabilidade do setor financeiro no seu conjunto^{11 12} e atendendo a que deve ser assegurada total cooperação e troca de informação entre os supervisores neste domínio, esta previsão é positiva, sem embargo do que acima se referiu quanto à repartição das competências para adotar medidas macroprudenciais.

VI. É ainda de destacar o reforço da autonomia da gestão financeira da CMVM e da ASF, nomeadamente pela recuperação da sua independência de decisão orçamental e de gestão financeira, condições necessárias a uma atuação livre de qualquer constrangimento externo que não seja o de adequar constantemente as suas prioridades, a sua atuação, os seus custos e as suas receitas às necessidades dos setores que supervisionam e aos interesses de todos os que beneficiam dessa supervisão. Em todo o caso, tendo em conta a importância crítica deste tema, seria desejável uma formulação mais clara quanto ao estatuto destas entidades relativamente ao seu enquadramento jurídico e orçamental.

Garantida a sua maior independência face a constrangimentos financeiros e de gestão externos, ficam concomitantemente os supervisores mais responsabilizados por todas as suas opções, devendo corresponder com mais transparência, melhor fundamentação e maior abertura, em espírito de serviço público. A independência não deverá nem poderá traduzir-se, assim, em qualquer diminuição de responsabilização (*accountability*), antes obrigando a uma gestão mais criteriosa e a

¹¹ De acordo com ROCHELLE M. EDGE/NELLIE LIANG, Hutchins Center Working Paper #32, August 2017, “*New Financial Stability Governance Structures and Central Banks*”, acessível em: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/08/es_20170808_liang_newfinancialstabilitygovernancestructures.pdf, “*the ultimate objective of macroprudential policy is the stability of the financial system as a whole and across all likely macroeconomic and credit market backdrops.*”

¹² Cf. artigo 18.º, n.º 1, dos Estatutos do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, tal como constantes do Projeto, pág. 257.

um escrutínio mais apertado, sendo por isso igualmente positivos os aprofundamentos no Projeto dos deveres de informação e transparência das autoridades de supervisão.

VII. Finalmente refira-se que (i) o regime de incompatibilidades e impedimentos dos titulares dos órgãos e dirigentes carece de afinações para garantir uma eficiente prevenção de conflitos de interesses; (ii) o modelo proposto induzirá um acréscimo de custos a serem suportados pelo universo das entidades supervisionadas do sistema financeiro; e (iii) mantém a afetação das receitas próprias das autoridades de supervisão ao financiamento de uma outra entidade – a Autoridade da Concorrência –, que nem sequer se situa no perímetro do Sistema Nacional de Supervisão Financeira.

VII. A CMVM considera, assim, que o Projeto encerra diversos aspetos positivos, sem embargo da opção de fundo de proceder a uma reforma do modelo de supervisão em circunstâncias que suscitam preocupação¹³ e de, como adiante se verá, diversos outros aspetos ainda reclamarem revisão.

¹³ Cf. observações sobre os pressupostos e as circunstâncias desta reforma nos pontos 2.1.3.3. e 2.1.3.4., supra.

3. COMENTÁRIOS SOBRE O PROJETO DE PROPOSTA DE LEI

3.1. Princípios enformadores de uma reforma do modelo de supervisão

I. Os modelos de supervisão financeira devem respeitar determinados **princípios nucleares e essenciais** que lhes dão identidade e legitimidade e que permitem avaliá-los contra a prática e os princípios internacionais estabilizados nessa matéria.

É precisamente à luz deste conjunto de princípios que a CMVM reflete sobre as opções, avalia o Projeto de alteração da atual organização da supervisão e defende, de forma fundamentada, o respetivo aperfeiçoamento.

3.1.1. Clareza e simplicidade do modelo

I. Qualquer **modelo de supervisão** deve ser, tanto quanto possível, **claro e alocar de forma rigorosa e transparente poderes e responsabilidades de supervisão**¹⁴. O modelo deve facilitar a sua compreensão pelas entidades supervisionadas, pelos consumidores de serviços financeiros, pelos investidores e pelos operadores em geral, bem como agilizar o relacionamento entre estes e as autoridades de supervisão.

O modelo **não deve potenciar qualquer tipo de diluição de responsabilidades** em caso de falhas, devendo delimitar com clareza, sem sobreposições nem lacunas, os deveres e poderes de cada um dos intervenientes. A eficácia da supervisão fica grandemente limitada por modelos assentes em atribuições, responsabilidades e poderes que não preenchem estes requisitos de clareza.

Nessa medida, uma reforma do modelo de supervisão deve orientar-se necessariamente por princípios de **simplicidade e clareza, sem zonas de ambiguidade ou indeterminação**, de modo a poder ser analisada de um modo transparente.

II. Num modelo orientado por este princípio, as **estruturas de governação** devem ser igualmente simples, com responsabilidades claramente alocadas, concebidas de modo a permitirem a **tomada de decisão, responsável e informada, com celeridade**. Para este fim, não deve ser fragmentado o

¹⁴ Como nota EILÍS FERRAN, “*Irrespective of the institutional model in use, the mandate must be clear and unambiguous in order to inculcate a strong willingness to take action and fulfil the supervisory role.*”, cfr. *Institutional Design – The Choices for National Systems*, 2015. A este propósito, BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Core Principles For Effective Banking Supervision*, 2012, Principle 1; IOSCO *Objectives and Principles of Securities Regulation*, 2017, Principle A.1; e IAIS, *Insurance Core Principles*, 2017, ICP1.

processo decisório por um aumento das interações necessárias para a decisão e pelo número de decisores.

III. Nesta perspectiva de **clareza e simplicidade do modelo**, sublinha-se que o Projeto contempla uma nova **estrutura de supervisão que aumenta o número de entidades do atual sistema**, repartindo por diversas entidades, a partir de objetivos de prevenção de conflitos de interesses e de melhor coordenação, as competências de resolução e de supervisão microprudencial e macroprudencial. Este movimento de multiplicação e fragmentação da decisão surge em contraciclo a um mercado que enfrenta crescente concorrência a partir de outras jurisdições europeias com maior escala. Ao mesmo tempo, o Projeto autonomiza e justapõe às atuais autoridades de supervisão uma função específica de coordenação e outra de resolução que são alocadas às duas novas entidades cuja criação é proposta.

A multiplicação de entidades e a estrutura complexa de governação sugerida não contribui necessariamente para uma maior clareza, agilidade e simplicidade do modelo e da supervisão e contém potencial de segmentação da realidade supervisionada, diluição de responsabilidades, fracionamento dos processos de decisão, acrescida burocracia – nomeadamente através múltiplos circuitos de troca de informação entre todas as entidades envolvidas -, e excessiva dispersão por parte dos vários administradores presentes nos conselhos de administração das diferentes entidades, sendo inclusive dois por entidade no CNSF, sem que se disponha de elementos que permitam concluir pela bondade ou imprescindibilidade do proposto por o Projeto surgir desamparado de qualquer análise e avaliação de modelos de supervisão alternativos.

Há, ainda, no Projeto vários aspetos de governação que ficam em aberto ou que são suscetíveis de dúvidas, e que conviria serem esclarecidos no Projeto, evitando a necessidade de interpretações desafiáveis no momento da sua implementação. Assim, será útil clarificar, por exemplo, se o administrador independente da ARSG é ou não o administrador independente do CNSF, a que informação acedem os administradores da ARSG que não são simultaneamente administradores do BdP e que recursos das autoridades de supervisão irão ser afetados ao CNSF e à ARSG.

3.1.2. Independência

I. Qualquer modelo de supervisão do sistema financeiro, independentemente do número de autoridades que o componham e dos mecanismos de articulação existentes entre as mesmas, **deve ser integrado exclusivamente por supervisores independentes** em igual medida.

Deve ainda garantir uma independência efetiva e substantiva de todos os supervisores - incluindo entre eles -, necessariamente alinhada pelos padrões internacionais mais exigentes e universalmente aceites, não se podendo aquela considerar satisfeita com o mero preenchimento de requisitos formais.

II. A independência dos supervisores pode-se aferir por um conjunto de **indicadores**. Desde logo pelo critério e processo de nomeação dos titulares dos órgãos de administração e de fiscalização e pela capacidade real de se dotarem dos meios materiais e humanos necessários e adequados e de organizar e gerir de modo autónomo esses meios, tendo em vista responder eficazmente às responsabilidades legais que lhes são atribuídas. Afere-se também pela **suficiência e adequação dos poderes** e de **meios** que lhe são conferidos para o exercício da supervisão e para a tomada de decisão. E afere-se, sobretudo, pela existência de condições legais e materiais que assegurem estruturalmente a **blindagem** efetiva da supervisão contra quaisquer formas de **interferência externa** na sua atuação e processos de decisão.

III. A independência reveste duas modalidades: **estrutural e funcional**. A **independência institucional ou estrutural** dos supervisores decorre do regime jurídico relativo à nomeação dos seus titulares, ao enquadramento de exercício das respetivas funções e à duração do mandato e inamovibilidade. Mas decorre, também, da inexistência de relações jurídico-administrativas de hierarquia ou de tutela relativamente a outras entidades e da consagração da sua independência funcional/ operacional.

A **independência funcional** decorre da existência de garantias legais e de facto relativas à inexistência de espaço para conflitos de interesse e influências de terceiros nas decisões e conduta dos supervisores, v.g. através de ordens, de instruções ou sequer de diretrizes vinculantes emanadas de outras entidades, públicas ou particulares.

IV. O carácter fundamental da independência – institucional, funcional, procedimental e financeira – dos supervisores encontra-se consagrado nos padrões internacionais de referência pelos quais são avaliados, pelas instituições supranacionais, o enquadramento e o nível de desenvolvimento legal e institucional dos mercados financeiros. Os resultados destas avaliações, como é sobejamente conhecido, são tomados em consideração pelos operadores internacionais e pelos agentes económicos para tomada das suas decisões de investimento, financiamento e desenvolvimento de atividade económica, pelo que têm impacto no dinamismo e atratividade de cada mercado.

Atente-se, desde logo, nos Princípios fundamentais da International Organization of Securities Commissions (IOSCO/OICV)¹⁵ ¹⁶, bem como em outros princípios similares fundamentais de independência e imparcialidade dos supervisores financeiros estabelecidos por outras organizações internacionais, como a OCDE¹⁷, e ainda no Relatório de Larosière, que igualmente sublinha a imperatividade de uma regulação e supervisão independentes¹⁸.

Considerada uma condição necessária para fortalecer a supervisão no âmbito da União Europeia, a integração dos supervisores na rede de supervisão da União impõe a assunção deste modelo público organizacional de independência, institucional e funcional, imparcialidade resolutória, transparência perante o público e responsabilidade no exercício de funções de regulação e supervisão.

Por fim, a exigência de criação e existência de autoridades administrativas reguladoras independentes, caracterizadas pela inexistência de relações de direção, supervisão ou superintendência de outros órgãos públicos ou entidades terceiras, encontra-se hoje vertida na Constituição (art. 267º, nº 3) e constitui uma garantia fundamental da organização administrativa nacional que vincula o legislador.

V. No que toca a este princípio da independência, o Projeto apresenta alguma ambivalência. Por um lado, assinala-se como dimensão positiva a do reforço da independência das autoridades de supervisão, pelo menos no que à CMVM concerne, nomeadamente por via da autonomia financeira acrescida que lhe é reconhecida e que constitui, repete-se, uma condição *sine qua non* da independência do regulador. Por outro lado, mesmo nesta vertente da autonomia financeira, subsiste o desvio representado pela obrigatoriedade de uma percentagem das receitas próprias da

¹⁵ Este princípio de independência institucional e funcional tem sido sucessivamente afirmado pela IOSCO como padrão regulatório fundamental e constitui um dos *Key Issues* das respetivas metodologias de avaliação ao nível de desenvolvimento dos mercados financeiros dos países membros. O seu cumprimento é ainda objeto de verificação por outras instâncias internacionais, como o Fundo Monetário Internacional (FMI), no âmbito dos seus exercícios de avaliação aplicados a cada Estado (*Financial Sector Assessment Program - FSAP*).

¹⁶ Na sequência do exercício de avaliação realizado pelo FMI em Portugal no final do ano de 2005 e princípios de 2006, o Relatório final de 20 de janeiro de 2007 contém uma análise detalhada sobre as características legais e de facto que possibilitam afirmar a existência de independência da CMVM (e do Banco de Portugal). Este Relatório foi tornado público e mantém-se disponível no seu sítio na internet. Como se verá mais adiante, o mesmo relatório não deixa de pugnar, contudo, por uma maior aproximação do estatuto da CMVM e da atual ASF do Banco de Portugal.

¹⁷ Cfr. os Princípios da OCDE sobre Corporate Governance, emitidos em 1999 e reafirmados e reconhecidos pelo G20 em 2015 <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>.

¹⁸ O Relatório Larosière, encomendado em outubro de 2008 a um grupo de peritos liderado por Jacques de Larosière, analisou as causas e remédios da crise financeira na perspetiva da regulação e da supervisão, sublinhando nas suas conclusões a importância da independência dos reguladores e recomendando que a Comissão Europeia procedesse regularmente a uma avaliação do cumprimento dessa condição pelas autoridades nacionais.

CMVM terem de ser transferidas e reverterem para uma outra autoridade reguladora, a Autoridade da Concorrência (AdC) que nem sequer integra o perímetro do SNSF.

Destaca-se ainda, como fator de preocupação à luz deste princípio de independência e autonomia, a previsão de administradores externos às atuais autoridades de supervisão nos conselhos de administração das entidades cuja criação é agora proposta.

Por último, a possibilidade já mencionada de, no âmbito do CNSF e por força da sua estrutura de governação, uma das 3 autoridades que o compõem poder ser obrigada pelos restantes a adotar uma decisão contra a qual se pronunciou e referida a um tema ou entidade no seu âmbito exclusivo de supervisão se traduz numa lesão à independência da CMVM, que pode, de acordo com este sistema, ver os outros reguladores e o administrador independente substituírem-se à CMVM na tomada de decisões da sua exclusiva competência material.

3.1.3. Garantia de recursos

I. A adequação dos **meios** disponibilizados aos supervisores é crucial: se a estes não forem disponibilizadas as condições necessárias e suficientes para se dotarem em tempo dos **meios adequados**, designadamente **humanos e materiais**, não haverá modelo de supervisão que possa ser eficientemente utilizado em todas as suas potencialidades.

II. A possibilidade de recrutamento de **recursos humanos qualificados** é um elemento da qualidade da supervisão financeira. A complexidade das atividades objeto de supervisão e a exigência da supervisão sobre estas atividades determina a necessidade imperativa de os supervisores possuírem a necessária agilidade, a nível de instrumentos jurídicos e financeiros, de a cada momento captarem para os seus quadros recursos suficientemente capacitados e atualizados, quer em domínios clássicos, quer em novos domínios do saber ligados à evolução ambiental, social e tecnológica. É igualmente decisivo que os reguladores possam assegurar os incentivos necessários à estabilidade dos seus quadros, designadamente condições de crescimento profissional e pessoal, através da formação contínua e de modelos de carreira adequados à sofisticação da função.

III. É ainda crítico, hoje e mais ainda no futuro próximo, que as autoridades de supervisão possam dotar-se dos **meios tecnológicos** adequados. Estes são hoje decisivos para fazer face ao progresso tecnológico na área dos serviços financeiros, que se tornou vertiginoso nos tempos mais recentes e que pode constituir uma ameaça significativa para a supervisão financeira caso esta não consiga acompanhar esse progresso tecnológico. São ainda indispensáveis para permitir o próprio

cumprimento de obrigações legais por força de instrumentos regulatórios da União Europeia, de que é exemplo a implementação da Diretiva dos Mercados e Instrumentos Financeiros II (DMIF II), que exige investimentos de elevada ordem de grandeza, sem os quais o regulador falhará a sua função, com consequências nefastas em termos de credibilidade internacional e de funcionamento do mercado nacional.

IV. Nestes domínios, o Projeto mantém, no essencial, uma linha de continuidade com o regime vigente, sem introduzir inovações relevantes de carácter geral, além daquelas que possam vir a decorrer de um estatuto de plena autonomia de gestão, que a concretizar-se permitirá outra agilidade e capacidade de gestão e captação de recursos. Contudo, não pode deixar de se sublinhar que são introduzidas inovações significativas no regime das incompatibilidades e impedimentos dos titulares dos órgãos e dos dirigentes, que, conforme mais adiante se detalhará, se não forem cuidadosamente calibradas podem ser um fator indutor de um estreitamento do campo de recrutamento e de menor atratividade das autoridades de supervisão, com os consequentes reflexos sobre a qualidade dos seus quadros, particularmente de topo. Com efeito, trata-se de um setor com forte concorrência por parte do setor privado.

3.1.4. Equilíbrio entre setores do sistema financeiro

I. Qualquer **modelo de supervisão** deve assegurar idênticas condições de supervisão sobre todos os setores financeiros supervisionados e refletir uma efetiva e material paridade de estatuto e de meios entre todos os supervisores.

Qualquer privilégio de estatuto concedido a um dos setores e/ou ao respetivo supervisor é suscetível de originar um modelo descompensado em resultado de uma tutela mais intensa de um setor e dos que nele operam em relação aos demais. Considerando a intensidade atual do nível de interligação e interdependência entre os três setores, qualquer visão não paritária e harmonizada dos mesmos é apta a provocar indesejáveis oportunidades de arbitragem. É, também, uma opção com aptidão para criar fragilidades no sistema de supervisão como um todo, originando um risco – sério – de ocorrência de problemas sistémicos. Gera também menores níveis de confiança, não só nos consumidores, investidores e financiadores nos setores discriminados pela negativa como também nos do próprio setor discriminado pela positiva (no caso deste último, por receio do risco sistémico resultante da interconexão entre setores). Este desnivelamento é, por fim, também

prejudicial ao supervisor melhor posicionado, porque a sua supervisão, em resultado das aludidas interligações, pode sair prejudicada.

II. A tarefa de supervisão do sistema financeiro reveste-se hoje de **especial dificuldade**, em resultado não só da complexidade e dinamismo da atividade e da sua natureza transfronteiriça como também da crescente intensificação da regulação internacional.

III. Por todo o exposto, entendemos que **aos supervisores financeiros**, sejam eles quais forem e independentemente das suas áreas de atuação, **devem ser atribuídas condições equivalentes que permita dotarem-se em igualdade de condições da estrutura adequada para o exercício, abrangente, coordenado, eficaz e oportuno, da supervisão** que lhes incumba exercer. Esta estrutura passa pelos necessários e, muitas vezes, exigidos poderes legais adequados e dos requisitos para os exercer, ao nível dos meios técnicos e humanos e da governação e organização interna, designadamente, bem como às condições de autonomia de gestão necessária para os acionar.

IV. O **nivelamento dos estatutos dos supervisores** e do enquadramento normativo institucional aplicável é elemento central do equilíbrio da sua atuação. Estatutos muito diferenciados introduzem distorções na forma como cada um dos supervisores atua no cumprimento das suas atribuições e altera a perceção que o mercado e os seus agentes têm do estatuto e da autoridade de cada um dos supervisores, fragilizando os reguladores menos bem posicionados em termos de ferramentas, capacidade, poderes, autonomia e, sobretudo, agilidade de intervenção e ação.

V. Neste domínio, o Projeto apresenta aspetos relevantes no sentido quer de um maior equilíbrio entre os supervisores, na medida em que cria as condições e atribui as competências necessárias para todos os supervisores serem envolvidos em matérias transversais ao sistema financeiro globalmente considerado, como sejam as relativas à supervisão macroprudencial e à resolução, quer de um maior nivelamento estatutário entre os diversos supervisores.

VI. No entanto, subsistem no Projeto aspetos que, pelo menos do ponto de vista formal, ainda poderão ser bastante melhorados, como o da definição do regime dos titulares dos órgãos e dos dirigentes da CMVM e das demais entidades do SNSF por remissão para a legislação do Banco de Portugal. A regulação de matéria de natureza estatutária tão importante como são os temas da designação e exoneração dos presidentes, administradores e membros dos órgãos de fiscalização deve ser feita diretamente nos estatutos das entidades que integram o sistema de supervisão

financeira ou em diploma legal próprio e comum a todos. O mesmo vale para a regulação de tema igualmente tão relevante quanto é o regime de incompatibilidades e impedimentos e de prevenção de conflitos de interesses de administradores e dirigentes. **A disciplina destas matérias por remissão para os estatutos de um dos supervisores financeiros** (a Lei Orgânica do Banco de Portugal) **não colhe apoio** e revela alguma assimetria de estatuto entre supervisores que este Projeto não visa, mas que com esta solução criaria. É institucionalmente indesejável que o estatuto de uma autoridade de supervisão independente se defina por remissão para os estatutos de outra autoridade, apontando para uma prevalência desta última sobre a primeira.

Acresce que, na ARSG a constituir, se mantém uma predominância excessiva de administradores representantes do Banco de Portugal, permitindo que a tomada de decisão não seja realizada de forma paritária, ou seja, com maior expressão por parte do Banco de Portugal. Pode mesmo questionar-se se o princípio da prevenção dos conflitos de interesses subjacente à respetiva criação é efetivamente atingido ou se, ao invés, não ocorrerá o risco de se deslocar para as novas entidades os conflitos de interesses identificados no atual sistema de supervisão.

3.1.5. Transparência e responsabilização

I. A **fiscalização das autoridades de supervisão** constitui, por seu turno, um aspeto essencial de garantia e preservação da independência dos supervisores. Com efeito, todo e qualquer modelo de supervisão deve contemplar mecanismos de transparência e de fiscalização efetiva dos supervisores, de modo a garantir que a independência se traduz em supervisão eficaz e com resultados adequados: a independência terá de ser sempre contextualizada numa cultura de responsabilização¹⁹.

II. À luz deste princípio não podem deixar de ser realçadas os deveres acrescidos de transparência e de prestação de informação das autoridades de supervisão estabelecidos no Projeto, na senda de uma orientação que já vinha sendo adotada, mas cujo reforço e intensificação devem ser sublinhados positivamente.

¹⁹ De acordo com MARC QUINTYN/EVA HÜPKES/MICHAEL TAYLOR, Accountability Arrangements for Financial Sector Regulators, IMF Economic Issues No. 39, 2006, “*properly designed accountability mechanisms keep an independent supervisory agency ‘under control’ but do not directly control its policies and practices*”.

3.1.6. Enquadramento internacional

I. A reorganização do sistema de supervisão nacional deve fazer um esforço para perspetivar e antecipar a evolução futura do sistema financeiro e dos seus desafios num quadro de constante mutação internacional, a começar pelo crescente protagonismo das instâncias supranacionais na supervisão e na regulação. Em pouco anos, esta condicionante alterou-se significativamente e estima-se que nos próximos essa tendência se intensifique. Assim, o modelo de supervisão terá de ser versátil, flexível e simples para poder acomodar estes desenvolvimentos.

II. Com efeito, objetivos de **eficácia**, **inteligibilidade** e **proporcionalidade** devem ditar, quer o desenho inicial de um modelo de supervisão financeira, quer uma sua alteração ou reforma. Uma opção com limitado reconhecimento em experiências comparadas, no que diz respeito ao desenho do modelo de supervisão poderá, assim, ampliar riscos de ineficácia e imprecisão na atuação e na responsabilização dos supervisores.

Se é verdade que aquelas **experiências comparadas** não oferecem um modelo único de arquitetura institucional dos sistemas de supervisão, nem apontam para um modelo dominante ou evidentemente melhor, não é menos certo que estes correspondem quase invariavelmente a determinados tipos bem caracterizados (supervisor único, modelo dualista ou *twin peaks*, supervisores sectoriais), em relação aos quais modelos sem paralelo se encontrarão em desvantagem.

Salvaguardadas a dimensão e características próprias do sistema financeiro português, este é, sem dúvida, um sistema desenvolvido, moderno, sofisticado, internacionalizado e integrado (que conheceu um desenvolvimento histórico assinalável nos últimos, pelo menos, 25 anos). No mercado de capitais, em particular, essa evolução, com a internacionalização do mercado em termos de operadores e de investidores, designadamente com as operações de financiamento que proporcionou às empresas ao longo dos últimos anos, foi evidente. Ao mesmo tempo, a supervisão nacional encontra-se hoje fortemente integrada nos modelos, práticas e prioridades de supervisão definidas pela ESMA, ao nível da qual tem vindo a ser desenvolvido um exercício, monitorizado pela própria ESMA, de convergência de supervisão.

III. Assim, ressalvadas as suas condicionantes particulares, os desafios e riscos de supervisão que apresenta não divergem dos de outros sistemas financeiros europeus. Deste modo, **um modelo de supervisão que se possa reconduzir a algum dos diversos tipos de modelos de supervisão**

atualmente existentes na Europa terá a vantagem de ser reconhecido pelos operadores do sistema, por investidores e por financiadores. Um modelo divergente de qualquer um dos conhecidos apresenta o inconveniente de os referidos intervenientes não o conhecerem e, por isso, precisarem, por um lado, de compreender as causas para o sistema financeiro português – integrado no ambiente europeu – ter soluções de supervisão distintas dos demais e, por outro, de ter confiança no funcionamento de um modelo distinto dos demais e, por isso, ainda não testado.

Este **conhecimento e reconhecimento do modelo de supervisão** é determinante quanto à **confiança** que o mesmo induz. A confiança de todos os intervenientes (desde consumidores a financiadores) nos supervisores e no sistema de supervisão é um elemento de importância crucial em todo o funcionamento do sistema, incluindo na vertente do desenvolvimento do mercado.

Um modelo com soluções já conhecidas e já testadas constituirá um elemento gerador de confiança nos intervenientes no sistema, nomeadamente para os investidores não residentes pelos menores custos – diretos e indiretos – de o compreender. Ao invés, um modelo muito divergente dos tipos existentes é suscetível de gerar níveis mais baixos de confiança e necessidades acrescidas de verificação. Para o caso nacional – como para qualquer outro – considera-se desejável seguir soluções conhecidas, em especial na sensível matéria da troca de informações e coordenação, incluindo quanto às opções de governação.

IV. Em termos contextuais, com relevo para as opções que venham a ser tomadas, o tema da coordenação entre supervisões e supervisores não pode perder de vista a atual **arquitetura da supervisão no plano da UE**, os seus desenvolvimentos recentes e aquilo que pode vir a ser a configuração futura, face à proposta em discussão, *supra* referida.

É particularmente relevante ter presente a crescente necessidade de troca de informação com as autoridades de supervisão europeias e a atribuição de alguns poderes de supervisão a essas autoridades.

É ainda imprescindível que o modelo de coordenação nacional não introduza quaisquer limitações na capacidade de as autoridades de supervisão nacionais cooperarem eficazmente com as suas congéneres internacionais e com as correspondentes autoridades europeias, assim cumprindo as suas obrigações internacionais. Hoje, a **cooperação** opera, cada vez mais, **no plano internacional**. A este propósito é também fundamental que as autoridades de supervisão estrangeiras e

supranacionais conheçam com clareza os seus interlocutores no plano nacional, bem como a forma como os poderes e competências estão distribuídos.

Também no plano internacional, convirá ter em vista a crescente **harmonização da regulação no plano europeu**, maioritariamente de aplicação direta e com crescente grau de abrangência e detalhe.

V. Tendo em conta o que precede, deve assinalar-se que o Sistema Nacional de Supervisão Financeira agora proposto apresenta um desenho singular no panorama internacional e, em particular, no espaço da União Europeia, constituindo um seu traço original, por exemplo, a criação de uma entidade com características híbridas e bifrontes como o CNSF: por um lado, é uma autoridade de supervisão (no caso, macroprudencial) e, por outro, uma entidade de coordenação das diversas autoridades setoriais de supervisão do sistema financeiro, concentrando assim duas funções com naturezas e características muito distintas.

Acresce que o modelo preconizado pelo Projeto não apresenta paralelo em qualquer outro modelo europeu de supervisão.

E por último, a imposição de coordenação de algumas prioridades e temas de supervisão, com os riscos que já assinalámos de essa decisão deixar de estar, por força do modelo de governação do CNSF, na esfera de decisão autónoma de cada um dos supervisores apresenta riscos de descoordenação, por sua vez, com as orientações de supervisão definidas a nível de instâncias de regulação e supervisão supranacionais como a ESMA, no caso da CMVM.

3.1.7. Cooperação

I. Qualquer sistema de supervisão deve assentar num princípio de **cooperação entre supervisores** ou entre áreas de supervisão. Os respetivos mecanismos terão de ser tanto mais apurados quanto mais fragmentada for a supervisão e quanto maior for o *gap* estabelecido entre as diversas modalidades de supervisão (comportamental e prudencial) e os diversos setores financeiros.

II. O principal e mais relevante elemento de cooperação entre supervisores consiste na **troca e partilha de informação** que deve abranger a partilha da própria análise crítica da informação obtida por cada supervisor, as preocupações relacionadas com a supervisão conduzida e, muitas vezes, as conclusões extraídas de ações de supervisão ou da análise conduzida sobre a informação obtida.

Um elevado e adequado nível de cooperação entre supervisores não prescinde aliás, muitas vezes, da **partilha de informação sensível ou privilegiada**, para o que devem ser estabelecidos mecanismos robustos de troca de informação e de comunicação precoce de situações e factos críticos que assegurem a possibilidade de partilha de informação confidencial dentro de um quadro suficientemente seguro, além daqueles que já existem, por exemplo em situações de resolução (e que não só justificam como impõem a instituição de um regime de partilha obrigatória e simultânea de toda a informação relevante para um caso de resolução a todos os membros do CA da ARSG).

III. Ainda quanto à **coordenação**, e permanecendo no plano contextual, importará não perder de vista a experiência intensa, de vários anos e bem-sucedida, da CMVM na coordenação com outras autoridades de supervisão, estrangeiras e supranacionais. Com efeito, no setor dos mercados de instrumentos financeiros, a coordenação entre supervisores é já há muitos anos uma realidade incontornável. A título de exemplo, recorde-se a experiência de supervisão dos mercados da plataforma Euronext ou do mercado ibérico de eletricidade²⁰ ou as experiências, pela sua frequência já rotineiras, da cooperação internacional na área do combate ao abuso de mercado.

IV. Nesta linha, o Projeto reforça os mecanismos e os deveres de troca e de partilha de informação entre todas as entidades integrantes do SNSF, o que constitui, por si só, um contributo muito relevante para uma maior coordenação entre as mesmas e conseqüentemente para uma atuação mais concertada e eficiente, devendo ainda ser reforçados e clarificados os mecanismos de partilha de informação nos processos de resolução, assegurando que todos os administradores da ARSG têm acesso em simultâneo a toda a informação relevante para o processo de decisão.

3.1.8. Minimização dos custos e maximização dos benefícios

I. Numa perspetiva agora mais dinâmica, o desenho de uma reforma do modelo de supervisão deve orientar-se para o objetivo de alcançar o **melhor resultado possível**, em termos de eficácia e eficiência e de robustecimento das autoridades envolvidas.

Considerando as atuais características do sistema financeiro português, em particular o facto de estar a atravessar uma etapa de desenvolvimento subsequente à ocorrência de um conjunto de eventos desfavoráveis, no plano internacional global, mas também no plano nacional - aqui quer ao

²⁰ No caso da CMVM, nos planos internacional e nacional, a coordenação não se encontra confinada às autoridades de supervisão do sector financeiro, antes se estendendo a autoridades sectoriais não financeiras: entre outros, é exemplo disso a supervisão dos mercados de energia.

nível económico quer do próprio sistema financeiro -, não só se afigura fundamental a preservação da **competitividade do mercado** como o incremento dessa competitividade. Assim sendo, em qualquer reorganização, a definição dos meios e instrumentos para se alcançarem os fins tidos em vista com a reforma deve ser conduzida pelo **princípio do não aumento de custos** e de **incremento da competitividade** do sistema financeiro e do **reforço da confiança** dos agentes e consumidores de serviços financeiros. Deve, além disso, acarretar um **mínimo custo** – de implementação e de gestão corrente – para os mercados financeiros e para os seus vários agentes e interlocutores.

II. Tal preocupação deverá naturalmente ter reflexos em **aspetos específicos**, como a composição dos órgãos de administração e gestão, os recursos humanos e tecnológicos, a logística, etc., mas devendo condicionar desde logo as **grandes opções**, como o número e dimensão de instituições novas a criar e a profundidade das alterações estruturais ao atual modelo de supervisão, que deverão ser estritamente e apenas aquelas que comprovadamente sejam necessárias e para as quais não existam já outras alternativas²¹.

Mesmo que se admita que quaisquer opções nesta matéria não sejam exclusivamente orientadas por objetivos de constrição de custos, o certo é que quaisquer alterações estruturais devam apenas ser ponderadas quando os benefícios estimados dessa alteração e os respetivos ganhos para os supervisionados, excedam de forma inequívoca os encargos adicionais que venham a importar para os regulados, pelo que é imprescindível uma **estimativa objetiva dos custos e benefícios** envolvidos na implementação de um novo modelo e novas estruturas de supervisão.

III. Neste domínio o Projeto encerra vulnerabilidades e características que suscitam preocupação. Como adiante melhor se sublinhará, **a criação de duas novas entidades dotadas de autonomia financeira irá impor custos adicionais ao conjunto das entidades supervisionadas**. Por isso, o Projeto prevê a **criação de novas taxas** pelo CNSF e, embora não seja inteiramente claro quanto ao modo de financiamento da Autoridade de Resolução, é seguro que esta terá custos e que estes terão de ser cobertos. Não se dispõe, no entanto, de quaisquer estimativas relativas aos custos do SNSF e, em especial, das novas entidades a criar, levando em conta toda a panóplia de recursos

²¹ Este tem sido, de resto, o princípio seguido nas grandes opções políticas dos últimos e do atual Governo no que respeita ao aproveitamento de estruturas existentes e à eliminação tendencial de estruturas redundantes e, em especial, quanto às restrições à criação de novas entidades. Tal perspetiva encontra assento legal, nomeadamente, nas exigências acrescidas de fundamentação refletidas na LQER, por exemplo na alínea a) do n.º 3 do artigo 6.º, que exige a verificação do requisito de necessidade efetiva e interesse público na criação de uma nova pessoa coletiva para prossecução dos objetivos visados.

estritamente necessários ao respetivo funcionamento - humanos, tecnológicos, físicos (v.g., instalações) e fornecimento de bens e serviços.

3.2. Posição da CMVM quanto ao impacto institucional do Projeto

3.2.1. Coordenação entre supervisores financeiros: o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF)

Em matéria de coordenação, a CMVM sustenta as seguintes **posições de princípio**:

- reforço da coordenação entre supervisores financeiros, sem afetar a independência e autonomia dos supervisores;
- com delimitação, clara e precisa, das competências, da estrutura de coordenação e dos supervisores;
- paridade de estatuto e poderes e equiparação dos três supervisores no âmbito do CNSF, ao nível do seu órgão de decisão em particular;
- coordenação assegurada exclusivamente pelos três supervisores financeiros, sem participação de terceiros nas estruturas de decisão;
- agilidade e flexibilidade da estrutura de coordenação, que não deve representar custos adicionais para os supervisores e supervisionados, tanto no plano financeiro como extra financeiro;
- utilização da estrutura de coordenação atualmente existente – o CNSF – para alcançar uma coordenação paritária mais intensa, ampliando as suas competências de coordenação e reforçando a sua capacidade operacional através, por exemplo, de um secretário geral ou de um diretor executivo.

3.2.1.1. Apreciação geral

I. O Projeto propõe-se reforçar a **coordenação** a partir de uma entidade já existente no sistema de supervisão: o atual CNSF. Reforça consideravelmente as suas competências de coordenação, alinhadas com matérias que também passam a figurar nas atribuições dos supervisores (como é o caso das atribuições de desenvolvimento dos mercados), e designa-o como autoridade macroprudencial nacional. É de salientar, todavia, que a coordenação entre os três supervisores financeiros tem conhecido uma efetiva e inequívoca intensificação no âmbito do atual CNSF, o que permite afirmar que o presente modelo tem ainda margem de evolução neste aspeto.

Porém, subsistem ainda alguns aspetos relacionados com as competências regulatórias e de coordenação reforçada que merecem ser discutidos e aperfeiçoados.

II. No plano da governação, salvo a participação de um administrador externo, as demais regras de composição e as regras de funcionamento do conselho de administração do CNSF estão alinhadas com o princípio da equiparação e equilíbrio entre setores financeiros e supervisores.

Em particular, o igual número de administradores indicados por cada um dos supervisores financeiros, a atribuição de iguais competências aos mesmos (sem prejuízo de uma pontual especificidade em matéria macroprudencial), e a regra da presidência rotativa anual, refletem a aplicação daquele princípio. Constituem por isso alterações, relevantes e estruturantes, ao atual modelo de funcionamento do CNSF que merecem ser destacadas.

Nesta vertente da governação, melhor seria que as regras de administração do CNSF, com ressalva da presidência rotativa anual, fossem em tudo idênticas às das autoridades de supervisão. Isto implicaria que:

- deixasse de contar com a presença de um administrador externo no conselho de administração, com algumas competências próprias especiais; conseqüentemente,
- as competências do conselho de administração não conhecessem particularidades reflexo daqueles poderes do administrador externo; e
- não fosse consagrado um elenco de matérias de coordenação reforçada a cargo de um comité de coordenação com consagração legal.

Em síntese, melhor seria que o Projeto deixasse inteira autonomia – e, com ela, responsabilidade – a uma administração paritária e equilibrada do CNSF, deixando a seu cargo as tarefas de organização interna do mesmo.

Adicionalmente, considera-se imprescindível a introdução de mecanismos de mitigação do risco de perda de independência e autonomia na tomada de decisões de cada uma das autoridades ali presentes pela possibilidade, já aqui sublinhada com preocupação, de cada uma dessas autoridades poder ser obrigada a aceitar, contra o seu voto e entendimento, e por força da maioria formada pelas restantes entidades representadas no CA do CNSF, uma decisão na sua área específica e exclusiva de competências.

III. Uma importante divergência situa-se a nível meramente institucional e não funcional. Ou seja, ao contrário do Projeto, que considera necessário atribuir ao CNSF autonomia financeira para que

se possa dotar de um quadro de pessoal próprio e de meios materiais próprios, consideramos que o reforço de coordenação se pode alcançar sem potenciais aumentos de custos para o sistema e para os supervisionados - em linha com os princípios da simplicidade, da sustentabilidade e da neutralidade de custos que se defendem.

3.2.1.2. Competências do CNSF

A coordenação tem de gerar clareza e simplificação e nunca o contrário. Neste sentido, é decisivo que qualquer estrutura de coordenação não disponha de competências de supervisão, sancionatórias ou de regulamentação no âmbito das matérias sob competência das autoridades de supervisão.

Seria desvantajoso para o sistema financeiro conferir competências normativas, designadamente regulamentares, ao CNSF, fora do estrito e exclusivo âmbito da sua atuação enquanto autoridade macroprudencial nacional. Não seria positivo para o sistema financeiro ver surgir mais uma entidade com poderes regulamentares, o que geraria o risco de ineficiência resultante da existência de uma multiplicidade de reguladores – pressupondo essa competência a atribuição simultânea de poderes sancionatórios e de supervisão, o que também se afigura indesejável.

Assim sendo, qualquer reforma deve **preservar os poderes regulamentares em razão da matéria das autoridades de supervisão existentes e acautelar a intervenção das mesmas nos processos de produção normativa relevantes para as suas competências**, o que envolve a elaboração de projetos normativos, a emissão de pareceres e a discussão direta de uns e de outros. Tudo isto sem prejuízo da articulação e coordenação com as demais autoridades de supervisão, sempre que necessário ou conveniente, no âmbito do CNSF.

No que respeita à enunciação das **matérias de coordenação reforçada**, entende-se que **a mesma não deve ser feita pelo legislador**, como o Projeto prevê, antes devendo ser periodicamente fixadas e atualizadas pelo CNSF, em função da evolução do sistema financeiro. Esta é a abordagem que mais contribuiu para fixar, com rigor e de forma flexível e dinâmica, as prioridades de coordenação e a que mais responsabiliza o CNSF e os supervisores financeiros nele representados.

Com efeito, nesta sede de coordenação, **não deve ser o legislador a definir as prioridades de coordenação do CNSF** – tal como também não define prioridades de atuação para as autoridades de supervisão. Essas prioridades, porque são matéria de gestão, devem ser definidas pelo próprio conselho de administração, ao longo do tempo, e em função das realidades de contexto que exijam

maior atenção a cada momento, nomeadamente da evolução do sistema financeiro e dos seus agentes. O conselho de administração pode e deve fazê-lo através de planos estratégicos anuais ou plurianuais. Solução diferente – a acolhida no projeto de estatutos do CNSF – condiciona a autonomia do conselho de administração do CNSF, cerceia a sua responsabilidade e, conseqüentemente, a eficácia da sua ação, motivo pelo qual não se apoia esta opção.

Nos casos em que se verifique que as decisões do CNSF implicam que as autoridades de supervisão as adotem no seu domínio específico e exclusivo de competências, como sucede, por exemplo, no âmbito da aprovação (e não da mera promoção), da realização de ações coordenadas entre as autoridades de supervisão, incluindo o respetivo planeamento e calendarização, tais decisões só deverão ser adotadas de acordo com uma regra de consensualidade, sob pena de não se observar o princípio da independência.

No que toca às **competências do CNSF enquanto autoridade macroprudencial nacional** remete-se para o que anteriormente se referiu, sublinhando-se que o Projeto atribui as competências para a adoção das medidas macroprudenciais ao CNSF ou a cada uma das autoridades de supervisão, consoante tenham impacto transversal no sector financeiro ou apenas no subsector sob a supervisão da correspondente autoridade – com as já assinaladas conseqüências daí advenientes.

3.2.1.3. Atribuição de autonomia financeira ao CNSF

O proposto CNSF é dotado de autonomia financeira, dispondo de um regime financeiro e patrimonial semelhante ao proposto para a CMVM e para a ASF. Esta nova estrutura de coordenação passa a **poder fixar e cobrar taxas** – que não são de supervisão, mas sim de coordenação da supervisão – e a dispor de um quadro de pessoal próprio, incluindo dirigentes, e até mesmo de um administrador externo remunerado - não ficando claro se se trata do mesmo administrador externo da ARSG ou se um administrador externo adicional -, para além de um órgão de fiscalização e de uma comissão de ética próprias.

Os aspetos *supra* sublinhados, de impacto muito relevante, **não acomodam alguns dos princípios enunciados, particularmente a independência dos supervisores, a clareza e simplicidade do modelo, a garantia de recursos e a neutralidade de custos**, não se revelando, como atrás se disse, que os mesmos sejam imprescindíveis ou sequer necessários para garantir o reforço da coordenação face à dimensão do atual mercado financeiro português.

Assim, **o CNSF não deve ser dotado de autonomia financeira, não deve importar custos adicionais para o sistema, nem ser dotado de um quadro de pessoal próprio.** Esta opção não parece necessária, adequada nem proporcional para assegurar a intensificação da coordenação – nem mesmo se se considerar a atribuição ao CNSF de competências no domínio macroprudencial. **O sistema financeiro nacional, considerando o seu atual perfil, perspectivas de evolução próximas e o contexto internacional envolvente, não poderá acomodar, quando está numa fase de tímida, mas fundamental recuperação, uma nova entidade com as características e os custos acima referidos.** Estes fatores estruturais são também relevantes para a qualidade da supervisão do sistema financeiro e para a competitividade no financiamento da economia nacional.

Soluções como a disponibilização de meios humanos pelas autoridades de supervisão ou o recurso ao funcionamento de comités em razão da matéria, integrados por recursos – incluindo dirigentes – dos atuais supervisores, são as indicadas, em nosso entender, para os fins tidos em vista, não importando custos nem complexidade adicionais e permitindo, se adequadamente projetadas e implementadas, a consecução dos objetivos de reforço da coordenação visados pela proposta.

3.2.2. Resolução e Sistemas de Garantia: a Autoridade de Resolução e Administração de Sistemas de Garantia (ARSG)

Em matéria de resolução, a CMVM defende as seguintes **posições de princípio**:

- autonomização da resolução em entidade distinta dos supervisores financeiros, autonomização essa que não carece de ser estendida à fase preventiva da resolução que, em condições adequadas de segregação funcional, poderia permanecer na competência do supervisor microprudencial responsável (i.e. bancário, centrais de contrapartida, segurador);
- relevância da resolução, nas suas diversas etapas (prevenção, preparação, adoção e execução), para os três setores financeiros;
- consequente envolvimento dos três supervisores financeiros na resolução:
 - i. independentemente da entidade destinatária da mesma estar ou não sujeita à respetiva supervisão;
 - ii. ao nível da tomada de decisão sempre que a entidade destinatária esteja sujeita à respetiva supervisão e, nos demais casos, pelo menos de participação nos processos de tomada de decisão e de troca de informações.

Em matéria de administração de sistemas de garantia, a CMVM entende que:

- embora não se identifiquem ineficiências que ditem a necessidade de transferir as respetivas administrações para a esfera da ARSG, uma gestão integrada pode induzir, no médio prazo, ganhos de eficiência e conferir maior segurança aos investidores e consumidores de serviços financeiros em geral;
- não se justifica nem parece admissível conferir uma prevalência dos administradores do Banco de Portugal na administração do SII, dado tratar-se de um mecanismo de proteção de investidores.

3.2.2.1. Apreciação geral

O Projeto prevê a autonomização da resolução numa nova entidade – a ARSG -, que é designada como autoridade nacional de resolução. A solução encontrada garante a segregação entre a resolução e as supervisões, seja a microprudencial, seja a comportamental e mesmo a macroprudencial. Está por isso alinhada com a posição sustentada pela CMVM quanto à necessidade de o sistema de supervisão assegurar a prevenção de conflitos de interesses entre as funções de supervisão e resolução, por via da segregação institucional entre ambas.

O Projeto parece também nortear-se pelo princípio da relevância da resolução para o setor financeiro como um todo e, por isso, para cada um dos três setores individualmente considerados. Garante, pela primeira vez, a possibilidade (embora circunscrita a determinadas situações) de envolvimento de todos os supervisores financeiros nas decisões em matéria de resolução e, na mesma sede, reforça a troca de informações entre a autoridade nacional de resolução e os supervisores.

Em ambos os casos, as opções, para melhor aderirem ao enunciado princípio, suscitam preocupações e merecem ser clarificadas e aperfeiçoadas.

3.2.2.2. Participação equilibrada dos três supervisores na resolução

I. Embora se tenha presente a evolução recente quanto à repartição de competências de resolução entre autoridades nacionais e supranacionais, a resolução, pelos impactos que pode causar em todos os setores financeiros, pela interligação existente entre os mesmos e atenta a experiência nacional neste domínio, merece um cuidado e atenção especial na reforma do sistema de supervisão. Um modelo que garanta o envolvimento e participação equilibrada dos três

supervisores neste domínio da resolução parece ser o único adequado para diminuir o nível de risco para o sistema financeiro.

II. Uma primeira vertente – e decisiva - em que se reflete o princípio da relevância da resolução para os três setores financeiros é o da **troca de informações** entre a autoridade nacional de resolução – a ARSG – e os supervisores. Esta é, note-se, uma troca de informações institucional entre diferentes entidades, diferente do acesso à informação pelos administradores da ARSG afetos a esses supervisores (tema que se abordará de seguida).

Esta troca de informações permite aos supervisores setoriais levarem ao processo decisório da resolução os seus conhecimentos específicos sobre os setores que supervisionam e, em simultâneo, receberem as informações necessárias para terem presente e monitorizarem os riscos emergentes da resolução para os mesmos. Um sistema de troca de informações adequado enriquece o processo de tomada de decisões, confere maior eficácia à supervisão e potencia as condições de maior resiliência do sistema financeiro em geral.

Assim, importa que o sistema de **troca de informações se estenda pelas diversas fases da resolução**, incluindo a preventiva, mas também as de preparação de medidas de resolução, a decisória e a de execução; e que abranja **informação sobre todas as entidades sujeitas a resolução**, não se circunscrevendo apenas às que se encontrem sujeitas à supervisão das autoridades setoriais. Com efeito, a coordenação e articulação entre as autoridades de supervisão e a de resolução assume uma muito especial importância e sensibilidade, sobretudo nas fases de preparação e decisão. É fundamental por isso criar condições para que funcione sem falhas nem lacunas.

Identificaram-se, neste domínio, aspetos que conviria reforçar no Projeto.

Desde logo, os deveres de troca de informação previstos no Projeto (nas alterações que visa introduzir no RGICSF) deveriam ser alterados quanto à sua natureza e âmbito.

Quanto à natureza, deveriam passar a assumir o carácter de deveres de comunicação prévia, permitindo aos supervisores reagirem transmitindo informação que repute relevante ou opiniões que possam ser tomadas em consideração para efeitos de decisão. Seria designadamente o caso do dever de comunicação de planos de resolução, alinhando a sua natureza com o dever de consulta prévia sobre o impacto de medidas de eliminação ou mitigação de constrangimentos significativos à resolubilidade, já previsto no Projeto em relação a determinadas entidades sujeitas à supervisão da CMVM; seria ainda o caso do dever de comunicação de planos de reorganização de negócio.

Quanto ao âmbito, como atrás se referiu, deveriam os deveres de troca de informação aplicar-se em relação a todas as entidades e não apenas às que se encontrem sujeitas à supervisão da autoridade destinatária da informação – e a todas as fases da resolução.

Não obstante o projeto de estatutos da ARSG, prever já que a ARSG e as autoridades de supervisão devem estabelecer mecanismos para a troca de informações no âmbito do planeamento de resoluções e liquidações, consideramos que os estatutos deveriam ir mais longe num domínio tão relevante e sensível quanto é o da preparação de resoluções e estabelecer eles próprios algumas regras nucleares e imperativas neste domínio e nestas tão relevantes fases da resolução – e tão sensíveis para o sistema financeiro.

3.2.2.3. Administração de sistemas de garantia

Quanto à atribuição à ARSG de competências de administração de sistemas de garantia, não se identificam de momento ineficiências na gestão dos sistemas nem similitudes entre os mesmos que imponham essa solução. Todavia, admite-se que, sobretudo no médio prazo, a concentração da gestão dos sistemas de garantia numa única entidade e fora da esfera dos supervisores do setor a que dizem respeito, pode trazer ganhos de eficiência e aumentar o nível de proteção e confiança que os sistemas visam trazer ao sistema financeiro. No caso particular do sistema de garantia do setor dos serviços de investimento – o SII -, uma reflexão sobre as suas atuais características, à luz das soluções prevalecentes em mercados comparáveis, poderá conduzir à sua aproximação a outros sistemas de garantia, processo que o modelo de gestão integrada facilita.

A este propósito, importa, no entanto, referir que as regras de funcionamento do órgão de administração da ARSG conferem uma prevalência na sua gestão ao Banco de Portugal que também no que respeita à gestão do SII se revela injustificável, uma vez que se trata de um fundo de proteção de investidores de serviços de investimento cuja supervisão cabe à CMVM: parece até uma solução não coerente com o próprio modelo de repartição de competências de supervisão subjacente ao sistema.

3.2.2.4. Custos de funcionamento da ARSG

Também o financiamento desta nova entidade deve ser esclarecido, quer na componente da resolução (considerando especialmente a atribuição de competências na fase preventiva com os custos que tal implica), quer na de administração dos diversos fundos de garantia. Qualquer que seja a solução, os custos não deverão ser suportados por entidades supervisionadas não relevantes

para efeitos de resolução. Deve igualmente ser acautelado, como agora consta do projeto, que os custos de funcionamento dos sistemas de garantia devem continuar a ser suportados pelos seus participantes.

Merece igualmente alguma clarificação e concretização no Projeto, não obstante a remissão abrangente dos estatutos da ARSG para os estatutos do CNSF (quanto ao regime financeiro e patrimonial, designadamente), se a ARSG vai dispor de competências próprias para fixar e cobrar taxas e em que medida vai poder recorrer aos serviços de apoio técnico e administrativo das autoridades de supervisão.

3.2.3. Estatutos das Autoridades de Supervisão

Em relação aos estatutos das autoridades de supervisão, a CMVM sustenta as seguintes **posições de princípio**:

- necessidade de reforçar o estatuto de autonomia e de independência dos supervisores financeiros, designadamente da CMVM e da ASF;
- regime financeiro e patrimonial alinhado com o princípio da independência das autoridades de supervisão;
- paridade de tratamento e equiparação, efetiva e material, entre os estatutos de todos os supervisores financeiros;
- alteração do regime de incompatibilidades e impedimentos dos administradores e dirigentes, nomeadamente à saída (*cooling-off*), fazendo evoluir o atual, rígido, comprovadamente imperfeito e formal, para um modelo de controlo e prevenção de conflito de interesses eficaz, material e monitorizável;
- atribuição de competências de controlo e prevenção de conflito de interesses a um órgão comum aos três supervisores financeiros, único ou de composição uniforme.

3.2.3.1. Apreciação geral

I. O Projeto introduz **diversas modificações positivas** nos estatutos dos supervisores financeiros.

É o caso do **modelo de governação**, nomeadamente das regras de designação dos membros dos seus órgãos sociais (presidente, conselho de administração, conselho de auditoria, conselho de auditoria e comissão de ética) e das suas composições. Importante é também o aumento do grau de autonomia no processo de designação dos presidentes e administradores, com o especial papel de garante atribuído à comissão de remunerações e avaliações. É também o caso do reforço do

regime de transparência e responsabilização (*accountability*) ou o aumento do nível de exigência e transparência das regras de prevenção de conflito de interesses, com as comissões de ética a desempenharem aqui uma importante função de monitorização e controlo.

Sublinha-se ainda a maior presença nos estatutos dos supervisores de duas preocupações relevantes que se partilham. Uma primeira com um **maior envolvimento de todos os interessados** (investidores, entidades supervisionadas e agentes económicos em geral) na governação e na regulação, assim se acentuando institucionalmente a conveniência para o sistema financeiro em geral de uma maior abertura dos supervisores ao mercado em geral. Uma segunda com as **competências de promoção e desenvolvimento do sistema financeiro** e da sua competitividade e eficiência em particular.

II. Também se registam evoluções positivas ao nível de algumas das competências dos supervisores financeiros. São disso exemplo o reforço e clarificação das competências de resolução de conflitos ou, no caso da CMVM e da ASF, das novas importantes competências em matéria macroprudencial, que lhes permitem acompanhar e intervir na vertente dos riscos sistémicos no setor financeiro.

III. Há, no entanto, **alguns aspetos** dos estatutos dos supervisores financeiros que **merecem ainda reflexão adicional e que seria conveniente modificar**.

Trata-se da regulação do estatuto do presidente, dos administradores e dos membros do órgão de fiscalização de todas as entidades do sistema de supervisão por remissão para os estatutos de um deles – o Banco de Portugal. Há também aspetos específicos (mas relevantes) do regime de incompatibilidades e impedimentos dos administradores e dirigentes, também disciplinado por remissão, bem como um outro aspeto específico do regime financeiro que merecem tratamento diferente.

3.2.3.2. Estatuto de administradores e regime de incompatibilidades e impedimentos

I. No plano jurídico, a regulação do regime de designação, exoneração e estatuto de presidentes e administradores por remissão para a Lei Orgânica do Banco de Portugal (LOBdP), além de indesejada no plano dos princípios, conforme acima já referido, coloca problemas dificilmente resolúveis. É, por exemplo, o caso concreto do regime de independência dos membros do órgão de administração e do direito de recurso da decisão de exoneração dos presidentes uma vez que a LOBdP trata estas matérias, em parte ou no todo, por remissões para os estatutos do SEBE/BCE. Não é aconselhável que o legislador não trate de forma clara e inequívoca temas tão relevantes e sensíveis como estes

e que os deixe na disposição de terceiros (de entidades supranacionais) quando nenhuma imposição legal internacional o impõe em relação a todos os supervisores.

II. O regime atualmente vigente de incompatibilidades e impedimentos, de administradores e dirigentes, e de prevenção de conflitos de interesses não é apropriado e carece manifestamente de revisão. O atual regime é formal, rígido e por isso incompleto e ineficaz. O Projeto contempla novas regras que fazem evoluir e posicionam este regime num plano correto: o da materialidade e adaptabilidade à realidade, dotando o regime de eficácia, maior abrangência e exigência.

Há, no entanto, mais **dois pontos principais em que** julgamos **que este regime precisa ainda de ser melhorado. Trata-se do regime de impedimentos à saída e da manutenção da obrigação de cessação do vínculo contratual dos administradores.** Em ambos os casos o regime deveria progredir no sentido do controlo material e efetivo dos conflitos de interesses em detrimento de traços ainda desproporcionais, formais e rígidos que nele subsistem.

III. A correção destas regras, designadamente a de *cooling-off*, é fundamental para a remoção dos obstáculos, atualmente existentes, à seleção de administradores e dirigentes que preencham requisitos exigentes de competência e experiência, mas também de modo a permitir que pela avaliação das situações em concreto sejam incluídas no âmbito de proteção da norma situações não previstas, mas que podem induzir distorções materiais mais relevantes do que aquelas que rigidamente se elencam.

No caso particular da CMVM – vale a pena tê-lo presente -, atendendo ao potencial universo de entidades sujeitas à sua supervisão – muito para além do setor financeiro e do território nacional (v.g. emitentes, membros internacionais de mercado, participantes qualificados, entidades em liberdade prestação de serviços) – as regras de *cooling-off* podem traduzir-se numa proibição ilegítima de exercício de atividade profissional, ao mesmo tempo que existe risco de serem deixadas a descoberto entidades e situações profissionais que envolvem especiais conflitos de interesse e onde todavia a norma de proteção, por força da sua rigidez, não atua.

O regime não considera, em particular em relação aos dirigentes, as funções efetivamente exercidas nos últimos anos. Opera em função do universo, geral e abstrato, de entidades sujeitas aos poderes dos supervisores, gerando incompatibilidades e impedimentos à saída mesmo em relação a entidades sobre as quais a pessoa em causa possa nunca ter exercido quaisquer funções de responsabilidade. É assim um regime injustificadamente penalizante porque se aplica igualmente

a potenciais conflitos de interesses inexistentes, não tomando adequadamente em consideração a natureza da atividade exercida e a realidade.

O âmbito subjetivo do regime parece ainda insuficiente na medida em que não cobre outro tipo de situações que em concreto podem pelo menos suscitar dúvidas quanto à existência ou não de conflitos de interesse, como a possibilidade de diretores da área financeira ou informática passarem, depois de se desvincularem dos supervisores, a exercer funções em empresas não supervisionadas, mas com as quais as autoridades de supervisão mantiveram vínculos contratuais de aquisição de bens ou serviços. É por isso conveniente tutelar também estes potenciais conflitos de interesses em sede legal, adequadamente e de forma harmonizada, não deixando a sua eventual regulação para os regulamentos internos dos supervisores.

O regime de incompatibilidades e impedimentos à saída ganha em evoluir para um sistema de controlo material, efetivo e casuístico, de potenciais conflitos de interesse que possam surgir em resultado das funções pretendidas exercer e das efetivamente exercidas na entidade do sistema de supervisão. É também aquele que mais se poderá ajustar às funções do CNSF, que não tem entidades sujeitas à sua supervisão – ou à de colaboradores de uma autoridade de supervisão que, no âmbito do CNSF, participem em trabalhos de coordenação ou até mesmo de regulação previstos nos respetivos estatutos e transversais às entidades sujeitas à supervisão das diversas autoridades de supervisão.

IV. Quanto à obrigação de cessação do vínculo contratual dos administradores, esta condição para o exercício das funções de administração, associada ao exigente regime de incompatibilidades à saída, não parece contribuir inequivocamente para a independência e ausência de conflitos de interesses dos administradores, existindo até o risco de poder fomentar o resultado inverso. Com efeito, ao impor a cessação do vínculo contratual prévio – sem deixar espaço para a suspensão -, a lei coloca o administrador numa posição de dependência e alguma fragilidade perante terceiros que não é desejável. Ao invés, a manutenção do vínculo contratual prévio, suspenso – acompanhada de condições de transparência e dos impedimentos já previstos quanto à atividade do administrador – permitirá colocá-lo numa posição de maior independência. De facto, a admissibilidade da suspensão do vínculo contratual anterior conjugada com os impedimentos previstos, *ex novo*, no Projeto constitui uma opção que nos parece mais adequada.

V. Nestes termos, (i) a não imposição da obrigação de cessação dos vínculos contratuais prévios dos administradores e a sua substituição por um dever de suspensão equilibrado com as regras de

abstenção já constantes do Projeto; (ii) a redução do período temporal do *cooling-off* para um ano; e, sobretudo (iii) o reforço e centralização na comissão de ética do controlo das condições de saída de administradores e dirigentes, permitindo-lhe avaliar em permanência as situações concretas e demarcar as zonas de potenciais conflitos de interesse em função de responsabilidades e funções efetivamente exercidas, seriam seguramente alterações positivas e ainda necessárias num tema tão relevante para a qualidade da supervisão como este.

VI. Em relação às **comissões de ética**, e para garantir uma efetiva harmonização da aplicação do regime de incompatibilidades, impedimentos e prevenção de conflitos de interesses, é desejável que o Projeto passe a prever a existência de uma única comissão de ética ou a impor uma composição comum para as comissões de ética dos diversos supervisores.

3.2.3.3. Regime financeiro e patrimonial

I. Conforme já referido, uma dimensão muito positiva do Projeto é o reforço da autonomia financeira da CMVM e da ASF, nomeadamente pela recuperação da sua independência de decisão orçamental e de gestão financeira e, pelo menos no caso da CMVM, pela atribuição da competência para fixar todas as suas taxas de supervisão e não apenas uma pequena parte das mesmas.

II. Em sentido contrário, regista-se, no entanto, que as alterações propostas ao Regime Jurídico da Concorrência e aos Estatutos da AdC mantêm intacto o atual regime das contribuições da CMVM para o orçamento da AdC, com a agravante de ser suprimido o limite máximo daquelas contribuições.

Quer por o princípio da independência financeira não consentir tal afetação das receitas próprias da CMVM, quer por motivos de clareza e transparência financeira, entendemos que as taxas cobradas pela CMVM às entidades sob a sua supervisão como contrapartida do exercício da supervisão financeira não devem ser utilizadas para financiar a atividade de outras autoridades, especialmente quando estas nem se situam no perímetro do SNSF.

O proposto aditamento do BdP à lista das autoridades reguladoras setoriais às quais é imposta a realização de contribuições para o orçamento da AdC, permitindo, é certo, reduzir as contribuições de cada uma das autoridades sujeitas a esse regime para a AdC, não elimina a questão de fundo que a este propósito se coloca, visto que a equiparação entre um e outras para estes efeitos não remove nenhum dos aspetos críticos que aquelas contribuições colocam.

Entendemos, por isso, que a oportunidade proporcionada pela reforma do sistema de supervisão financeira não pode deixar de ser aproveitada para repor a observância do princípio da independência financeira da CMVM na sua plenitude, o que reclama a abolição das transferências obrigatórias de uma percentagem das receitas próprias da CMVM para a AdC.

3.3. Custos e financiamento do SNSF

Um outro elemento nuclear a ponderar é, na perspectiva da CMVM, o dos **custos** que a reforma possa implicar. A reforma não deve envolver aumento de custos. Ao invés, deve ser indutora de diminuição dos custos de supervisão e criar condições sustentáveis para uma supervisão eficiente. Os custos de funcionamento do mercado financeiro, incluindo os de supervisão, refletem-se também na sua competitividade e capacidade de financiar a economia nacional, como anteriormente já referido.

Sob este prisma, merecem reservas várias orientações e opções do Projeto, já assinaladas ao longo do presente Parecer, e que aqui se sistematizam, em benefício da clareza. Assim e em especial:

- **Não se justifica conferir ao CNSF autonomia financeira nem o poder de criar novas taxas:** uma quarta entidade no sistema de supervisão dotada de um administrador externo remunerado e de um quadro de pessoal próprio, incluindo dirigentes, e com poderes para estabelecer e cobrar taxas não está alinhada com o princípio do não aumento de custos, não sendo legítimo cobrar taxas pela coordenação de uma atividade de supervisão que, no campo dos serviços financeiros, já é financiada pelos supervisionados através do pagamento de taxas;
- Por outro lado, é essencial **esclarecer o modelo de financiamento da ARSG** para que possa ser corretamente avaliado o impacto, em termos de custos, da sua constituição e atividade, incluindo os respeitantes ao respetivo administrador externo e à atribuição ou não, ainda que por via da remissão para os estatutos do CNSF, de competência à ARSG para a criação de novas taxas. Em qualquer caso, o financiamento das atividades da ARSG relativas à resolução deve ser tratado autonomamente em relação ao financiamento da atividade de administração de fundos de garantia;
- Por fim, a reforma do sistema de supervisão deverá constituir uma oportunidade para **rever o modelo de financiamento da Autoridade da Concorrência (AdC)**, de acordo com o princípio segundo o qual cada autoridade deve ser dotada do seu próprio sistema de

financiamento e cobrar as suas taxas, bem como prevenir que as entidades financeiras sujeitas à supervisão da CMVM continuem a suportar custos de financiamento da monitorização do regime da concorrência iguais aos atuais, quando esta atividade se estende a todos os setores de atividade económica e o Projeto prevê um reforço de competências do CNSF e dos supervisores financeiros em matéria de concorrência.

4. CONCLUSÕES

4.1. Enquadramento e fundamentação

I. Qualquer reforma deve ser feita em **benefício do sistema financeiro e da economia nacional**, a partir da identificação de problemas com o modelo existente e sustentada nos necessários testes de adequação, oportunidade e proporcionalidade das soluções que introduza. Deve ainda assentar numa **rigorosa análise de impacto regulatório** e numa robusta análise de custos financeiros e de adaptação para as entidades envolvidas na reforma, tanto supervisores como supervisionados.

Ademais, não podem estes, nem os consumidores de serviços financeiros e o público em geral, deixar de ser ouvidos através de um processo de **consulta pública** alargado e estruturado.

II. Não havendo uma inequívoca vantagem de um modelo de supervisão sobre outro, a adequação do modelo de supervisão impõe a análise das características estruturais e das tendências de evolução do setor financeiro de modo a capacitar o modelo para responder às exigências que se colocam à supervisão financeira tendo em vista a prossecução dos seus objetivos: (i) reforço da proteção dos clientes de serviços financeiros e dos investidores, (ii) estabilidade do sistema financeiro, (iii) incremento da confiança no sistema e nas instituições e (iv) competitividade e resiliência do sector financeiro.

III. Os modelos de supervisão financeira devem respeitar princípios nucleares e essenciais, que lhes dão identidade e que permitem avaliá-los contra as melhores práticas e princípios internacionais estabilizados: (i) clareza e simplicidade; (ii) independência; (iii) garantia de recursos; (iv) equilíbrio entre setores do sistema financeiro; (v) transparência e responsabilização; (vi) enquadramento internacional; (vii) cooperação; e (viii) minimização dos custos e maximização dos benefícios.

4.2. Sobre o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF)

É conveniente o reforço da coordenação e da troca de informações, organizada e estruturada, entre supervisores financeiros, incluindo a partilha de meios materiais. Tal é possível através da revisão e ampliação das competências de coordenação do atual CNSF. O CNSF deve manter-se como uma estrutura de coordenação, não lhe devendo ser conferidas competências regulamentares salvo em matéria macroprudencial, assim se prevenindo a existência de zonas de indefinição ou de sobreposição de poderes com as autoridades de supervisão existentes. Acresce que os temas de

coordenação reforçada e prioritária devem ser identificados e revistos periodicamente pelo próprio CNSF e não fixados pelo legislador.

A coordenação e articulação entre supervisores deve estar confinada aos supervisores financeiros, em termos paritários e equilibrados, sem interferência de terceiros, pelo que a existência de um administrador externo no CNSF é contrária às melhores práticas, além de acrescentar complexidade e falta de clareza.

É positiva a composição paritária do conselho de administração do CNSF e a sua presidência rotativa anual, mas já não os traços específicos de funcionamento da administração e do próprio CNSF resultantes da presença do administrador externo e das suas competências próprias.

O CNSF não deve dispor de (i) autonomia financeira, (ii) quadro de pessoal próprio – incluindo um administrador externo remunerado e dirigentes –, (iii) meios materiais próprios nem do (iv) poder de fixar e cobrar taxas. Esta opção, prevista no Projeto, induz custos financeiros especialmente impactantes no sistema financeiro e nos seus participantes, o que não é adequado, em especial no atual momento do mercado e do sistema financeiro em geral. A opção geraria também custos indiretos relevantes para os supervisores financeiros existentes, na medida em que intensificaria e aumentaria o grau de complexidade de interações e processos.

4.3. Sobre a supervisão macroprudencial

A atribuição da supervisão macroprudencial ao CNSF e a definição de regras de decisão que conferem uma posição tendencialmente paritária aos três supervisores financeiros no domínio macroprudencial, quando estejam em causa medidas macroprudenciais com impacto transversal no sector financeiro, reflete uma visão, que se partilha.

No entanto, o Projeto consagra, em rigor, quatro autoridades de supervisão macroprudencial, uma vez que as competências para a adoção das medidas macroprudenciais são atribuídas ou ao CNSF ou a cada uma das autoridades de supervisão, consoante tenham impacto transversal no sistema financeiro ou apenas no sector sob a supervisão da correspondente autoridade.

Acresce que o modelo proposto não contribui para uma política macroprudencial integrada, antes promove tomadas de decisão isoladas e separadas por cada autoridade, com riscos de conflito de interesses e para a preservação da estabilidade do setor financeiro.

4.4. Sobre a Autoridade de Resolução e Administração de Sistemas de Garantia (ARSG)

É benéfica a autonomização e segregação institucional da autoridade de resolução em relação aos supervisores, microprudenciais e comportamentais. Todavia, as regras sobre troca tempestiva de informações entre a ARSG e os supervisores financeiros, nas diversas fases da resolução e independentemente da entidade destinatária estar ou não sujeita à respetiva supervisão, carecem ainda de ser completadas e melhoradas.

Devem igualmente ser clarificadas as regras que definem as competências dos administradores da ARSG, designadamente no sentido de lhes garantir sempre o direito de participar nas reuniões em que sejam tomadas decisões para as quais não disponham de direito de voto, assim assegurando o correspondente contributo para diminuir os riscos associados a tais decisões.

Entende-se ainda que as regras de composição do conselho de administração da ARSG devem ser ajustadas de modo a reequilibrar a participação das diversas autoridades de supervisão e mitigar a excessiva prevalência dos administradores afetos ao Banco de Portugal.

A proposta de concentração dos sistemas de garantia junto da ARSG pode gerar, no médio prazo, sinergias e acréscimo de eficiência e de níveis de proteção dos investidores e consumidores de serviços financeiros no geral. Porém, a assinalada prevalência dos administradores da ARSG afetos ao Banco de Portugal seria particularmente injustificada na administração do SII e incoerente com o atual e proposto modelo de repartição de competências em razão do setor financeiro.

Aspeto essencial é ainda a necessidade de clarificação do modelo de financiamento da ARSG em momento prévio ao da decisão sobre a sua constituição, devendo-se acautelar a tutela dos legítimos interesses das entidades supervisionadas não relevantes para efeitos de resolução.

4.5. Sobre o estatuto das autoridades de supervisão

O propósito, presente no Projeto, de equiparação e uniformização do estatuto das autoridades de supervisão, bem como com as relevantes alterações introduzidas, no plano do reforço da autonomia e independência, da governação, da definição e intensificação de competências ou do reforço da transparência e da responsabilização dos supervisores são vertentes do Projeto merecedoras de especial apreço.

4.6. Sobre o estatuto dos titulares dos órgãos e dirigentes

O estatuto dos presidentes, administradores e membros dos órgãos de fiscalização e o regime de incompatibilidades e impedimentos, incluindo prevenção de conflitos de interesses, dão passos importantes na direção certa. O regime de prevenção de conflitos afasta-se da rigidez, formalismo e ineficácia e caminha para uma abordagem material, eficiente e por isso mais abrangente.

Todavia, a CMVM não concorda com a regulação de tão relevantes matérias por remissão nos estatutos de todos os supervisores para o estatuto de um deles: para a Lei Orgânica do Banco de Portugal. Esta opção, em temas com esta dignidade, não se encontra alinhada com o princípio da equiparação e tratamento paritário das entidades do sistema de supervisão e é antagónica à autonomia e independência dos supervisores. Juridicamente a opção coloca também questões dificilmente transponíveis. A opção, nesta matéria, que garanta uma rigorosa paridade de estatuto passa pela sua consagração num instrumento normativo único e comum aos três supervisores.

Subsistem ainda importantes traços no regime de incompatibilidades e impedimentos que merecem ser ajustados, passando este a privilegiar a substância sobre a forma e abarcando um leque mais vasto de potenciais conflitos de interesse, nomeadamente através do reforço das competências e autonomia da comissão de ética na fixação de condições de saída e no seu subsequente controlo. É ainda de rever a obrigação de cessação do vínculo contratual prévio dos administradores e o excessivo prazo (dois anos) de duração das incompatibilidades à saída.

As acima mencionadas alterações revestem-se de particular relevância no caso particular da CMVM, considerando a amplitude das suas competências de supervisão que se estendem a setores não financeiros e a entidades internacionais.

4.7. Sobre os aspetos financeiros

Dado que a reforma não deve envolver aumento de custos para o sistema financeiro, devendo antes constituir uma oportunidade para induzir a sua diminuição e a criação de condições sustentáveis para uma supervisão eficiente, considera-se que:

- **Não se justifica conferir ao CNSF autonomia financeira nem o poder de criar novas taxas**, não sendo legítimo cobrar taxas pela coordenação de uma atividade de supervisão que, no campo dos serviços financeiros, já é financiada pelos mesmos supervisionados através do pagamento de taxas;

- É essencial **esclarecer o modelo de financiamento da ARSG**, clarificando os custos desta autoridade e se à mesma é atribuída ou não, ainda que por via da remissão para os estatutos do CNSF, competência para a criação de novas taxas;
- A reforma do sistema de supervisão deverá constituir uma oportunidade para **rever o modelo de financiamento da Autoridade da Concorrência (AdC)**, de modo a evitar que as receitas próprias da CMVM, obtidas através do pagamento de taxas pelos seus supervisionados, continuem a financiar a atividade de monitorização do regime da concorrência levada a efeito por outra autoridade.

4.8. Balanço geral

Em suma, destacam-se os seguintes aspetos positivos:

- Reforço da cooperação e coordenação da supervisão financeira;
- Segregação institucional da resolução face às supervisões microprudenciais e comportamentais;
- Participação dos três supervisores financeiros em matéria de resolução;
- Reconhecimento da relevância dos três setores em matéria macroprudencial;
- Maior equiparação dos supervisores financeiros;
- Maior autonomia da CMVM e da ASF, em especial em matéria financeira e de gestão;
- Maior transparência e informação ao mercado e maior responsabilização dos supervisores;
- Maior exigência em matéria de prevenção conflito de interesses no funcionamento dos e na atuação dos órgãos e dos dirigentes dos supervisores.

Em contraponto, a CMVM considera deverem ser ainda aperfeiçoados os seguintes aspetos principais:

- Governação e funcionamento das novas entidades em termos complexos e onerosos;
- Competências e governação do CNSF diminuindo a independência dos supervisores em matérias da sua exclusiva competência;
- Repartição inadequada entre o CNSF e as autoridades de supervisão das competências para a adoção de medidas macroprudenciais, não superando os conflitos de interesses entre a supervisão macroprudencial e as supervisões microprudenciais e comportamentais;

- Participação de administradores externos nos órgãos de decisão das novas entidades, com impactos negativos na independência dos reguladores e com custos e complexidade acrescidos;
- Prevalência de uma autoridade de supervisão (Banco de Portugal) no Conselho de Administração da ARSG, que se estende à administração do Sistema de Indemnização dos Investidores com risco de o princípio da prevenção dos conflitos de interesses não ser suficientemente acautelado pelo Projeto;
- Insuficiência e falta de clareza no regime de troca de informação e do envolvimento das entidades de supervisão em matérias de resolução;
- Estatuto dos titulares dos órgãos das entidades do SNSF regulado por remissão para a LOBdP,
- Regime de incompatibilidades e impedimentos dos titulares dos órgãos e dirigentes assente excessivamente em aspetos formais e não assegurando ainda a máxima capacidade de prevenção de conflitos de interesses;
- Acréscimo de custos, em montante não estimado, a serem suportados pelo universo das entidades supervisionadas;
- Manutenção da afetação das receitas próprias das autoridades de supervisão ao financiamento da Autoridade da Concorrência.

Em face do exposto, a CMVM é de parecer que o Projeto poderá beneficiar em ser revisto, estando disponível para continuar a contribuir para um modelo de supervisão ajustado ao mercado nacional e sustentável a longo prazo.