

# LEI-QUADRO DAS AUTORIDADES REGULADORAS – ALGUMAS QUESTÕES ESSENCIAIS E JUSTIFICAÇÃO DO PERÍMETRO DO REGIME FACE ÀS ESPECIFICIDADES DA SUPERVISÃO FINANCEIRA<sup>1</sup>

*Luís Silva Morais*

*ABSTRACT: The Article critically reviews the reasons that led to the adoption of a Framework Law of Autonomous Authorities of Economic Regulation in Portugal. It assesses some chief aspects of its regime and the justification for the perimeter of Authorities covered by such Framework Law. Starting from a crucial distinction between the concepts of economic regulation and economic supervision it discusses the particularities of the supervision of the financial sector which, in turn, justify a higher degree of autonomy of supervisory authorities in this field.*

**SUMÁRIO:** 1. Introdução e Razão de Ordem. 2. Antecedentes e Pressupostos da Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras Autónomas. 3. Requisitos que Delimitam o Perímetro de Autoridades Reguladoras Cobertas pela LQAR. 4. Núcleo Normativo Essencial Justificativo da LQAR. 5. Enquadramento da Autonomia das Autoridades Reguladoras na LQAR e as Suas Limitações. 6. Distinção entre Regulação e Supervisão Económica e Corolários dessa Distinção em Termos de Regulação e Supervisão do Sector Financeiro. 7. O Caso Particular do Sector Financeiro na UE em Portugal – Corolários dessa Particularidade em Termos de Enquadramento do Sector Financeiro no Ordenamento Português e Problemas Daí Decorrentes Identificados na LQAR.

---

<sup>1</sup> O presente artigo foi concluído na sua presente forma em 15 de dezembro de 2014, não tomando em consideração os Estatutos revistos de várias autoridades de regulação ou supervisão a serem previsivelmente publicados em período posterior (e que poderão ser ponderados noutra versão, mais desenvolvida e atualizada, deste Estudo a integrar em monografia mais ampla sobre a Lei Quadro das Autoridades Reguladoras a ser objeto de publicação no decurso de 2015). O autor agradece ao Dr. Samuel Henriques, mestrando em direito intelectual da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa (FDL) a estreita colaboração na revisão das notas e remissões bibliográficas e na revisão editorial geral.

## 1. INTRODUÇÃO E RAZÃO DE ORDEM

**1.1.** Uma das questões centrais que se podem colocar a propósito da nova Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras (LQAR)<sup>2</sup> – por paradoxal que possa parecer neste estágio subsequente à sua aprovação e início de vigência – reporta-se à própria justificação normativa para a adoção de um regime com este objecto e contornos, considerando a relativa diversidade que apresenta o fenómeno da *regulação sectorial da economia*, da *regulação económica em sentido estrito*, face à *disciplina geral do direito da concorrência* e ainda face a uma possível distinção conceptual – mas com relevância prática – entre, por um lado, *regulação económica* e, por outro lado, *supervisão económica*.<sup>3</sup>

Poderia, é certo, observar-se, à primeira vista, que essa questão seria relevante em sede de *direito a constituir* e teria perdido relevância em termos de *direito constituído*, após a aprovação e início de vigência da Lei n.º 67/2013.

Não o cremos, contudo. Pensamos, pelo contrário, que a avaliação normativa geral que fizermos sobre as condições para a existência de uma disciplina jurídica unificada neste domínio, ainda que sob forma de *lei-quadro* – estabelecendo um regime de *parametricidade* para as várias autoridades reguladoras – pode e deve influir na leitura interpretativa geral que fizermos desse regime (uma vez aprovado, com os contornos desta Lei n.º 67/2013, ora vigente). A propósito da margem para tal leitura hermenêutica da LQAR e para ulteriores opções – diferenciadas entre si – de produção normativa relativa a regimes estatutários e enquadramentos específicos de múltiplas autoridades de regulação económica, impõe-se salientar, *‘ab initio’* que a LQAR não corresponde em termos técnico-jurídicos a uma *lei de valor reforçado*, que se possa erigir em parâmetro de outras leis.

Reportamo-nos aqui, bem entendido, ao enquadramento constitucional destas *leis de valor reforçado*, tal como estabilizado desde a revisão constitucional de 1997, e compreendendo além das leis orgânicas, as leis que carecem de aprovação por maioria de dois terços e aquelas que, nos termos constitucionais “*sejam pressuposto normativo necessário de outras leis ou que por outras*

2 Reportamo-nos, bem entendido, à *Lei-Quadro das Entidades Administrativas Independentes com Funções de Regulação da Atividade Económica dos Sectores Privado, Público e Cooperativo* (Lei n.º 67/2013, de 28 de agosto). Referir-nos-emos doravante, sob forma abreviada, a este Lei como ‘LQAR’.

3 Para uma primeira perspetiva geral sobre a necessária diferenciação entre o fenómeno da *regulação sectorial da economia*, em geral, com as diferentes realidades que pode ainda congrega, como observaremos, e a *disciplina jurídica horizontal do direito da concorrência* (ou regimes de defesa da concorrência), cfr., por todos, Morais, 2009 e Morais, 2008: 323-340.

*devam ser respeitadas*”, ou seja leis erigidas em parâmetro de validade de outros actos legislativos, como sucede com as leis de autorização legislativa, leis de bases, ou leis-quadro (v.g. do Orçamento, das reprivatizações ou da criação de regiões administrativas).<sup>4</sup>

**1.2.** Antecipamos, de resto, desde já, a conclusão e o princípio orientador geral que retirámos da reflexão crítica, global, que desenvolvemos sobre a LQAR – a serem expostos e justificados ao longo deste trabalho – e que se traduzem num sentido de grande flexibilidade interpretativa na leitura e aplicação desta LQAR. Propomo-nos, aliás, retirar corolários dessa flexibilidade para efeitos da latitude a contemplar para os diversos Estatutos de autoridades reguladoras atualmente existentes que devem ser obrigatoriamente adaptados, nos termos do n.º 1 do artigo 3.º da Lei n.º 67/2013 (versando *normas de adaptação e transitórias*).

Em articulação com esse aspeto central na compreensão hermenêutica da LQAR propomo-nos também abordar áreas normativas de *supervisão económica* que possam apresentar particularidades, justificando um *tratamento específico*. Destacamos especialmente, a esse propósito, o caso da *supervisão do sector financeiro*, que não terá sido adequadamente contemplado na LQAR, procurando diferenciar, nesse contexto analítico, as noções de *regulação económica* e *supervisão económica*, as quais não devem, em nosso entender, ser indiferentemente utilizadas (e concluindo que, independentemente de soluções ideais, em tese, de ajustamento do perímetro de autoridades cobertas pela LQAR, se justificará, a título subsidiário, tomar em consideração o disposto no n.º 2 do artigo 2.º da LQAR para efeitos de aprovação de estatutos de autoridades de supervisão financeira com autonomia reforçada, por forma a “refletir a especificidade” das mesmas em virtude de exigências do ordenamento da UE<sup>5</sup>).

4 Sobre esta figura das *leis de valor reforçado*, contemplada no atual n.º 3 do artigo 112.º da Constituição da República Portuguesa, cfr., por todos, Blanco de Moraes, 1998; cfr. ainda Gomes Canotilho, que identifica, numa verdadeira “*plurimodalidade legislativa*” que procura pensar de modo sistemático, o que enuncia como “*leis reforçadas orgânicas, leis reforçadas estatutárias, leis reforçadas de autorização, leis reforçadas de bases, leis reforçadas de enquadramento, leis reforçadas que carecem de aprovação por maioria de 2/3 dos deputados (...)*” (Gomes Canotilho, 2003: 655).

5 Essa matéria será especialmente abordada, evidenciando as particularidades que decorrem da integração das autoridades nacionais de supervisão financeira na nova arquitectura europeia de regulação e supervisão do sector financeiro, *infra*, nos pontos 6. e 7.

## 2. ANTECEDENTES E PRESSUPOSTOS DA LEI-QUADRO DAS AUTORIDADES REGULADORAS AUTÓNOMAS

Como é sabido, a origem próxima (em termos de política legislativa) desta LQAR, independentemente de projetos anteriores neste domínio e que são conhecidos,<sup>6</sup> encontra-se no Memorando de Entendimento de 2011 (celebrado com a Comissão Europeia, Banco Central Europeu e Fundo Monetário Internacional) que previa a elaboração de um Estudo independente sobre as autoridades reguladoras com vista a assegurar a independência e recursos necessários para essas autoridades, cobrindo melhores práticas comparadas em termos de regime de designação de titulares de órgãos, responsabilidades, âmbito e poderes de intervenção de tais autoridades e que estabelecia ainda, na base desse Estudo, a apresentação de um Projeto que – quando necessário – reforçasse a independência das autoridades reguladoras (em conformidade sempre com o direito da UE).<sup>7</sup>

Esse Estudo foi efectivamente apresentado em 2012<sup>8</sup> e aí entroncaram os trabalhos preparatórios de uma Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras, devendo assinalar-se que a motivação básica foi o reforço de estruturas de regulação autónomas ou com grau especial de autonomia. A expressão ‘independente’, normalmente utilizada, é a nosso ver algo equívoca pois há uma

6 Reportamo-nos aqui, em especial, ao Estudo regulatório solicitado pelo XIV Governo Constitucional, acompanhado de uma Proposta de Anteprojecto de Lei-Quadro das Autoridades Administrativas Independentes, da autoria de Vital Moreira com a colaboração de Fernanda Maças, a qual chegou a ser presente à Assembleia da República, sendo contudo o processo interrompido pela queda do XIV Governo Constitucional. O Projecto em causa seria ulteriormente publicado – Moreira & Maças, 2003.

7 Reportamo-nos aqui ao Memorando de Entendimento (MoU) concluído em junho de 2011 entre o Governo da República Portuguesa, a Comissão Europeia, o Banco Central Europeu e o Fundo Monetário Internacional, na sequência do pedido de assistência financeira externa apresentado pelo Estado Português. Mais concretamente, reportamo-nos aqui ao ponto 7.13. da versão originária desse MoU com o seguinte teor:

*“Ensure that the national regulator authorities (NRA) have the necessary independence and resources to exercise their responsibilities by Q4-2012 for the main NRAs and by Q1-2013 for the others. In order to achieve this:*

- i. provide an independent report (by internationally recognized specialists) on the responsibilities, resources and characteristics determining the level of independence of the main NRAs. The report will benchmark nomination practices, responsibilities, independence and resources of each NRA with respect to best international practice. It will also cover scope of operation of sectoral regulators, their powers of intervention, as well as the mechanisms of coordination with the Competition Authority. The report will be completed by [Q2-2012];*
- ii. based on the report, present a proposal to implement the best international practices identified to reinforce the independence of regulators where necessary, and in full compliance with EU law by mid-August 2012”.*

8 Tratou-se mais concretamente de Relatório apresentado pelo Consultor ATKearney – *Relatório sobre Autoridades Reguladoras Nacionais* (maio-junho de 2012) – o qual não foi submetido a discussão pública.

dimensão de *accountability* e de resposta necessária destas autoridades de regulação perante órgãos políticos democraticamente eleitos que não pode ser esquecida<sup>9</sup> (o que nos leva a considerar preferível terminologicamente caracterizar e designar este tipo de autoridades como *autoridades com autonomia reforçada*).

O que está em causa é, pois, assumir um *modelo de regulação económica autónoma* que se toma como referência ou paradigma em relação a alguns dos principais sectores da economia, e que se contrapõe a outros dois níveis distintos de instâncias públicas de regulação correspondentes, em primeiro lugar, ao nível governamental (incluindo ministérios e departamentos governamentais na área económica) e, em segundo lugar, a um nível de organismos reguladores relativamente dependentes, que compreendem largamente no âmbito de sistemas administrativos de tipo continental a *institutos públicos com alguma autonomia funcional e financeira*, mas ou sujeitos em certos casos a *superintendência governamental*, ou a *formas de tutela mais intensa*.

Este *modelo de regulação económica autónoma* foi largamente influenciado pelo sistema norte-americano e foi mais recentemente introduzido e difundido nos Estados Membros da UE (por influência da própria UE) na sequência de vastos programas de privatização e liberalização de múltiplos sectores económicos onde predominavam antes monopólios públicos ou direitos especiais ou exclusivos enquadrados pelos Estado<sup>10</sup> (neste panorama geral, o sector financeiro foi sempre um pouco um caso à parte com uma tradição de regulação e supervisão autónoma forte e interesses públicos muito específicos a serem salvaguardados<sup>11</sup>).

---

9 Sobre essa fundamental dimensão de '*accountability*' de autoridades reguladoras da economia que deve ser compatibilizada com vários graus consideravelmente elevados de autonomia dessas autoridades e sobre a crescente discussão teórica e institucional a esse respeito nos próprios ordenamentos anglo-saxónicos que originaram o modelo ou paradigma deste tipo de autoridades reguladoras, cfr., *inter alia*, Katyal, 2006: 2314 ss.

10 Sobre estas evoluções que não cabe desenvolver '*ex professo*' no presente Estudo, dado o seu carácter sintético, cfr., em geral, uma vez mais, Morais, 2008, e, na senda da identificação aí feita de áreas sistemicamente distintas de regulação económica, inserindo a regulação do sector financeiro numa segunda área diversa daquela que corresponde à regulação económica predominantemente dirigida à garantia da abertura efectiva à concorrência de sectores económicos e mercados liberalizados '*ex novo*', cfr. ainda Paz Ferreira & Morais, 2009: 7-38.

11 Para diversas referências a esta *marcada especificidade e tradição autónoma de supervisão do sector financeiro*, que o diferenciam da emergência na UE do fenómeno geral da regulação económica, na sequência de processos de liberalização baseados, designadamente, no artigo 106.º do TFUE, cfr., *inter alia*, na extensa literatura sobre a matéria, Goodhart, 2010: 153 ss.

### 3. REQUISITOS QUE DELIMITAM O PERÍMETRO DE AUTORIDADES REGULADORAS COBERTAS PELA LQAR

**3.1.** Esse paradigma de *regulação económica autónoma* é claramente assumido na LQAR que, independentemente do *critério formal de delimitação do âmbito de aplicação do seu regime* previsto no n.º 1 do seu artigo 2.º (“*são entidades reguladoras as definidas como tal por lei*”), estabelece *três tipos de requisitos que delimitam o perímetro e categoria das Autoridades Reguladoras Autónomas*:

- Um *primeiro tipo de requisitos* relativos a *atributos específicos* que materializem uma qualidade de *independência* (ou, numa terminologia alternativa que propomos e será a nosso ver mais adequada, de *autonomia reforçada*<sup>12</sup>), envolvendo esses *atributos* a autonomia administrativa e financeira, autonomia de gestão, independência orgânica, funcional e técnica, órgãos pessoal e património próprio e essencialmente uma tríade de poderes típicos de regulamentação, de supervisão/fiscalização e sancionatórios (reportando-nos aqui basicamente a atributos referenciados nas alíneas *a)* a *e)* do n.º 2 do artigo 3.º da LQAR).

Esses *atributos de autonomia reforçada* em várias dimensões são também concretizados no n.º 1 do artigo 45.º da LQAR, que afasta a sujeição destas Autoridades Reguladoras a superintendência ou tutela governamental, embora, num *equilíbrio institucional e funcional algo delicado e com algumas indefinições*, se estabeleçam nos n.ºs 3 a 8 desse artigo 45.º vários poderes de intervenção governamental, limitativos da autonomia dos Reguladores (aspecto a que regressaremos *infra*, ponto 5.).

- Um *segundo tipo de requisitos* delimitando o perímetro e categoria das autoridades reguladoras autónomas corresponde ao *enquadramento da respetiva gestão financeira e patrimonial*, a propósito do qual se prevê a aplicação supletiva do regime jurídico das entidades públicas empresariais (intrinsecamente associado a uma *margem apreciável de autonomia, típica da gestão empresarial*), nos termos do n.º 2 do artigo 4.º da LQAR, sendo

---

12 Já tivemos ensejo de expor, conquanto de forma muito breve, *supra*, ponto 2. as razões, não meramente formais e com corolários que também não são meramente formais, que nos levam a discordar da caracterização muito difundida destas entidades como entidades ou autoridades *independentes*, preferindo caracterizar essas entidades como *autoridades com autonomia reforçada*, a qual deve, contudo, ser compatibilizada com uma dimensão de ‘*accountability*’ de tais autoridades. Na doutrina administrativista, que utiliza largamente a terminologia de *autoridades administrativas independentes* cfr., por todos, Cardoso, 2002.

contudo, a atribuição dessa margem relevante de autonomia gestonária em geral, limitada ou condicionada em moldes bastante variáveis conforme o perfil financeiro e patrimonial, que pode ser muito diferenciado, das várias autoridades reguladoras, nos moldes previstos em especial nos artigos 33.º e ss. da LQAR (tema a que também regressaremos, conquanto de forma breve, *infra*, pontos 4. e 5.).

Na verdade, verifica-se na LQAR uma afirmação geral de autonomia gestonária que justifica a própria delimitação de um perímetro de Autoridades Reguladoras sujeitas à matriz normativa comum da LQ, mas depois, em concreto, os graus de autonomia em causa acabam em última análise por ser muito diversificados.

- Finalmente, *um terceiro tipo de requisitos*, delimitando o perímetro e a categoria das autoridades reguladoras, encontra-se associado a *condições*, por um lado, para a *criação* ou, por outro lado, para *extinção, fusão ou cisão destas autoridades* (nos termos dos artigos 6.º a 8.º da LQAR), porventura envolvendo uma das vertentes normativas mais importantes ou significativas previstas nesta Lei.

**3.2.** Avultam aqui cumulativamente com os atributos materializando a qualidade de *independência*, já referenciados, do artigo 3.º da LQAR, as três condições previstas nas 3 alíneas do n.º 3 do artigo 6.º, referentes a um *princípio de necessidade e interesse público na criação de uma nova pessoa coletiva* para prossecução de determinados objetivos específicos, à *necessidade de independência para a prossecução das atribuições* que se encontrarem em causa e, muito em especial, a *uma capacidade de assegurar condições financeiras de autossuficiência*. Isto é, em princípio, só podem ser autoridades reguladoras autónomas aquelas que pelo seu perfil financeiro se mostrem autossuficientes e não dependentes de outras formas exógenas de financiamento, designadamente através do orçamento de Estado – excecionando-se só dessas três condições, incluindo esta condição financeira, as autoridades reguladoras criadas por determinação do direito da UE.

Em qualquer caso, a aferição dessas três condições – mesmo nos casos em que a criação das autoridades reguladoras resulta do direito da UE – deverá ser feita, em todas as situações, mediante um *Estudo Prévio* precedendo a criação das autoridades, a qual, por seu turno, se faz sempre mediante ato legislativo (veja-se, em termos conjugados, o n.º 4 do artigo 6.º e o artigo 7.º da LQAR, no qual importa destacar, entre outros aspetos, a previsão no

sentido de os Decretos-lei a aprovar pelo Governo quanto aos estatutos de autoridades reguladoras especificarem o modelo de financiamento da autoridade em causa, naturalmente para aferir a autossuficiência financeira que é condição para sua criação).

Do mesmo modo, também se prevê necessidade de *Estudo Prévio* para decisões de extinção – igualmente por ato legislativo – de autoridades reguladoras (nos termos do n.º 3 do artigo 8.º da LQAR), sempre que se verifique que não subsistem as razões que ditaram a sua criação ou se tenha tornado impossível o desempenho da sua missão ou atribuições.

Esta *disciplina normativa mínima* para enquadrar a *dinâmica de criação* e a *dinâmica evolutiva* de autoridades reguladoras constitui, como acima se refere, um dos aspetos porventura mais importantes da LQAR e que pode, e até certo ponto, justificar um regime com esta natureza e contornos (pois, como já vimos observando e como acentuaremos mais adiante, as autoridades reguladoras caracterizam-se em larga medida pela significativa diversidade dos seus perfis o que põe em crise a própria ideia de uma sua disciplina-quadro geral).

Em contrapartida, face à importância que podem assumir para essa dinâmica evolutiva das autoridades reguladoras os processos de  *fusão* ou até *processos híbridos mais complexos de redistribuição de funções de certas autoridades por outras autoridades* – por várias ordens de razões, financeiras e necessidades associadas de reforma da administração pública,<sup>13</sup> bem como por razões referentes à evolução técnica ou de mercado dos próprios sectores regulados, que são hoje extremamente dinâmicos – pode estranhar-se até certo ponto que a LQAR seja omissa quanto a *parâmetros específicos* a observar para essas fusões ou para reestruturações e redistribuições de funções mais complexas.

---

13 Necessidades de *reforma da administração pública* incluindo aqui a administração autónoma – um tema que está na ordem do dia no quadro do programa de ajustamento desenvolvido desde junho de 2011 em Portugal, com várias componentes do programa contemplado no MoU de 2011 orientadas para essa reforma, mas num processo cuja concretização se vem revelando difícil. Múltiplas análises e reflexões críticas promovidas pelo Conselho das Finanças Públicas (CFP) vêm evidenciando as dificuldades dessa reforma e a sua importância, seja em termos de eficiência em geral, seja para a própria consolidação financeira. Cfr., em geral, sobre essas reflexões promovidas pelo CFP, *Para uma Reforma Abrangente da Organização e Gestão do Sector Público/Towards a Comprehensive Reform of Public Sector* (Proceedings de Conferência de janeiro de 2013); cfr. ainda *Portugal: Reforming the State to Promote Growth*, OECD, Paris, 2013. A matéria foi objeto de documento apresentado pelo Governo em Portugal em outubro de 2013 – *Um Estado Melhor: Guião para a Reforma do Estado*, Lisboa, outubro de 2013. Importa reconhecer que no universo anglo-saxónico a reflexão crítica sistematizada sobre a reforma do Estado, incluindo as *estruturas autónomas de regulação pública*, tem sido levada mais longe. Cfr., para uma panorâmica geral a esse respeito, Andrews, Downe & Guarneros-Meza, 2013.



Tal omissão avulta ainda mais se considerarmos o contexto europeu de fusões e reestruturações de autoridades reguladoras em vários Estados Membros da UE, como sucedeu, por exemplo, com o projeto de fusão em Espanha da autoridade de concorrência com vários reguladores sectoriais (objeto de críticas curiosamente por parte da Comissão Europeia<sup>14</sup>), ou, sem nos alargarmos excessivamente nos múltiplos exemplos recentes, com a fusão da autoridade de concorrência com a autoridade reguladora de comunicações e a entidade de proteção dos consumidores na Holanda.<sup>15</sup>

Num contexto de pressão financeira sobre os estados (em termos de finanças públicas) teria sido importante assegurar que operações de fusão e reestruturação de autoridades reguladoras não são prioritariamente ditadas por estritas razões financeiras e conjunturais de contenção de despesa apesar da natureza financeira autossuficiente estabelecida para essas autoridades cobertas pela LQAR, mas por *razões estruturais* e relacionadas com os objetivos e imperativos, a cada momento, de regulação pública de sectores económicos complexos (em que o Estado sistematicamente vem abandonando uma intervenção direta como produtor a favor de uma intervenção indireta como Regulador, como sucede em Portugal com a rápida conclusão do processo de privatizações e a extinção, no quadro desse processo de privatizações, de outros mecanismos residuais de salvaguarda de certos interesses públicos como as ações privilegiadas, correntemente designadas como “*golden shares*”, ou outros<sup>16</sup>).

---

14 Sobre esse processo em Espanha e sobre as críticas feitas a tal processo a nível da UE, cfr., *inter alia*, Trillas, 2013.

15 Sobre esse e outros processos de fusão de autoridades reguladoras em diversos Estados Membros da UE, cfr. *Annual Report on Competition Policy Developments in the Netherlands* – 2012, October, 2013.

16 É certo que a última reforma da Lei-Quadro das Privatizações de 2011 – aprovada ‘*ex vi*’ da Lei n.º 50/2011 (de 13 de setembro) estabeleceu, em paralelo com a revogação do artigo 15.º, relativo a *ações privilegiadas e administrador por parte do Estado*, uma imposição, prevista no artigo 27.º-A, no sentido de o Governo, no prazo máximo de noventa dias a contar do início de vigência da referida Lei n.º 50/2011, estabelecer um “*regime extraordinário para salvaguarda de ativos estratégicos em sectores fundamentais para o interesse nacional, em observância do direito comunitário*”. Com significativo atraso em relação a esse horizonte temporal, encontra-se em discussão no início de 2014 um possível projeto neste domínio, mas consideramos com algum ceticismo as potencialidades e alcance do regime que venha porventura a ser aprovado nos termos configurados na referida disposição do artigo 27.º-A da Lei n.º 11/90, na sua última redação (mostrando-se, entre outros aspetos, potencialmente contraditória a invocação expressa de um ‘*interesse nacional*’ *vis a vis* a necessária observância do direito da UE). Sobre estes aspetos e estas evoluções, cfr. Morais (coord.), Pardal & Rodrigues, 2014.

#### 4. NÚCLEO NORMATIVO ESSENCIAL JUSTIFICATIVO DA LQAR

Tendo assim passado rapidamente em revista os três tipos de requisitos *supra* enumerados, delimitando o perímetro e categoria das autoridades reguladoras cobertas pela LQAR, importa verificar se essa suposta base comum configura uma verdadeira disciplina normativa quadro, consistente enquanto tal no seu núcleo essencial, cobrindo as autoridades reguladoras (sendo a consistência desse núcleo normativo essencial aquilo que poderá realmente justificar a existência de uma Lei Quadro das Autoridades Reguladoras).

Ora, se conjugarmos a (i) LQ com os (ii) estatutos existentes de autoridades reguladoras e com várias normas aplicáveis a algumas autoridades reguladoras constantes da (iii) Lei de Enquadramento Orçamental, bem como com normas constantes das (iv) últimas leis de Orçamento de Estado, tendemos a encontrar, pelo contrário, um *enquadramento muito fragmentado* das várias autoridades reguladoras, *que dificilmente é consolidado ou harmonizado pela LQAR*.

Na realidade, e num esforço analítico de sistematização dessa realidade fragmentada podemos distinguir situações correspondentes a:

- (a) algumas autoridades gozando de uma autonomia orçamental plena, que as aproxima globalmente do regime das entidades públicas empresariais (a que algumas autoridades reguladoras estavam efectivamente sujeitas na globalidade, correspondendo a aplicação supletiva do regime das empresas públicas, e só para a gestão financeira e patrimonial agora contemplada no n.º 2 do artigo 4.º da LQ, na prática a uma diminuição de autonomia para essas autoridades);
- (b) outras autoridades, tendo uma autonomia orçamental mais limitada (parcialmente sujeitas ao regime orçamental e financeiro dos serviços e fundos autónomos com as suas implicações em matéria de autorização de despesas, transição e utilização de resultados líquidos ou cativações de verbas);
- (c) ou ainda, finalmente outras Autoridades com muito reduzida autonomia orçamental, em função de uma aplicação mais alargada do regime dos fundos e serviços autónomos.

Tal resulta, desde logo, do facto de a estrutura de financiamento das várias Autoridades Reguladoras ser muito diversificada, incluindo taxas de regulação ou supervisão com contornos muito variados, taxas específicas de outra natureza, produto de coimas em processos de contraordenação (ou outras receitas).

Em paralelo, as exigências de autonomia resultantes para várias autoridades do direito da UE – e estabelecendo para algumas autoridades a sua integração em redes europeias de autoridades reguladoras em articulação, ou não, com certas autoridades europeias de regulação (criadas ou a criar) – são muito díspares, o que dificulta também uma base comum verdadeiramente consistente de disciplina quadro das várias autoridades cobertas pela LQAR.

## 5. ENQUADRAMENTO DA AUTONOMIA DAS AUTORIDADES REGULADORAS NA LQAR E AS SUAS LIMITAÇÕES

Noutro plano de análise, correspondente a garantia de autonomia das autoridades reguladoras, envolvendo algumas das vertentes que já referimos, existe, em contrapartida, uma zona cinzenta jurídica de algumas limitações dessa autonomia resultantes de vários poderes governamentais de intervenção. Pensamos, entre outros aspectos:

- Na necessidade de aprovação prévia pelo Governo do orçamento, planos plurianuais, balanço e contas de reguladores (cfr. n.º 4 do artigo 45.º da LQAR);
- Na necessidade de aprovação prévia pelo Governo de outros atos com incidência financeira, embora remetendo a enumeração desses atos para os estatutos de cada autoridade (cfr. n.º 5 do artigo 45.º da LQAR). Deve notar-se que a possibilidade de recusa de aprovação de orçamentos, planos, documentos de contas ou outros documentos com expressão financeira terá por base eventualmente, em certos casos, fundamentos que não se limitam à legalidade (sem sentido estrito) destes atos. Tal pode redundar numa forma ‘*sui generis*’ de “*tutela*” balizada por critérios tão genéricos como o fundamento correspondente ao *prejuízo para os fins das entidades reguladoras* ou *prejuízo para o interesse público* (cfr. n.º 6 do artigo 45.º da LQAR).

Pensamos ainda noutros aspetos relevantes, como *v.g.*:

- O condicionamento da margem de apreciação das autoridades reguladoras para a realização de inspeções ou auditorias, *maxime* face ao previsto na segunda parte do n.º 1 do artigo 42.º da LQAR, fazendo depender essas inspeções de circunstâncias que indiquem perturbações no respetivo sector de atividades. Ora, em várias áreas com peso essencial da dimensão de

*supervisão económica* (e em que esta avulte sobre a dimensão de *regulação económica em sentido estrito*),<sup>17</sup> como sucederá de modo paradigmático com a supervisão do sector financeiro, a realização de inspeções faz parte de procedimentos normais e regulares de supervisão e não terá que depender forçosamente de indícios prévios de perturbações no sector;

- A intervenção do Governo nos processos de regulamentação das autoridades de regulação nos termos do artigo 41.º (*maxime* dos números 1 e 2 deste artigo). Na verdade, estaremos necessariamente perante realidades intrinsecamente distintas quando se contempla, por razões de transparência, a intervenção de empresas ou entidades reguladas no processo de preparação de regulamentos (ou até de associações de utentes e de consumidores) ou quando se contempla, para a aprovação de regulamentos pelas autoridades reguladoras no quadro do seu poder regulamentar próprio, a “*intervenção do Governo*”.

Em paralelo, para além desta zona cinzenta jurídica, *supra* afluída, de condicionamentos ou intervenções exógenas (em particular do Governo) na atuação das autoridades reguladoras autónomas, que convive mal com a afirmação geral de autonomia ou independência destas autoridades, outra vantagem que, em tese, poderia advir de uma disciplina normativa comum das mesmas autoridades (sob forma de Lei Quadro) seria a de balizar ou equilibrar a autonomia reforçada das autoridades reguladoras com uma dimensão de ‘*accountability*’. Tratar-se-ia de gerar um modelo equilibrado de autonomia para o exercício de funções de regulação económica, muito discutido em ambientes jurídicos anglo-saxónicos (*v.g.* nos EUA e no Reino Unido<sup>18</sup>).

Ora, os elementos suportando tal dimensão desejável de ‘*accountability*’ parecem muito limitados na LQAR. Poderemos referenciar a esse propósito a prestação de esclarecimentos ou informações no Parlamento por parte de autoridades reguladoras sobre a sua atividade (a solicitação de comissões parlamentares

17 Reportamo-nos aqui, uma vez mais, à contraposição entre uma *dimensão prevalecente de supervisão económica* e uma *dimensão prevalecente de regulação económica em sentido estrito* que implicam caracterizações globais diferenciadas de certas autoridades reguladoras e de supervisão, que já afluíram *supra* e que desenvolvemos *infra*, 6.1. e 6.2.

18 Sobre essa intensa e complexa discussão em torno de uma dimensão de necessária *accountability* de autoridades reguladoras autónomas, *cfr.*, *inter alia*, Majone, 1994; *The Regulatory State – Controlling its Accountability*, House of Lords, UK, Select Committee on the Constitution, Vol. I, May 2004; Christensen, 2007: 499 ss.; Black, 2008: 137 ss.; Maggetti, 2010.

competentes, nos termos do n.º 3 do artigo 49.º da LQAR)<sup>19</sup>; a audição por comissão competente do Parlamento no quadro do processo de designação dos membros de conselhos de administração de autoridades reguladoras designados pelo Governo (nos termos dos números 3 e 4 do artigo 17.º da LQAR).

Ficamos, contudo, muito longe de um verdadeiro mecanismo intermédio de escrutínio parlamentar de autoridades reguladoras, assegurando certos patamares de ‘*accountability*’ compatibilizáveis com a autonomia reforçada estas entidades.

Outra zona cinzenta que se pode detetar entre, por um lado, espaços menos claros de ‘*accountability*’ e, por outro lado, certas relações algo atípicas de dependência das autoridades reguladoras cobertas pela LQAR em relação ao Governo, corresponde à previsão da al. *m*) do n.º 1 do artigo 21.º da LQAR referente a *funções genéricas de assessoria técnica ao Governo*. Na verdade, essa previsão convoca uma realidade da qual importa ter consciência e que se reporta à evolução das estruturas da administração pública direta e indireta ao longo dos últimos anos. Reportamo-nos aqui a uma debilitação crescente, por várias ordens de razões,<sup>20</sup> das estruturas da administração direta do Estado, levando a que, com frequência, as estruturas governamentais se mostrem na prática muito tributárias da assessoria técnica a vários níveis por parte de reguladores especializados numa função que, com essa latitude, coexiste mal com a garantia formal de autonomia desses reguladores.

## 6. DISTINÇÃO ENTRE REGULAÇÃO E SUPERVISÃO ECONÓMICA E COROLÁRIOS DESSA DISTINÇÃO EM TERMOS DE REGULAÇÃO E SUPERVISÃO DO SECTOR FINANCEIRO

**6.1.** Um outro tópico crítico de problematização da LQAR envolve, em nosso entender, o nivelamento técnico muito questionável nesta Lei de *funções gerais de regulação económica com funções de supervisão económica*, não se

19 Trata-se, de resto, de matéria que em relação a autoridades de supervisão financeira suscita questões até ao presente não satisfatoriamente resolvidas de disponibilização e salvaguarda de informações cobertas pelo *sigilo de supervisão financeira*, com o alcance significativo de que este se reveste, sobretudo no que respeita a comissões parlamentares de inquérito, cujos poderes de solicitação de informações foram consideravelmente reforçados em 1997, através da Lei n.º 126/97, de 10 de dezembro (que alterou o regime destas comissões originariamente aprovado pela Lei n.º 5/93, de 1 de março, e objeto de posteriores alterações ‘*ex vi*’ da Lei n.º 15/2007, de 3 de abril).

20 Não há espaço aqui para comentar e contextualizar essa evolução. Cfr sobre a matéria, uma vez mais, Morais, 2008.

reconhecendo suficiente especificidade a *autoridades reguladoras* (*‘lato sensu’*) cujo perfil funcional e missão estatutária implica alguma *prevalência de funções de supervisão sobre funções de regulação* (*‘stricto sensu’*).

Com efeito, nesses casos em que a regulação *‘stricto sensu’* coexiste com uma *dimensão predominante* de tarefas específicas de *supervisão económica* tende-se a exigir normalmente – a par e passo – um outro grau reforçado de autonomia funcional das autoridades em causa. Trata-se, nesse tipo de situações, de autoridades cujo *poder de regulamentação* não deverá em princípio ficar condicionado por intervenções do Governo (diversamente do que sucede na LQAR, como observámos *supra*, pontos 4. e 5.) e cujo *poder de realização de inspeções* não deve também, por princípio, ficar condicionado (também em sentido diverso do que se verifica na LQAR, como verificámos *supra*, 5.).

Trata-se ainda de autoridades cujas necessidades continuadas de atos de supervisão não podem ficar, sob qualquer forma, dependentes de aprovações não garantidas para determinados documentos orçamentais. Este problema de princípio verifica-se, em termos não compatíveis com tais necessidades típicas dessas autoridades, mesmo que se aplique a estas entidades a esfera superior de autonomia financeira admitida na LQAR, entre os múltiplos graus de autonomia aí contemplados de uma forma menos sistemática (traduzindo, como já observámos, uma apreciável diversidade de regimes financeiros<sup>21</sup> que convive mal com um programa normativo de criação de um regime quadro e parametrizado para a generalidade das autoridades de regulação económica).

Este tipo de situações ocorre, de modo paradigmático, na área muito particular de regulação e supervisão do sector financeiro, na qual a *dimensão de supervisão* avulta como primacial, e cuja especificidade não se terá mostrado, a esse título, devidamente reconhecida na LQAR, que exclui do seu âmbito de aplicação o Banco de Portugal (BP), mas incluiu no seu perímetro normativo a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e o Instituto de Seguros de Portugal (ISP), conferindo-lhes um tratamento de *completa paridade funcional com a generalidade das autoridades de regulação económica*.

Reflexamente, este envolve um *tratamento sistémico distinto* para as *autoridades de regulação e supervisão financeira* existentes no quadro do *modelo institucional tripartido de supervisão financeira existente em Portugal*, embora correspondendo em nosso entender a um *modelo tripartido ‘sui generis’* ou

---

21 Sobre essa diversidade de regimes financeiros aglutinados na LQAR cfr. os aspectos já aflorados *supra*, ponto 4.

*parcialmente qualificado*, pois combina (i) uma estrutura tradicional tripartida de autoridades sectoriais de supervisão financeira, por subsectores do sistema financeiro – bancário, de seguros e fundos de pensões e de mercados organizados de valores mobiliários – com (ii) uma instância complementar que qualifica esse modelo de supervisão e visa assegurar a cooperação continuada e devida articulação funcional entre as três autoridades sectoriais.

Trata-se da instância complementar materializada desde 2000 no Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF), criado ‘*ex vi*’ do Decreto-Lei n.º 228/2000, de 23 de setembro, e cujo regime foi recentemente alterado através do Decreto-Lei n.º 143/2013, de 18 de outubro,<sup>22</sup> numa dinâmica normativa e jurídico-económica de alguma forma contraditória com a da LQAR – reforçando-se a coordenação de actividades dos supervisores financeiros através do CNSF, em ordem ao exercício adequado de funções de *supervisão macroprudencial* dirigidas ao *controlo do risco sistémico*<sup>23</sup> (cuja prossecução é determinada por impulso da UE face à reestruturação da arquitectura de regulação e supervisão financeira europeia na sequência da grande crise financeira internacional de 2007-2009, como observaremos especificamente *infra*, ponto 7.2.)

Acresce que, para além do acima referido *tratamento sistémico distinto* para as autoridades de regulação e supervisão financeira existentes no ordenamento jurídico Português, inerente ao perímetro normativo que foi recortado na LQAR, esta Lei também não conferiu sequer um tratamento específico às autoridades de regulação e supervisão financeira (CMVM e ISP) incluídas nesse seu perímetro, no sentido de lhes reconhecer, entre outros aspetos, um *nível especial de autonomia reforçada* que estaria intrinsecamente associado ao seu perfil de prevalência das funções de supervisão sobre as de regulação ‘*stricto sensu*’.

Impõe-se, de qualquer modo, neste ponto da nossa análise, e antes de aprofundarmos as potenciais distorções associadas a estas opções normativas da

---

22 O regime do CNSF para esta mais recente alteração do final de 2013 havia conhecido já uma alteração prévia através do Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de novembro.

23 Sobre a noção de *macro supervisão prudencial* e de *controlo do risco sistémico* que emerge como uma das novas dimensões essenciais das reformas em curso da regulação e supervisão do sector financeiro na sequência da crise financeira internacional de 2007-2009, que tem perdurado – sob outras formas (na UE como um verdadeiro círculo vicioso entre crise bancária e crise das dívidas soberanas) – cfr., *inter alia*, Zigrand, 2014; Afonso & Shin, 2009; Derviz, 2013; *Instruments of Macroprudential Policy – A Discussion Paper*, Bank of England, December 2011; Borio, 2003.

LQAR e possíveis formas de as corrigir ou mitigar, proceder à decisiva clarificação conceptual que vimos trazendo à colação entre funções de *regulação económica* e funções de *supervisão económica* (e, concomitantemente, entre autoridades em que alguma dessas duas dimensões possa prevalecer sobre a outra).

**6.2.** Na realidade, *apesar de alguns autores referirem de modo aparentemente indistinto as funções de regulação e supervisão económicas e de a distinção entre essas realidades nem sempre ser clara também na jurisprudência* – considerando aqui, designadamente, a jurisprudência do Tribunal Constitucional que tem aflorado matérias relativas ao exercício de poderes de supervisão e de utilização de informações obtidas por força do exercício de funções de supervisão –<sup>24</sup> *pensamos que dessas realidades devem ser devidamente distinguidas no plano conceptual.*

Assim, as funções de *supervisão* reportam-se ao escrutínio a par e passo (*monitoring*, se quisermos utilizar uma sugestiva expressão anglo-saxónica) de determinada atividade económica e de operadores que desenvolvam tal atividade num sector regulado. Como tal, essa função de supervisão traduz-se primacialmente na verificação em concreto da efetiva aplicação (*enforcement*) de regras de enquadramento do exercício de certas atividades económicas sujeitas a regulação sectorial (*lato sensu*), em função de certos indicadores e critérios técnicos.

Em contrapartida, esses complexos de regras de enquadramento do exercício de tais atividades, combinadas com regras de acesso às mesmas atividades, e a produção dos referidos indicadores e critérios técnicos – de intensidade e exigência variável conforme o sector económico regulado em causa – que vão ‘*a priori*’ balizar a atuação dos operadores nos sectores em questão correspondem globalmente a uma dimensão de *regulação* em sentido estrito (que pode compreender subsidiariamente uma dimensão de exercício de poderes sancionatórios próprios de autoridades reguladoras autónomas, com vista a

24 A esse propósito tenha-se presente, *v.g.*, o importante Acórdão do Tribunal Constitucional n.º 461/2011, de 11 de outubro de 2011 (proferido no processo n.º 366/11), apesar de o mesmo não respeitar especificamente a um problema base de *regulação sectorial* mas à aplicabilidade do direito ao silêncio no âmbito de certas atividades de supervisão da Autoridade da Concorrência. Esse problema base levou, contudo, o Tribunal a equacionar em termos mais gerais o “*conceito de supervisão*” (esp. ponto 7 e ss do Acórdão) em termos também relevantes para os vários domínios da *regulação sectorial* (e para além do campo da defesa da concorrência), embora, e salvo o devido respeito, analisando esse conceito de modo excessivamente sincrético e sem aprofundar distinções conceptuais mais aprofundadas e exigentes entre *regulação económica* (em geral) e *supervisão económica*.



salvaguardar o cumprimento dos acima referidos complexos de regras, indicadores ou parâmetros técnicos).

É certo que, tipicamente – e como é refletido na LQAR, designadamente nos seus artigos 40.º a 43.º – o modelo de autoridades reguladoras autónomas desenvolvido na UE nos últimos decénios, por influência norte-americana, envolve a detenção e exercício por parte destas autoridades de uma tríade essencial de poderes de *regulamentação*, poderes de *supervisão* e poderes *sancionatórios* para suportar uma actividade de regulação económica ‘*lato sensu*’.<sup>25</sup> Esse modelo institucional de referência passível de ser aplicado em tese às experiências de regulação económica sectorial, não obstante as disparidades que estas apresentam, não pode, contudo, justificar uma visão sincrética e indistinta desses vários domínios de regulação sectorial (o que não seria analiticamente rigoroso). Na verdade, uma observação sistemática desses domínios, traduzindo intervenções públicas ordenadoras de diferentes atividades económicas, em função de interesses públicos distintos e também de exigências funcionais distintas conforme as características dessas actividades e o tipo de interesses a salvaguardar que estas convocam, evidencia diferentes abordagens regulatórias (que importa apreender devidamente).

Em termos esquemáticos podemos considerar que avultam neste domínio duas abordagens paradigmáticas:

- Por um lado, e correspondendo à maioria das áreas de regulação económica sectorial, intervenções públicas ordenadoras da atividade económica em que a dimensão de *regulação* (sem sentido estrito) é prevacente;
- E, por outro lado, num conjunto limitado de casos que se revestem de consideráveis especificidades – e em termos que alcançam a sua maior expressão a propósito do escrutínio do funcionamento do sector financeiro – intervenções públicas ordenadoras da atividade económica em que a dimensão de *supervisão* é prevacente.

No primeiro caso, e considerando os poderes típicos associados ao modelo de autoridades de regulação económica autónomas (ou independentes), as funções exercidas são essencialmente tributárias de poderes de regulamentação combinados com poderes sancionatórios, assumindo os poderes de supervisão um papel de algum modo instrumental (dirigido à fiscalização pontual do

---

<sup>25</sup> A esse respeito, cfr., uma vez mais, Morais, 2008.

cumprimento geral dos complexos de regras e parâmetros delineados para certo sector da economia, o qual será salvaguardado, como *última ratio*, através do recurso aos poderes sancionatórios).

No segundo caso, a intervenção pública ordenadora da actividade económica em causa é intrinsecamente definida em torno de um núcleo de poderes de supervisão a serem exercidos em permanência (especialmente devido ao tipo de riscos para o interesse público que se faz sentir nos sectores económicos sujeitos a tal intervenção).

Como referíamos *supra*, a *intervenção pública ordenadora da actividade das instituições financeiras* constitui o expoente máximo desta segunda abordagem regulatória, caracterizada pela *prevalência da dimensão de supervisão*, cuja especificidade deve ser reconhecida juridicamente e em termos institucionais (no que respeita à organização do exercício das funções de regulação e supervisão do sector financeiro).

**6.3.1.** Assim, no seu cerne a *regulação e supervisão de instituições financeiras* envolve uma *dimensão prudencial* dirigida ao controlo e verificação permanentes de um conjunto essencial de indicadores de equilíbrio financeiro e de aferição de riscos de gestão dessas instituições financeiras (tradicionalmente orientados numa ótica microprudencial para a aferição do ‘*risk management*’ de cada instituição individualmente considerada) e uma dimensão de *controlo ou escrutínio da conduta de mercado dessas instituições* (tendo presente, entre outros aspectos, a proteção de consumidores não profissionais de serviços financeiros e padrões de informação assimétrica que tendem a caracterizar o funcionamento do sector financeiro).<sup>26</sup>

Como refere sugestivamente Charles Goodhart, esta regulação e supervisão de instituições financeiras desenvolveu-se fundamentalmente a partir da ‘*praxis*’ de monitorização destas instituições e estabelecendo indicadores e parâmetros de escrutínio das mesmas com base em *procedimentos concretos e operacionais de acompanhamento regular das mesmas* por parte de diversas autoridades públicas, com mandatos de considerável latitude (e não a partir de uma construção reguladora normativamente escorada em grandes princípios estruturantes). Nas suas palavras lapidares, “*financial regulation has always been atheoretical: a pragmatic response by practical officials and concerned politicians*,

26 Sobre estas dimensões e para uma perspetiva e discussão em extensão das mesmas, cfr., por todos, Brunnermeier, Crockett, Goodhart, Persaud & Shin, 2009.

*to immediate problems (...). When the Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) was established in 1974–75 to handle some of the emerging problems of global finance and cross-border banking, the modus operandi then developed was to hold a round-table discussion of current practice in each member state (...).*<sup>27</sup>

Acompanhando aqui especialistas de referência neste domínio como Rosa Lastra,<sup>28</sup> *impõe-se, no quadro da regulação e supervisão do sector financeiro* – caracterizadas pela necessidade de assegurar *em permanência* quer determinados níveis de equilíbrio financeiro, numa perspetiva de regulação e supervisão prudenciais, quer determinados comportamentos no mercado, sob pena de se comprometer seriamente o funcionamento do sector financeiro devido às características únicas de interligação sistémica que este apresenta –<sup>29</sup> *distinquir analiticamente entre os dois planos conceptuais correspondentes à regulação e supervisão financeira, reconhecendo o papel primacial do segundo desses planos.*

Nos termos claros e peremptórios em que esta clarificação concetual é formulada por Rosa Lastra e Luis Garicano – e que aqui acompanhamos – *“the terms supervision and regulation are conceptually different, even though many commentators use them interchangeably”*.<sup>30</sup>

Acresce que essa distinção concetual se encontra também refletida na arquitectura institucional supranacional progressivamente construída na UE para a regulação e supervisão de sectores financeiros cada vez mais integrados dos Estados Membros (embora sujeitos mais recentemente a novos riscos de fragmentação, invertendo o processo anterior de integração, devido à espiral perversa da combinação da crise bancária com a crise das dívidas públicas soberanas, em moldes que não temos aqui espaço para aprofundar<sup>31</sup>).

Na verdade, a *supervisão financeira* – reporta-se à fiscalização e escrutínio numa base permanente de instituições financeiras e à verificação em concreto da efetiva observância (*enforcement*) de regras de enquadramento do exercício das suas atividades, em função de parâmetros pré-estabelecidos em ordem,

27 Cfr. Goodhart, 2010: 153.

28 Cfr. a esse propósito as observações de Rosa Lastra em Lastra & Garicano, 2012: 72 ss.

29 Sobre essas características únicas de *interdependência sistémica* das atividades dos vários operadores e subsectores do *sector financeiro*, sem paralelo noutros sectores económicos, cfr., *inter alia*, Dombret & Lucius, 2013.

30 Cfr. essa análise e clarificação em Lastra & Garicano, 2012: 73 ss.

31 Para um aprofundamento dessa matéria que está na base do lançamento do projeto da denominada união bancária europeia, cfr., por todos, Véron, 2012; Lastra & Buchheit, 2014.

entre outros aspetos, a assegurar – também numa base continuada (essencial para manter certos níveis mínimos de confiança em que assenta todo o funcionamento do sector financeiro) – garantias de equilíbrio financeiro dessas instituições; podendo, de resto, a determinados níveis, alguns desses parâmetros técnicos ser ajustados em função dos indicadores recolhidos com base naquele escrutínio permanente das instituições financeiras.

A *regulação financeira*, por seu turno, reporta-se, no essencial, à elaboração daquelas regras de enquadramento (o chamado *rulemaking*) e em muitos espaços económicos, como no espaço de integração da UE, vem-se observando ao longo dos últimos anos uma *fundamental disparidade* entre os *graus de integração* verificados, por um lado, no *plano dessa regulação financeira* e, por outro lado, no *plano da supervisão financeira* (o que evidencia igualmente, como acima se aflora, a *distinção conceptual* entre estas duas realidades, com múltiplos corolários ao nível da *organização institucional de funções de regulação e supervisão do sector financeiro*<sup>32</sup>).

Com efeito, na sequência da crise internacional do sector financeiro e das reações regulatórias aos verdadeiros movimentos tectónicos desencadeados por essa crise,<sup>33</sup> registaram-se avanços quase federais na harmonização da *regulação* não verdadeiramente acompanhados no plano da *supervisão* (ou que só mais recentemente vieram a ser acompanhados, e em termos mais limitados, nesse plano, no que respeita ao subsector bancário do sistema financeiro, no quadro do projeto da denominada *União Bancária Europeia* lançado no final do primeiro semestre de 2012<sup>34</sup>).

**6.3.2.** Na UE a arquitetura da supervisão financeira era, até às reformas emergentes do Relatório Larosière<sup>35</sup> – aprovadas, na sua parte essencial, em setembro de 2010 – caracterizada por três princípios essenciais: (i) descentralização, (ii) cooperação e (iii) segmentação, os quais se encontravam subjacentes à chamada estrutura Lamfalussy (por referência ao anterior

32 Nível da *organização institucional* de funções regulatórias *lato sensu* que corresponde ao plano essencialmente convocado pela LQAR de que aqui nos ocupamos, nos termos desde logo delineados na parte preambular desta nossa análise, *supra*, pontos 1. e 2.

33 Sobre essas reações regulatórias, seus contornos e alcance, cfr., em geral, Bruno, 2009.

34 Sobre o projeto da União Bancária Europeia cfr., uma vez mais, Véron, 2012; Capriglione, 2013; Ferrarini & Chiarella, 2013.

35 Sobre o Relatório Larosière e o seu impacto em termos de reformas europeias de regulação financeira, cfr. *inter alia*, Onado, 2010.

Relatório de Peritos que influenciou opções prévias de regulação do sector financeiro na UE<sup>36</sup>).

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

Contrariamente ao que se pudesse pensar ‘*prima facie*’, a reforma aprovada em setembro de 2010, com origem no Relatório Larosière, não traduziu uma rutura com esses três princípios de (i) descentralização, (ii) cooperação e (iii) segmentação. Marcou ‘apenas’ uma *atenuação* desses princípios, no quadro de um processo de transição, que deverá ainda conhecer outros passos ulteriores (os quais provavelmente se virão a afastar mais, então, desses princípios ordenadores).

Essencialmente, *esta reforma europeia de final de 2010 da arquitectura global de regulação e supervisão financeira* – reforma importante, mas limitada, desde logo por visar o aprofundamento de uma regulação financeira de base supranacional (a ‘*single rulebook*’ europeu),<sup>37</sup> mas deixando a parcela essencial da supervisão financeira ainda, em larga medida, numa esfera nacional, ainda que crescentemente sujeita a coordenação europeia e com exigências acrescidas quanto ao estatuto dos supervisores nacionais integrados na arquitetura europeia – *apresenta dois pilares*.

**6.3.3.** *Num primeiro plano, o pilar correspondente à criação do Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS)*. Trata-se da nova entidade responsável pela superintendência dos riscos macroprudenciais do sistema financeiro na UE, que resultem de desenvolvimentos dentro do próprio sistema evitando crises generalizadas. Tal implica tarefas operacionais de identificar e alinhar riscos

<sup>36</sup> Sobre o Relatório Lamfalussy e a estrutura ou arquitetura europeia de regulação financeira que este influenciou, cfr., em geral, Charher, 2005.

<sup>37</sup> Sobre a ideia de ‘*single rulebook*’ europeu no domínio da regulação do sector financeiro, sucedendo a uma abordagem essencialmente assente em harmonização, com descontinuidades e margem para algumas diferenças entre normativos nacionais, cfr., por todos, Black, 2012.

sistémicos de acordo com a sua prioridade e emitir *avisos* quando esses riscos sejam considerados significativos – bem como emitir *recomendações de ação* para responder a esses riscos e monitorizar as ações decorrentes desses *avisos* ou *recomendações* ou, pelo contrário, as omissões registadas.

A ideia de fundo – aqui muito simplificada (*‘brevitatis causae’*) – desta supervisão macroprudencial de riscos sistémicos traduz-se no facto de que, diversamente do que se pensava antes da crise 2007-2009, pode existir um controlo razoável e aparentemente eficaz dos riscos das instituições financeiras individualmente consideradas (microsupervisão prudencial) e, ainda assim, a soma de várias disfunções ou problemas que tomados isoladamente não parecem muito importantes, ser suscetível de perturbar no seu conjunto o funcionamento do sistema financeiro ou de partes importantes desse sistema.<sup>38</sup>

Não temos aqui espaço para entrar nos pormenores institucionais, mas a organização desta entidade inclui membros com direito de voto – presidente do BCE, Governadores dos bancos centrais do Sistema Europeu de Bancos Centrais, um membro da Comissão e Presidentes das novas Autoridades Europeias de Supervisão (que vamos referir já de seguida); inclui também membros sem direito de voto, compreendendo um representante de alto nível por Estado Membro das autoridades nacionais de supervisão. Pode, por um lado, compreender-se a natureza organicamente compósita da nova entidade, mas podem, por outro lado, suscitar-se dúvidas sobre a efetiva aptidão funcional dessa Entidade para actuar, como se pretendia no Relatório Larosièrre como uma espécie de “*Early Warning Mechanism*”, com o seu elevado número de membros, exercendo funções rotativamente.

Tal poderá não ser conducente a um processo decisório eficiente, quer no plano consultivo, quer no sentido de decidir em tempo oportuno ações efetivas se forem necessárias. Aproximar-se-á mais, em certo sentido, de uma espécie de *forum* que pode levar a um nível qualitativamente superior de cooperação orientada para preocupações de macrossupervisão, mas não responderá aos problemas sistémicos em causa. Vai colocar-se aqui um problema central de fluxo de informação entre os planos da macrossupervisão prudencial e da microsupervisão prudencial – o CERS tem de transmitir em permanência às Autoridades europeias de supervisão as informações que tenha sobre riscos globais/sistémicos – num processo que é por seu turno alimentado pela transmissão oportuna, e em grau suficiente, de informação por estas autoridades

---

38 Sobre esta perspectiva inerente à supervisão macroprudencial cfr., *inter alia*, Green, 2012.

européia de supervisão e pelas autoridades nacionais ao CERS. Para além disso, pedidos sobre instituições financeiras individuais só podem ser satisfeitos se o CERS apresentar justificação e desde que o destinatário do pedido tenha legalmente acesso aos dados em apreço.

Esta interação entre supervisão macroprudencial e supervisão microprudencial, em que a primeira está grandemente dependente dos poderes efetivos de supervisão das autoridades integrantes desta segunda esfera de supervisão sobre instituições individuais ou grupos de instituições financeiras, não apresenta, pois, contornos completamente evidentes. Poderá apresentar no futuro diversos problemas de eficiência e tensões.<sup>39</sup>

Não existe aqui, contudo, espaço para aprofundar esses aspetos de tal *primeiro pilar da nova arquitetura global europeia de regulação e supervisão financeira*, o que exigiria uma análise *'ex professo'* que não cabe nos objetivos deste excursus.<sup>40</sup>

Para os efeitos mais limitados da nossa análise, na parte que se reporta às *especificidades do plano da supervisão financeira face à regulação financeira stricto sensu* (e à *regulação económica em geral*), impõe-se, sobretudo, destacar alguns aspetos particulares que decorrem desta reforma de 2010 da arquitectura europeia de regulação e supervisão financeira.

Trata-se de aspetos evidenciando tais *especificidades* em termos que reclamam um *tratamento qualitativamente diferenciado das autoridades de supervisão financeira*, o qual:

(i) situe essas autoridades com responsabilidades sectoriais nos três subsectores do sistema financeiro (BP, CMVM e ISP) sistematicamente no mesmo patamar,

e, por outro lado,

(ii) as coloque num patamar com exigências de autonomia superiores às da generalidade das autoridades de regulação económica cobertas pela LQAR.

Assim, a esse propósito e neste contexto, *duas notas sintéticas se impõem*.

Em primeiro lugar, em relação ao *pilar supra* mencionado, referente a um *sistema de controlo de risco sistémico do sector financeiro* no quadro da reforma de 2010 da arquitectura europeia de regulação e supervisão financeira, impõe-se

39 Sobre a interação complexa entre as esferas de supervisão macroprudencial e microprudencial, cfr., *inter alia*, Papathanassiou, 2012.

40 Sem prejuízo de nos propormos retornar a um estudo *'ex professo'* desse tema que corresponde a uma linha de investigação que vimos prosseguindo cfr., para uma perspectiva geral sobre este pilar da nova arquitetura financeira na UE, e também em termos comparados, Lim, Krznar, Lipinsky, Otani & Wu, 2013.

salientar as novas exigências – com impulso supranacional da UE – de desenvolvimento de supervisão macroprudencial, orientadas para o controlo do risco sistémico. Estas, por seu turno, encontram-se largamente dependentes de competências de supervisão no plano nacional, exigindo qualitativamente uma decisiva e fundamental autonomia dos supervisores nacionais que participem conjuntamente nessa missão de controlo de risco sistémico. Esses requisitos conduziram, de resto, em Portugal à recente reforma do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, nos termos já referenciados *supra*, ponto 6.1., através do Decreto-Lei n.º 143/2013 (e que retomaremos, de seguida, no ponto 7).

Em segundo lugar, não obstante os avanços registados no sentido de uma *regulação financeira* mais integrada na UE, com utilização do instrumento normativo do Regulamento neste domínio, por forma a assegurar uma matriz regulatória realmente uniformizada e ultrapassando as insuficiências ou descontinuidades de uma malha regulatória apenas harmonizada entre os vários Estados Membros,<sup>41</sup> as competências de *supervisão financeira* permanecem largamente nacionais, denotando a existência de uma esfera própria, distinta, de intervenção regulatória *lato sensu* – uma esfera específica, permanecendo predominantemente sedeada a nível nacional, com exceção dos desenvolvimentos normativos ainda em curso em relação a certas áreas da supervisão bancária cobrindo os maiores grupos bancários com a criação do *Mecanismo Único de Supervisão*.

Trata-se da esfera específica de intervenção regulatória pública ordenadora do sector financeiro que vimos caracterizando e configurando a partir do seu traço mais saliente de apresentar uma *dimensão dominante* de *supervisão financeira*, sobrelevando a *dimensão de regulação financeira (stricto sensu)* e levando a que as *autoridades nacionais de supervisão* situadas nesse plano se devam distinguir da generalidade das autoridades reguladoras autónomas caracterizadas pelo predomínio de uma dimensão de regulação *stricto sensu*.

**6.3.4.** Num segundo plano, na arquitetura global europeia de regulação e supervisão financeira emergente das reformas de final de 2010 encontra-se em causa o pilar correspondente ao Sistema Europeu de Supervisores Financeiros.

Trata-se de sistema em rede, constituído pelos supervisores financeiros nacionais e pelas três novas Autoridades Europeias de Supervisão, a que

---

41 Sobre o alcance dessa mutação, cfr., *inter alia*, Bini Smaghi, 2009; Wymeersch, 2010.



acresce um Comité conjunto dessas Autoridades. É certo que, como acima observamos, as autoridades nacionais de supervisão mantêm a responsabilidade corrente da supervisão financeira (o ‘dia a dia’ da supervisão) na UE, mas as novas Autoridades Europeias, além de assumirem e continuarem as funções dos atuais comités de supervisores financeiros, recebem responsabilidades adicionais, sobretudo alguns poderes vinculativos em comparação com funções essencialmente consultivas e de aconselhamento dos anteriores comités especializados.

Nas Autoridades Europeias em causa, ainda segmentadas pelos principais subsectores do sistema financeiro compreendem-se a Autoridade Bancária Europeia (EBA), a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) e a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (EIOPA).<sup>42</sup> Em geral – e simplificando muito os aspetos em causa – estas Autoridades Europeias podem emitir orientações e recomendações com vista a estabelecer práticas consistentes efetivas e eficientes dentro do sistema europeu de supervisores financeiros e a assegurar aplicação mais uniforme dos normativos de regulação financeira da UE. Também têm um papel no funcionamento dos Colégios de Supervisores Nacionais, monitorizando o funcionamento dos Colégios e assegurando que se obtém dos vários supervisores toda a informação necessária. Na prática e sem equacionarmos aqui em termos pormenorizados, técnico-jurídicos, os tipos de poderes formalmente exercidos, estas Autoridades Europeias podem, no âmbito de um *papel geral – agora reforçado – de coordenação*, desenvolver, em função do que se revele necessário, verdadeiros procedimentos de mediação (*lato sensu*) entre supervisores (a pedido destes ou por sua iniciativa).

De destacar – ainda sem entrar numa análise jurídica na especialidade neste domínio – que estas Autoridades Europeias podem, em certos casos específicos, exercer poderes juridicamente vinculativos em relação às autoridades nacionais de regulação e supervisão financeira (*maxime* no que diz respeito à obtenção coerciva de informação) e outros poderes jurídicos vinculativos próprios – *sem passar pela intervenção da Comissão* – o que suscita, de resto, potenciais questões jurídicas à luz da denominada *doutrina Meroni*, de acordo com a qual se deveriam considerar limitados os tipos de atribuição e delegação de poderes a conferir a agências ou organismos europeus não

---

42 Sobre estas três novas Autoridades Europeias cfr., por todos, Wymeersch, 2011.

previstos nos Tratados<sup>43</sup> (questões apreciadas recentemente, em moldes que contribuirão para importantes evoluções nessa discussão com verdadeiros contornos constitucionais, pelo TJUE no seu acórdão “*Reino Unido/Parlamento e Conselho*”, de 22 de janeiro de 2014<sup>44</sup>).

Uma vez mais, para os efeitos específicos da nossa análise, interessa aqui destacar a propósito deste *segundo pilar* da *arquitetura europeia de regulação e supervisão financeira emergente das reformas de final de 2010* (pós-Relatório Larosière) que este representou uma solução compromissória, com as novas Autoridades Europeias (EBA, EIOPA e ESMA) a emergirem do processo como verdadeiras *entidades híbridas* (o que se reflete desde logo, como assinala Wymeersch,<sup>45</sup> na sua designação como “*Autoridades*” e não meramente como “*Agências Europeias*”, numa qualificação jurídica claramente orientada para robustecer o seu estatuto jurídico).

Referimo-nos aqui a entidades híbridas, porquanto envolvem certos *traços intergovernamentais* (com os membros dos conselhos dos supervisores nacionais a preencheres os conselhos de supervisores destas Autoridades Europeias) e, em paralelo, *diversos traços supranacionais* (no que respeita ao seu financiamento, escrutínio e poderes).<sup>46</sup>

Em contrapartida, esse carácter híbrido não obsta a que estas Autoridades Europeias tenham sido claramente concebidas como entidades em relação às quais se requer e salvaguardam *atributos nucleares* de *independência e imparcialidade* e, por seu turno, a mesma construção institucional híbrida que as articula estreitamente com as autoridades de supervisão nacionais, nos moldes acima afluídos, faz com que deste pilar da arquitetura europeia renovada de regulação e supervisão financeira (pós-Larosière) se deva retirar a *comunicabilidade* desses *atributos de independência reforçada* àquelas autoridades de supervisão financeira nacionais (em moldes dificilmente compatibilizáveis com a sua inclusão no perímetro normativo da LQAR, aplicável à generalidades das autoridades de regulação económica e que consente, como já

---

43 Sobre a doutrina *Meroni* e a sua aplicação em relação ao processo de criação das novas autoridades europeias no domínio da regulação e supervisão financeira, cfr, em especial, Chamon, 2011 e Chiti & Teixeira, 2013.

44 Reportamo-nos ao acórdão acórdão “*Reino Unido/Parlamento e Conselho*”, de 22 de janeiro de 2014, proferido no processo C-270/12.

45 Cfr. a este propósito Wymeersch, 2011.

46 Cfr. também a este respeito, Ferran, 2012: 48 ss.

observámos *supra*, pontos 4. e 5. diversas limitações apreciáveis à autonomia dessas autoridades<sup>47</sup>).

## 7. O CASO PARTICULAR DO SECTOR FINANCEIRO NA UE EM PORTUGAL – COROLÁRIOS DESSA PARTICULARIDADE TERMOS DE ENQUADRAMENTO DO SECTOR FINANCEIRO NO ORDENAMENTO PORTUGUÊS E PROBLEMAS DAÍ DECORRENTES IDENTIFICADOS NA LQAR

**7.1.** À luz das evoluções acima expostas da arquitectura europeia de regulação e supervisão financeira pós-Larosière, importa ter em consideração que o direito da UE neste domínio vem crescentemente impondo um *estatuto de autonomia reforçada das autoridades nacionais de supervisão financeira* dos Estados Membros (ou *independência*, se nos ativermos aqui a uma terminologia predominantemente utilizada pelos administrativistas).

Esse estatuto decorria já de múltiplas diretivas sectoriais cobrindo os vários subsectores do sistema financeiro (*banca, seguros e fundos de pensões e mercado de capitais*), progressivamente liberalizados e reflexamente sujeitos a um crescente nível de regulação europeia supranacional bem como de coordenação europeia integrada das supervisões nacionais ligadas em rede, como vinha sendo acentuado na melhor doutrina neste domínio (e em termos que aqui não desenvolvemos ‘*ex professo*’).<sup>48</sup>

O que se impõe aqui acentuar, para efeitos desta nossa sucinta reflexão crítica sobre a matéria, é que essas *exigências de autonomia reforçada* conheceram

47 No mínimo, esses *requisitos particulares de autonomia reforçada* para os supervisores financeiros nacionais decorrentes do ordenamento da UE implicarão, em função da sua inserção no denominado pilar do *Sistema Europeu de Supervisores Financeiros* (nos moldes *supra* referenciados), e mesmo no caso de uma sua desaconselhável sujeição formal à LQAR, uma utilização máxima da flexibilidade deste regime e até que se extraíam corolários do facto de este não corresponder a uma verdadeira lei de valor reforçado, para aprovar estatutos da CMVM e do ISP com contornos específicos de autonomia reforçada, que se afastem claramente das áreas de condicionamento governamental das autoridades de regulação económica contempladas na LQAR (trazendo também nesse contexto normativo à colação, como já referimos *supra* ponto 1.2., a ressalva estabelecida no n.º 2 do artigo 2.º da LQAR contemplando a especificidade de estatutos de certas autoridades no sentido de consentir desvios ao respetivo regime, traduzindo certamente graus reforçados de autonomia).

48 Sobre essa perspetiva, ilustrando esses *requisitos de autonomia reforçada dos supervisores financeiros nacionais* nos Estados Membros da UE progressivamente decorrentes das diretivas sectoriais que construíram o mercado único de serviços financeiros e uma base supranacional para a sua regulação e coordenação da respetiva supervisão, cfr., em geral, uma vez mais, Ferran, 2012; para essa perspetiva, a respeito especificamente do subsector segurador e de fundos de pensões, cfr. Morais, 2001: 201 ss; cfr. ainda Lannoo, 2008.

um verdadeiro *salto qualitativo* com a transição para o *Sistema Europeu de Supervisores Financeiros* – operando, como observámos *supra*, em rede e integrando os supervisores financeiros nacionais e as três novas Autoridades Europeias de Supervisão pós-Relatório Larosière.

Concentrando-nos aqui especificamente nos *subsectores segurador e de fundos de pensões e de mercados de capitais*, cujas autoridades de supervisão em Portugal ficaram cobertas pelo perímetro da LQAR – *com tratamento distinto em relação ao supervisor bancário (Banco de Portugal)* e, sem prejuízo, bem entendido, de este exercer cumulativamente outras funções, designadamente no plano monetário e traduzidas na sua integração no sistema europeu de bancos centrais – é inquestionável que quer os estatutos da Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (EIOPA),<sup>49</sup> quer os estatutos da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários (ESMA),<sup>50</sup> aprovados, respetivamente, pelos Regulamentos UE N.º 1094/2010 e N.º 1095/2010, estabelecem uma autonomia reforçada (ou independência) destas Autoridades Europeias.

Ora, atendendo à tessitura complexa e intensa de *interações* entre estas Autoridades Europeias e as autoridades nacionais de supervisão que com as mesmas integram o Sistema Europeu de Supervisores Financeiros, verifica-se claramente uma *comunicabilidade* dessas *exigências de autonomia reforçada* (ou independência) em relação ao estatuto das autoridades nacionais de supervisão dos Estados Membros sob pena de incoerência ou disfunção de todo esse Sistema Europeu.

Esses corolários jurídicos essenciais decorrentes da mutação qualitativa e aprofundamento de uma verdadeira arquitetura europeia de supervisão financeira pós-Larosière – e deixando ainda aqui de fora os desenvolvimentos mais recentes de criação do denominado *Mecanismo Único de Supervisão* ao nível do subsector bancário –<sup>51</sup> mostram-se, assim, muito dificilmente compatibilizáveis, em termos jurídico-económicos, com a sujeição de autoridades de supervisão dos subsectores segurador e de fundos de pensões (ISP) e de mercado

49 Cfr. Regulamento UE N.º 1094/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010, JOCE N.º L 331/48, de 15.12.2010. *Vd. aí*, em especial, a propósito da autonomia reforçada (ou independência) desta Autoridade, os artigos 1.º (*in fine*), 3.º, 8.º, 9.º, 42.º, 46.º e 49.º do Regulamento.

50 Cfr. Regulamento UE N.º 1095/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010, JOCE N.º L 331/84, de 15.12.2010. *Vd. aí*, em especial, a propósito da autonomia reforçada (ou independência) desta Autoridade, os artigos 1.º (*in fine*), 3.º, 8.º, 9.º, 42.º, 46.º, 48.º, 49.º e 52.º do Regulamento.

51 Cfr. a esse respeito o novo regime aprovado pelo Regulamento UE N.º 1024/2013 do Conselho, de 15 de outubro de 2013, JOCE, n.º L 287/63, 29.10.2013.

de capitais (CMVM) ao regime da LQAR, tendo presente os níveis ou graus de condicionamento ou limitação da autonomia das autoridades de regulação que o mesmo consente (e que já ilustrámos especialmente *supra*, ponto 5.).

No limite, mas não sendo essa uma solução jurídica ótima, haveria que retirar todas as consequências normativas do facto de a LQAR não constituir uma lei de valor reforçado e de se mostrar nesse contexto eminentemente flexível – como também destacámos *supra*, em especial no ponto 1. – para, no quadro de alterações estatutárias daquelas autoridades de supervisão financeira (ISP e CMVM), os respectivos estatutos contemplarem soluções diversas, de *autonomia reforçada*, em grau mais intenso do que o contemplado na LQAR – designadamente, mas não só, no que respeita a aspetos estatuidos nos artigos 41.º, 42.º ou 45.º da LQAR (*supra* comentados, ponto 5.) – e não implicando em termos qualitativos uma redução dos graus de autonomia que haviam sido contemplados nos estatutos do ISP aprovados pelo Decreto-Lei n.º 289/2001, de 13 de novembro, e nos estatutos da CMVM aprovados pelo Decreto-Lei n.º 473/99, de 8 de novembro com as alterações introduzidas em 2000, 2003 e 2008<sup>52</sup> (estatutos vigentes antes da aprovação da LQAR).

Trata-se, em síntese – e como já afluámos logo na parte inicial desta nossa análise – de retirar corolários da grande flexibilidade interpretativa na leitura e aplicação da LQAR – em função da sua não caracterização como lei de valor reforçado e da sua ‘fraca’ parametricidade normativa – para efeitos da latitude (substantiva) a contemplar quanto aos estatutos das autoridades reguladoras nominalmente cobertas pela LQAR. Acresce que, não obstante se admita mesmo a propósito de *leis sem esses contornos de valor reforçado*, um possível elemento de ‘*indirizzio politico*’ resultante do exercício de competência legislativa parlamentar em concorrência com o exercício subsequente de competência legislativa concorrente por parte do Governo – que possa tender a condicionar em alguma medida tal intervenção legislativa ulterior do Governo, –<sup>53</sup> neste caso importa atender a outro elemento (que milita no sentido da latitude da intervenção legislativa ulterior do Governo ao aprovar estatutos de autoridades reguladoras e de supervisão). Reportamo-nos ao facto de as *exigências de autonomia reforçada das autoridades nacionais de supervisão*

52 Reportamo-nos aqui a alterações introduzidas estatutárias introduzidas *ex vi* do Decreto-Lei n.º 232/2000, de 25 de setembro, do Decreto-Lei n.º 183/2003, de 19 de agosto, e do Decreto-Lei n.º 169/2008, de 26 de agosto.

53 Sobre este tipo de aspetos e ponderações na doutrina constitucional cfr., uma vez mais, Gomes Canotilho, 2003: 655 ss.

*financeira* resultarem, *nos termos expostos nos pontos precedentes*, do ordenamento da UE, e de tal justificar a ponderação do disposto no n.º 2 do artigo 2.º da LQAR para efeitos de se consentir normativamente a aprovação de estatutos dessas autoridades que “*reflitam essa especificidade*”.

**7.2.** Em paralelo, as recentes evoluções aqui equacionadas da arquitetura europeia de regulação e supervisão financeira pós-Larosière cruzam-se no caso português com o modelo global de supervisão financeira acolhido em Portugal e as suas exigências intrínsecas de coerência sistémica.

Como é sabido, o Relatório Larosière deixou em aberto a evolução ulterior para modelos de supervisão distintos do tradicional modelo de supervisão de base sectorial tripartida. Contudo, tomou ainda como referência esse modelo mais tradicional, originando decisões políticas e opções normativas de criação de Autoridades Europeias nessa base sectorial, tripartida.<sup>54</sup> Assim, estas mutações impulsionadas pela UE não tiveram impacto directo sobre o modelo de supervisão acolhido em Portugal, que se aproxima de tal modelo tripartido (sectorial), embora com um carácter híbrido ou *sui generis*, pois integra uma componente complementar dirigida à *articulação e coordenação* das *autoridades sectoriais de supervisão financeira* através da figura, já referida, do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF).

Tais mutações tiveram, em contrapartida, um impacto indirecto sobre o referido modelo nacional de supervisão financeira. Esse impacto resultou de uma *dimensão qualitativamente nova* introduzida na arquitetura europeia de supervisão na sequência da crise financeira internacional e que se traduziu num específico *controlo do risco sistémico* no sector financeiro através de um *pilar de supervisão macroprudencial* (a conjugar com o pilar tradicional da *supervisão microprudencial*, nos moldes que já referimos *supra*, pontos 6.1. e esp. 6.3.3.).

Ora, como também já aflorámos (*supra*, 6.1.), esse novo pilar de supervisão macroprudencial determinou especificamente uma alteração no regime do CNSF, introduzida ‘*ex vi*’ do Decreto-Lei n.º 143/2013, de 18 de outubro, já cit., e dirigida ao reforço da coordenação das três autoridades sectoriais de supervisão financeira, contemplando nesse processo uma ampliação das funções do CNSF, *maxime* em sede de funções consultivas para com o Banco de Portugal, reconhecido como “*autoridade macroprudencial nacional, no*

---

54 Para essa perspectiva cfr, em geral, uma vez mais, Onado, 2010.

*contexto da definição e execução da política macroprudencial para o sistema financeira nacional*” (cfr. n.º 1 do artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 228/2000, cit., tal como alterado pelo Decreto-Lei n.º 143/2013).

Em rigor, a criação de competências de supervisão macroprudencial no plano nacional – imposta pelos novos normativos da UE – envolveu, no que ao CNSF respeita, quer (i) uma *nova função consultiva* a ser exercida em relação à sede institucional de referência de tal supervisão, baseada no Banco de Portugal, mas não se esgotando materialmente aí, quer (ii) *funções reforçadas de coordenação* dos supervisores financeiros nacionais. Estas envolvem o reforço de mecanismos de “*troca de informação entre as autoridades de supervisão*” e de outras articulações funcionais dirigidas a uma “*análise e avaliação adequadas e atempadas dos riscos e das interdependências do sistema financeiro*” (ênfase acrescentada) (cfr. n.º 4 do artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 228/2000, cit., tal como alterado pelo Decreto-Lei n.º 143/2013, envolvendo matérias autonomizadas nessa disposição e distintas das “*funções consultivas para com a autoridade macroprudencial nacional*” atribuídas ao CNSF e especificamente previstas no n.º 3 desse artigo 2.º). Trata-se de domínio em que se impõem ainda, em nosso entender, desenvolvimentos futuros com vista a uma *apreciável intensificação da coordenação entre supervisores financeiros nacionais* (problema complexo que não cabe aqui desenvolver ‘*ex professo*’ e a que nos propomos regressar noutros estudos complementares).

Sucede que neste contexto se devem ter presentes os contornos e exigências associados à *nova função de supervisão macroprudencial* e que, indiscutivelmente, se devem repercutir seja em esferas de apoio consultivo à mesma, seja em esferas respeitantes a trocas de informação e coordenação de atuações de supervisão microprudencial que suportem aquela função primordial de controlo de risco sistémico. Essas exigências associadas a tal função traduzem-se numa componente apreciável de independência ou autonomia reforçada, que se farão sentir em relação às autoridades que centralizem a supervisão macroprudencial e em relação a autoridades que sustentem as ações conduzidas por essas autoridades (e participem, mesmo que indiretamente, no exercício da mesma).

A esse respeito, a doutrina mais autorizada que se vem pronunciado a nível internacional – especialmente da UE – sobre a criação e desenvolvimento das funções de supervisão macroprudencial tem vincado, como sucede *v.g.* com Charles Goodhart, a decisiva importância dos atributos – estatutariamente garantidos – de independência para a condução das políticas de supervisão macroprudencial, fazendo aqui um paralelo com a independência conferida

a bancos centrais para a condução de políticas monetárias (em termos não submetidos a condicionamentos ou interferências políticas conjunturais).<sup>55</sup>

Compreende-se que assim suceda. Na verdade, uma parte importante das tarefas compreendidas na supervisão macroprudencial implica a ponderação de alertas que devam – *ou não* – ser publicitados, com vista a divulgar *em tempo oportuno* riscos financeiros que possam ganhar componente e impacto sistémicos, ponderando ao mesmo tempo os efeitos diversos, de curto prazo, de desestabilização do sector financeiro e da própria economia em geral que possam advir da publicitação desse tipo de alertas. Também essa delicada ponderação, estribada numa avaliação técnica, a par e passo, de múltiplos indicadores de riscos sistémicos e suas evoluções (indicadores presentemente em construção<sup>56</sup>) exige a aptidão para resistir a pressões ou condicionamentos conjunturais, de curto prazo, que se manifestarão predominantemente no sentido da não publicitação de alertas referentes a determinados riscos. Essa aptidão exige, por seu turno, um grau reforçado de autonomia para as autoridades que participem direta *ou indiretamente* nas funções de supervisão macroprudencial.

No caso Português, e de resto em cumprimento da decisiva Recomendação do Comité Europeu de Risco Sistémico (Recomendação CERS/2011/3)<sup>57</sup> visando delinear um *verdadeiro mandato macroprudencial para as autoridades nacionais de supervisão financeira*, não só foram atribuídas responsabilidades centrais ao Banco de Portugal neste domínio,<sup>58</sup> como foram associadas a essas

55 Cfr., a esse respeito, a análise delineada em Goodhart, 2011.

56 Sobre a construção deste tipo de indicadores de risco sistémico cfr. Acharya, Pedersen, Philippon & Richardson, 2010; cfr. também Goodhart, 2011.

57 Reportamo-nos aqui à Recomendação do Comité Europeu do Risco Sistémico, de 22 de dezembro de 2011, “*relativa ao mandato macroprudencial das autoridades nacionais*”, CERS/2011/3, JOCE N.º C 41/1, de 14.2.2012. Nessa fundamental Recomendação do CERS temos aqui especialmente presente a *Recomendação B – Dispositivos Institucionais, N.º 1 e 2*, prevendo respetivamente que os Estados Membros: “1. *Designem na legislação nacional a autoridade responsável pela execução da política macroprudencial, quer na configuração de instituição única, quer na de um conselho composto pelas autoridades cujos atos tenham impacto significativo na estabilidade financeira. A legislação nacional deverá especificar o processo de tomada de decisão do órgão diretivo da autoridade macroprudencial;* 2. *Quando seja designada como autoridade macroprudencial uma instituição única, estabeleçam mecanismos de cooperação entre todas as autoridades cujos atos tenham impacto significativo na estabilidade financeira, sem prejuízo dos respetivos mandatos.*”

58 Essas responsabilidades foram formalmente reconhecidas e consagradas através da alteração à Lei Orgânica do Banco de Portugal aprovada *ex vi* do DL n.º 142/2013, de 18 de outubro. Como se refere no Preâmbulo deste diploma legal, pretendeu-se através do mesmo “(...) adaptar a Lei Orgânica do Banco de Portugal em conformidade com as recentes orientações emitidas pelo Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS) através da Recomendação relativa ao mandato macroprudencial das autoridades



responsabilidades e a esse mandato, construído de raiz no plano da UE, as autoridades nacionais congregadas no CNSF. Tal pressupõe a aplicação às mesmas – no âmbito do exercício das novas funções de macrossupervisão prudencial – de um regime de autonomia reforçada (ou independência), consentâneo com esse tipo de supervisão. Nessa linha normativa – baseada na referida Recomendação CERS/2011/3 do Comité Europeu do Risco Sistémico – se insere a alteração recente, de finais de 2013, do regime do CNSF, através do Decreto-Lei n.º 143/2013 (já referenciada e caracterizada). Sucede que, como acima também já aflorámos, esse ajustamento do regime do CNSF, exigido por impulso da UE, é normativa e sistemicamente contraditório ou inconsistente com a sujeição geral de alguns dos supervisores financeiros nacionais chamados a participar na função de supervisão macroprudencial (ISP e CMVM) ao regime da LQAR (com o tipo de condicionamentos ou limitações à autonomia das autoridades de regulação que este consente).

Esses supervisores financeiros nacionais devem, tanto quanto possível, situar-se num plano de paridade, em termos de graus de autonomia, com a autoridade de supervisão que assume centralmente a qualidade de “*autoridade macroprudencial nacional*” (o Banco de Portugal), sob pena de disfunções ou desequilíbrios no exercício de um mandato global de controlo de risco sistémico que tem origem na UE (e em iniciativas do Comité Europeu de Risco Sistémico) e é confiado e exigido aos Estados Membros e às autoridades de supervisão financeira nacional que estes chamarem a participar de alguma forma nesse mandato.

Em rigor, deve aliás reconhecer-se que, face à configuração do modelo nacional de supervisão financeira desde 2000 – com as exigências requeridas pela *supervisão* que se projetam para além da mera *regulação económica em sentido estrito* – envolvendo a componente híbrida do CNSF, resultaria já como

---

nacionais (CERS/2011/3), que impõe a todos os Estados Membros a indicação expressa da autoridade responsável pela execução da política macroprudencial, a qual deve exercer funções de identificação, acompanhamento e avaliação dos riscos para a estabilidade financeira e, ainda, de execução das políticas tendentes à consecução desse objetivo, mediante medidas de prevenção e mitigação dos correspondentes riscos. Atendendo a que a Lei Orgânica do Banco de Portugal atribui expressamente a esta autoridade a responsabilidade de “*velar pela estabilidade do sistema financeiro nacional*”, verifica-se que as funções de autoridade macroprudencial nacional já são atualmente exercidas pelo Banco de Portugal, visando assim o presente diploma dar cumprimento às recomendações do CERS mediante a atribuição explícita ao Banco de Portugal das funções de definição e condução da política macroprudencial, com o objetivo de conferir certeza jurídica a este regime e eliminar quaisquer dúvidas interpretativas.” (ênfase acrescentada) Cfr. em especial a este propósito a nova redação dos artigos 12.º, als. c) e d) e do artigo 16.º-A da Lei Orgânica do Banco de Portugal decorrente do acima referido DL n.º 142/2013.

corolário desse modelo, mesmo antes das alterações de 2013, uma tendencial equiparação do grau de autonomia estatutária atribuída aos membros desse CNSF.

No entanto, a reforma do CNSF introduzida pelo Decreto-Lei n.º 143/2013 veio reforçar ainda mais essas exigências de relativa equiparação da autonomia dos membros daquele CNSF, com repercussões neste caso para o ISP e a CMCM, em função das especiais exigências do mandato europeu de supervisão macroprudencial para o qual estes, como acima observámos, são chamados a contribuir. Deve, além disso, notar-se que, sendo essas exigências reforçadas de especial autonomia consagradas no ordenamento nacional já após a aprovação da LQAR, *ex vi* do referido Decreto-Lei n.º 143/2013, devem também ser retirados consequências normativas dessa *sucessão de regimes*.

Estas deveriam traduzir-se prioritariamente num ajustamento normativo que situasse as *autoridades de supervisão financeira* fora do perímetro da LQAR ou, subsidiariamente – conquanto como solução menos coerente – na aprovação de regimes estatutários para esses supervisores financeiros que assegurem o *nível especial de autonomia (reforçada)* que vimos configurando, mediante uma opção normativa suportada na flexibilidade que pensamos exigir-se para a leitura e concretização hermenêuticas da LQAR. Essa escolha normativa será também, em última análise, fundada no facto de a LQAR não corresponder a uma verdadeira lei de valor reforçado, com os contornos constitucionalmente exigíveis para tal, e no facto de o ordenamento da UE impor a referida solução de autonomia reforçada das autoridades de supervisão financeira – incluindo ao nível dos corolários da nova componente de supervisão macroprudencial que vimos tratando neste último ponto (7.2.) – o que releva para efeitos do disposto no n.º 2 do artigo 2.º da LQAR, contemplando soluções específicas para os estatutos de determinadas autoridades (determinadas pelo direito da UE ou pelo direito internacional).

**BIBLIOGRAFIA**

- ACHARYA, Viral, PEDERSEN, Lasse Heje, PHILIPPON, Thomas & RICHARDSON, Matthew P.  
2010 *Measuring Systemic Risk*, AFA 2011 Denver Meetings Paper, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1573171> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1573171> [consultado em 02.02.2015].
- AFONSO, G. & SHIN, H.  
2009 *Systemic Risk and Liquidity in Payment Systems*, FRB of New York Staff Report No. 35, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1297363> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1297363> [consultado em: 02.02.2015].
- ANDREWS, Rhys, DOWNE, James & GUARNEROS-MEZA, Valeria  
2013 *Public Sector Reform in the UK: Views and Experiences from Senior Executives*, Country Report as Part of COCOPS Research Project (Coordination for Cohesion in the Public Sector of the Future – COCOPS), disponível em: [http://www.cocops.eu/wp-content/uploads/2013/06/UK\\_WP3-Country-Report.pdf](http://www.cocops.eu/wp-content/uploads/2013/06/UK_WP3-Country-Report.pdf) [consultado em: 02.02.2015].
- BINI SMAGHI, Lorenzo  
2009 *Going Forward: Regulation and Supervision after the Financial Turmoil*, Paolo Baffi Centre Research Paper No. 2009-47, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1424345> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1424345> [consultado em: 02.02.2015].
- BLACK, J.  
2008 “Constructing and Contesting Legitimacy and Accountability in Polycentric Regulatory Regimes”, in *Regulation & Governance*, Vol. 2, Issue 2, pp. 137-164.  
2012 “Restructuring Global and EU Financial Regulation: Character, Capacities and Learning”, in Wymeersch, Eddy, Hopt, Klaus & Ferrarini, Guido, *Financial Regulation and Supervision – A Post-Crisis Analysis*, I, 1, Oxford: Oxford University Press, pp. 3-47.
- BLANCO DE MORAIS, Carlos  
1998 *As Leis Reforçadas*, Coimbra: Coimbra Editora.
- BRUNO, Eugenio A. (consulting ed.)  
2009 *Global financial Crisis – Navigating and Understanding the Legal and Regulatory Aspects*, London: Globe Business Publishing Ltd.
- BORIO, C.  
2003 *Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?*, BIS WP No. 128, disponível em <http://www.bis.org/publ/work128.pdf> [consultado em: 02.02.2015].

- BRUNNERMEIER, M., CROCKETT, A., GOODHART, C., PERSAUD, A. & SHIN, H. S.  
2009 “The Fundamental Principles of Financial Regulation”, *Geneva Reports on the World Economy*, Vol. 11, Geneva/London: ICMB/CEPR.
- CAPRIGLIONE, FRANCESCO  
2013 *European Banking Union: A Challenge for a More United Europe*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2319297> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2319297> [consultado em: 02.02.2015].
- CARDOSO, José Lucas  
2002 *Autoridades Administrativas Independentes e Constituição*, Coimbra: Coimbra Editora.
- CHAMON, Merijn  
2011 “EU Agencies Between Meroni and Romano or the Devil and the Deep Blue Sea”, in *Common Market Law Review*, Vol. 48, Issue 4, pp. 1055-1075.
- CHARHER, Santiago J.  
2005 *Is Lamfalussy Falling from the Third Floor (Level)?*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=966705> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.966705> [consultado em: 02.02.2015].
- CHITI, Edoardo & TEIXEIRA, Pedro Gustavo  
2013 “The Constitutional Implications of the European Responses to the Financial and Public Debt Crisis”, in *Common Market Law Review*, Vol. 50, Issue 3, pp 683-708.
- CHRISTENSEN, Tom  
2007 “Regulatory Agencies – The Challenges of Balancing Agency Autonomy and Political Control”, in *Governance*, Vol. 20, Issue 3, pp. 499–520.
- DERVIZ, Alexis  
2013 “Bubbles, Bank Credit and Macroprudential Policies”, ECB, Working Paper Series N.º 1551, Macroprudential Research Network, disponível em: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1551.pdf> [consultado em 02.02.2015].
- DOMBRET, Andreas & LUCIUS, Otto (ed.)  
2002 *Stability of the Financial Sector – Illusion or Feasible Concept?*, Cheltenham/Northampton: Edward Elgar Publishing.
- FERRAN, Eilís  
2012 “Crisis-Driven Regulatory Reform: Where the World is the EU Going?”, in Ferran, Eilís, Moloney, Niamh, Hill, Jennifer & Coffee, JR, John, *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis* (eds.), Cambridge: Cambridge University Press, pp. 48 ss.

- FERRARINI, Guido A. & CHIARELLA, Luigi  
 2013 *Common Banking Supervision in the Eurozone: Strengths and Weaknesses*, ECGI – Law Working Paper No. 223/2013, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2309897> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2309897> [consultado em: 02.02.2015].
- GOMES CANOTILHO, J. J.  
 2003 *Direito Constitucional e Teoria da Constituição*, 7.<sup>a</sup> Edição, Coimbra: Almedina.
- GOODHART, Charles  
 2010 “How Should We Regulate the Financial Sector?”, in *The Future of Finance*, The LSE Report, London: The London School of Economics and Political Science, pp. 153 ss.  
 2011 “The Macro-Prudential Authority: Powers, Scope and Accountability”, in *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 2011 – Issue 2.
- GREEN, D.  
 2012 “The Relationship Between Micro-Macro-Prudential Supervision and Central Banking”, in Wymeersch, Eddy, Hopt, Klaus & Ferrarini, Guido, *Financial Regulation and Supervision – A Post-Crisis Analysis*, I, 3, Oxford: Oxford University Press.
- KATYAL, Neal  
 2006 “Internal Separation of Powers: Checking Today’s Most Dangerous Branch from Within”, in *Yale Law Journal*, 115, pp. 2314 ss.
- LANNOO, Karel  
 2008 *Concrete Steps towards More Integrated Financial Oversight: The EU’s Policy Response to the Crisis*, CEPS Task Force Reports, disponível em <http://aei.pitt.edu/11471/1/1762.pdf> [consultado em 02.02.2015].
- LASTRA, Rosa & BUCHHEIT, Lee  
 2014 *Sovereign Debt Management*, Oxford: Oxford University Press.
- LASTRA, Rosa & GARICANO, Luis  
 2012 “Towards a New Architecture for Financial Stability; Seven Principles”, in Cottier, Thomas, Jackson, John H. & Lastra, Rosa M. (ed.), *International Law in Financial Regulation and Monetary Affairs*, Oxford: Oxford University Press, pp. 72 ss.
- LIM, Cheng Hoon, KRZMAR, Ivo, LIPINSKY, Fabian, OTANI, A. & WU, X.  
 2013 *The Macroprudential Framework: Policy Responsiveness and Institutional Arrangements*, IMF Working Paper No. 13/166, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2307408> [consultado em: 02.02.2015].

MAGGETTI, Martino

2010 “Legitimacy and Accountability of Independent Regulatory Agencies: A Critical Review”, in *Living Reviews in Democracy*, Vol 2, disponível em <http://democracy.livingreviews.org/index.php/lrd/article/viewFile/lrd-2010-4/29> [consultado em 02.02.2015].

MAJONE, G.

1994 *Independence vs. accountability?: Non-Majoritarian Institutions and Democratic Government in Europe*, Florence: European University Institute.

MORAIS, Luís Silva

2001 «Droit des Assurances – L’Intégration juridique dans l’Espace de l’Union Européenne en Matière d’Assurances – Rapport National – Portugal – Journées 2000 – Association HENRI CAPITANT», in *Revista da Faculdade de Direito de Lisboa*, Vol. 42, n.º 1, pp. 201-288.

2008 “A Função Reguladora e as Estruturas de Regulação na União Europeia”, in Pitta e Cunha, Paulo & Morais, Luís Silva (org.), *A Europa e os Desafios do Século XXI*, Coimbra: Almedina, pp. 323-340.

2009 *Direito da Concorrência – Perspectivas do seu Ensino*, Coimbra: Almedina.

MORAIS, Luís Silva (coord.), PARDAL, Alves & RODRIGUES, Nuno Cunha

2014 *Direito da Economia*, Vol. I, Lisboa: AAFDL.

MOREIRA, Vital & MAÇÃS, Fernanda

2003 *Autoridades Reguladoras Independentes: Estudo e Projecto de Lei-Quadro, Direito Público e Regulação*, N.º 4, Coimbra: Coimbra Editora.

ONADO, Marco

2010 “European Financial Supervision after the De Larosièrre Report: Are We on the Right Track?”, in *Bancaria Special Issue* No. 03-2010, pp 16-26, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1603784> [consultado em: 02.02.2015].

PAPATHANASSIOU, C.

2012 “A European Framework for Macro-Prudential Oversight”, in Wymeersch, Eddy, Hopt, Klaus & Ferrarini, Guido, *Financial Regulation and Supervision – A Post-Crisis Analysis*, II, 6, Oxford: Oxford University Press.

PAZ FERREIRA, Eduardo & MORAIS, Luís Silva

2009 “A Regulação Sectorial da Economia – Introdução e Perspectiva Geral”, in Paz Ferreira, Eduardo; Morais, Luís Silva & Anastácio, Gonçalo (org.), *Regulação Em Portugal: Novos Tempos, Novo Modelo?*, Coimbra: Almedina, pp. 7-38.

TRILLAS, Francesc

2012 “The Institutional Architecture of Regulation and Competition: Spain’s 2012 Reform”, IESE Business School Working Paper No. WP – 1067 – E, disponível em <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2353526> [consultado em: 02.02.2015].

VÉRON, Nicolas

2012 “Europe’s Single Supervisory Mechanism and the Long Journey Towards Banking Union”, in *Bruegel Policy Contribution*, Issue 2012/16, disponível em [file:///C:/Users/utilizador/Downloads/Europe’s%20single%20supervisory%20mechanism%20and%20the%20long%20journey%20towards%20banking%20union%20\(English\)%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/utilizador/Downloads/Europe's%20single%20supervisory%20mechanism%20and%20the%20long%20journey%20towards%20banking%20union%20(English)%20(1).pdf) [consultado em: 02.02.2015].

WYMEERSCH, Eddy

2010 *The Institutional Reforms of the European Financial Supervisory System, an Interim Report*, Ghent Univ. Financial Law Institute Working Paper No. 2010-01, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1541968> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1541968> [consultado em 02.02.2015].

2011 *Europe’s New Financial Regulatory Bodies*, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1813811> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1813811> [consultado em: 02.02.2015].

ZIGRAND, Jean-Pierre

2014 “Systems and Systemic Risk in Finance and Economics”, in *Systemic Risk Centre’s Special Paper Series*, Special Paper N.º 1, London: Systemic Risk Centre – The London School of Economics and Political Science, disponível em [http://www.systemicrisk.ac.uk/sites/default/files/downloads/publications/sp-1\\_0.pdf](http://www.systemicrisk.ac.uk/sites/default/files/downloads/publications/sp-1_0.pdf) [consultado em 02.02.2015].