

A ESMA E A ARQUITECTURA DE SUPERVISÃO FINANCEIRA EUROPEIA

O QUE VAI MUDAR NA REGULAÇÃO E SUPERVISÃO DOS VALORES MOBILIÁRIOS E DOS MERCADOS

CATARINA DANTAS MACHADO*

FEVEREIRO 2011

1. INTRODUÇÃO

Entre 2007 e 2009 a Europa vivenciou a sua mais grave crise financeira e recessão económica desde o Pós-Guerra. Tratou-se de uma recessão à escala global, só comparável à Grande Depressão dos anos 30. Porém a Europa e os Estados Unidos foram especialmente afectados pela crise financeira e pelos efeitos da recessão, cujos efeitos são visíveis ainda nos dias de hoje. Perante este facto, em Outubro de 2008, a Comissão Europeia patrocinou a constituição de um grupo de trabalho liderado por *Jacques de Larosière* para estudar e propor medidas no sentido de reformar a arquitectura de supervisão financeira da Europa.¹ O objectivo da Comissão era o de dar uma resposta conjunta europeia aos desafios enfrentados pelas autoridades de regulação e supervisão que a crise veio pôr a descoberto.

Após um aprofundado debate político-regulatório e um longo processo de consulta

pública,² e na sequência do impulso político dado pelo Conselho Europeu de Junho de 2009, as propostas contidas no relatório *Larosière* foram utilizadas como base para a preparação, por parte da Comissão Europeia, das suas propostas legislativas. As propostas compreendiam quatro projectos de actos jurídicos principais que deram expressão jurídica ao conteúdo do relatório *Larosière*, respeitando, em larga medida, a sua essência original. A divulgação pública das propostas ocorreu em Setembro de 2009.

Em Portugal o tema foi também objecto de debate público, designadamente por ocasião da apresentação do relatório em Lisboa pelo próprio *Larosière*, inserida no *workshop on Financial Supervision and Regulation* promovido pelo (GPEARI), Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais do Ministério das Finanças e da Administração Pública (MFAP), para debater a reforma da arquitectura de supervisão nacional.³

* Técnica da CMVM. As opiniões expressas representam exclusivamente as posições da autora e não representam necessariamente as posições da CMVM. A autora agradece os comentários realizados por Cristina Sofia Dias, Adida Financeira da Representação Permanente de Portugal junto da União Europeia.

1- Relatório Larosière: *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosière - report*, 25 Fevereiro 2009; http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.

2- Designadamente a Comunicação da Comissão Supervisão financeira europeia COM(2009) 252 final de 27 Maio 2010 disponível em: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/373&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=fr>

3- *Workshop on Financial Supervision and Regulation: Lessons from the Crisis and Challenges Ahead*, Lisboa, 2/3 Julho 2010, disponível em: <http://www.gpeari.min-financas.pt/eventos/workshop-on-financial-supervision-and-regulation>.

O objecto deste trabalho consiste na análise de algumas das principais alterações no campo da supervisão dos valores mobiliários (e instrumentos financeiros em geral) e mercados que serão introduzidas pela referida reforma europeia.⁴

Além da criação das novas instituições com poderes de regulação e supervisão directos a nível europeu, as mais marcantes alterações associadas à nova arquitectura de supervisão europeia revelam-se em vários domínios do mercado de capitais, sendo o domínio da supervisão das agências de *rating* um caso de especial destaque pelo alcance das alterações introduzidas. Esta área, aliás, pode ser considerada como o balão de ensaio para um possível caminho futuro no sentido de uma ainda maior integração da supervisão europeia do mercado de capitais, em que as Autoridades Europeias de Supervisão (AES) exercem supervisão directa de relevância noutros domínios do mercado financeiro.

A nova legislação traz importantes modificações com impacto nos sectores bancário e dos seguros e fundos de pensões, cuja análise está porém fora do âmbito do presente trabalho.

O trabalho baseou-se no conteúdo dos regulamentos comunitários que instituem as AES e o Conselho Europeu do Risco Sistémico (CERS), bem como no conteúdo da Directiva *Omnibus I*, todos publicados em 15 de Dezembro de 2010 no Jornal Oficial da União Europeia (JOUE).⁵

Estes textos são o resultado do compromisso alcançado entre o Parlamento Europeu e o Conselho da União em sessão plenária de Setembro de 2010, com base nas propostas apresentadas pela Comissão Europeia em 23 Setembro de 2009. A operacionalização do sistema (institucional) europeu de supervisão financeira foi prevista para 1 de Janeiro de 2011.

2. TRAÇOS GERAIS DA NOVA ARQUITECTURA DE SUPERVISÃO FINANCEIRA EUROPEIA

A crise financeira e o risco, móveis da nova supervisão europeia

Uma das lições da recente crise financeira para os supervisores foi a de que a supervisão dos mercados de valores mobiliários deve ir para além dos seus fins tradicionais, fins esses que incluem a protecção dos investidores e a defesa da transparência, eficiência e integridade do mercado de valores mobiliários.

A questão do risco sistémico tornou-se um tema central no léxico da actividade de supervisão financeira e da reforma da regulação e supervisão globais, incluindo a europeia. A União Europeia reconheceu a importância de se considerar o risco nos processos de regulação e supervisão dos mercados financeiros, tendo centrado a reforma da arquitectura de supervisão financeira precisamente nessa questão. O exemplo mais emblemático da abordagem seguida é a criação do Conselho Europeu para o Risco Sistémico, cuja missão é precisamente prevenir e mitigar o risco sistémico.

4- Por uma questão de consistência com as versões portuguesas dos actos jurídicos relevantes para este trabalho optou-se por utilizar a expressão valores mobiliários em vez de instrumentos financeiros. Porém, considera-se que esta última é mais abrangente do que aquela, pois compreende no seu universo realidades contratuais que não podem ser tipificadas como valores mobiliários tradicionais, fazendo por isso parte de um universo mais vasto (e.g. instrumentos financeiros de tipo contratual como por exemplo instrumentos financeiros derivados). Não obstante a diferenciação feita, a expressão valores mobiliários é aqui usada sempre no seu sentido mais lato, e pretende referir-se ao universo dos instrumentos financeiros.

5- Cf. referências completas dos documentos em anexo.

Elementos estruturantes do sistema

Em traços gerais a nova arquitectura de supervisão financeira europeia consiste num, assim chamado, Sistema Europeu de Supervisores Financeiros (SESF), assente em dois pilares essenciais e interligados: um de supervisão macroprudencial e outro de supervisão microprudencial.

O pilar macroprudencial consiste no estabelecimento de um Conselho Europeu do Risco Sistémico (CERS) que gravita em torno do Banco Central Europeu (BCE), tanto ao nível de sinergia de objectivos, como de recursos humanos e financeiros. O fim último deste pilar é a monitorização do risco sistémico no sentido de identificar, prevenir ou atenuar os riscos sistémicos que ameaçam a estabilidade financeira da União Europeia (UE).⁶

O pilar microprudencial consiste essencialmente na criação de três AES, respectivamente para o sector dos valores mobiliários, para o sector bancário e para o sector dos seguros e fundos de pensões complementares. O objectivo deste pilar é garantir a supervisão das entidades individuais que constituem o universo de cada um dos três ramos do sistema financeiro, ou seja, o sector dos valores mobiliários e mercados, o sector bancário e o sector dos seguros e fundos de pensões complementares. As AES, ou ESAs

em inglês, de *European Supervisory Authorities*, substituem os actuais comités de nível três, parte integrante do processo *Lamfalussy*,⁷ ou seja, o *Committee of European Securities Regulators* (CESR),⁸ doravante o CESR, o *Committee of European Banking Supervisors* (CEBS),⁹ doravante o CEBS, e o *Committee of European Insurance and Occupational Pension Schemes* (CEIOPS),¹⁰ doravante o CEIOPS. As AES deverão dar continuidade ao trabalho anteriormente desenvolvido nestes comités, para além, naturalmente, das atribuições que lhes serão próprias.

Este modelo institucional de supervisão assenta em três grupos de projectos de actos jurídicos principais, a saber:

- i) o Regulamento (UE) N.º 1092/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro, relativo à supervisão macroprudencial do sistema financeiro na União Europeia e que cria o Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS), ou *European Systemic Risk Board* (ESRB), doravante CERS, e o Regulamento (UE) N.º 1096/2010 do Conselho, de 17 de Novembro, que confere ao Banco Central Europeu atribuições específicas no que se refere ao funcionamento do CERS;
- ii) os Regulamentos (UE) do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro, que criam as Autoridades Europeias de Supervisão:

6- O «Risco sistémico» é definido no Artigo 2/c do Regulamento CERS como, «*um risco de perturbação do sistema financeiro susceptível de ter consequências negativas graves no mercado interno e na economia real. Todos os tipos de intermediários, de mercados e de infra-estruturas financeiros podem ser, em determinada medida, potencialmente importantes a nível sistémico.*».

7- O processo *Lamfalussy* (cujo nome tem origem no nome do seu mentor, Alexandre *Lamfalussy*), é o processo legislativo comunitário especificamente aplicável ao domínio dos serviços financeiros.

8- Em português: Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (CARMEVM) conforme Decisão 2009/77/CE da Comissão.

9- Em português: Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária (CAESB) conforme Decisão 2009/78/CE da Comissão.

10- Em português: Comité das Autoridades Europeias de Supervisão dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (CAESSPCR) conforme Decisão 2009/79/CE da Comissão.

ii.a) o Regulamento (UE) N.º 1095/2010 que cria uma Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (AEVMM) ou *European Securities and Markets Authority*, ESMA, doravante a ESMA¹¹ ou a Autoridade (“Regulamento ESMA”);

ii.b) o Regulamento (UE) N.º 1093/2010 que cria uma Autoridade Europeia Bancária (AEB), ou *European Banking Authority* (EBA), doravante a EBA;¹²

ii.c) o Regulamento (UE) N.º 1094/2010 que cria uma Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (AESPCR), ou *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA), doravante a EIOPA;¹³

iii) Directiva (UE) N.º 78/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho que altera o direito comunitário sectorial dos serviços financeiros para acomodar as competências das autoridades europeias de supervisão, doravante a Directiva *Omnibus I* ou *Omnibus*.¹⁴

Além das entidades criadas com os actos jurídicos referidos, que incluem também o Comité Conjunto, as autoridades competentes de supervisão dos Estados-Membros são também um dos pilares do SESF.

O Regulamento ESMA, incluindo o Comité Conjunto, e a Directiva *Omnibus* serão analisados em pormenor nas secções que se seguem.

A Supervisão Macroprudencial

Relativamente à supervisão macroprudencial é interessante notar que nos Estados Unidos a recente reforma legislativa sobre a supervisão dos mercados financeiros também contemplou a criação de uma entidade nova dedicada à supervisão macroprudencial, assimilável ao CERS. Trata-se do *Financial Stability Oversight Council* (FSOC).¹⁵ Esta entidade, presidida pelo Departamento do Tesouro norte-americano, funciona como uma rede de supervisores do sistema financeiro nacional, e apoia-se numa estrutura de análise técnica de mercados, inserida no Departamento do Tesouro, o *Office of Financial Research* (OFR). A missão do FSOC é identificar riscos e dar resposta às ameaças potenciais à estabilidade financeira. O CERS, por seu turno, embora seja concebido com fins e, em certa medida, *modus operandi* comuns aos do FSOC, assume contornos particulares. Desde logo é uma entidade supranacional cuja estrutura se baseia largamente no Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) e na representação das AES, embora o resultado da sua acção esteja, em certa medida, condicionado pela actuação do Conselho da União, como se verá adiante. O CERS tem o poder de emitir alertas e recomendações, bem como de identificar riscos sistémicos, proceder à troca (recolha) de informação com as AES e interagir internacionalmente. Tanto as recomendações como os alertas podem ser públicos ou confidenciais.

11- Cf. referências completas dos documentos em anexo.

12- Idem nota anterior.

13- Idem nota anterior.

14- Idem nota anterior.

15- “*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*”, aprovado no Senado Americano em 16 de Julho de 2010.

Porém, no que respeita à declaração de uma situação de emergência, tem os seus poderes limitados.¹⁶ Não pode adoptar decisões dirigidas às AES ou a outras entidades, podendo apenas dirigir alertas confidenciais ao Conselho, sendo este último que, em última instância e em consulta com a Comissão Europeia, adopta a decisão dirigida às AES. O CERS pode ainda dirigir as suas recomendações no sentido da adopção de medidas correctivas dos riscos identificados, incluindo medidas legislativas, à União no seu conjunto, aos Estado-Membros, às AES ou às autoridades competentes nacionais. Talvez uma das diferenças mais marcantes entre estas duas recém-criadas entidades seja o facto de o CERS centrar a sua existência no BCE, no SEBC e nas AES, enquanto o FSOC se centra numa estrutura governamental, o Departamento do Tesouro.

O CERS não é, nesta perspectiva, a única instituição cujo exercício dos poderes respectivos depende da intervenção do Conselho. Estão na mesma situação as próprias AES e a Comissão. Isto porque também as AES e a Comissão podem solicitar a declaração de uma situação de emergência, em moldes idênticos aos aplicáveis ao CERS.¹⁷ A importância da declaração de uma situação de emergência reside no facto de esta situação despoletar a possibilidade de exercício de um conjunto de poderes específicos de supervisão das AES, cujo teor será, relativamente à ESMA, explorado mais adiante.

Após serem conhecidas as iniciativas da Comissão Europeia relativas à supervisão financeira, a IOSCO procedeu à revisão dos seus princípios

no sentido de dar um novo enfoque ao risco sistémico. Oito novos princípios foram acrescentados aos existentes *Objectives and Principles of Securities Regulation* no sentido de reforçar as responsabilidades dos supervisores de valores mobiliários e mercados relativamente ao risco sistémico.¹⁸

O Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão, doravante o “Comité Conjunto”, funciona como elo de ligação entre a supervisão macroprudencial e a supervisão microprudencial. Este é o órgão do SESF previsto no Artigo 54 dos três regulamentos que criam as AES e destina-se a promover a consistência intersectorial da supervisão europeia e servir de interface entre as AES e o CERS. A cooperação intersectorial revela-se necessária entre a ESMA e as outras duas AES, a EBA e a EIOPA, no contexto do funcionamento do SESF. Relembre-se a este propósito que a ESMA (e as outras AES) têm também o poder/função de cooperar estreitamente com o CERS.

O papel da Comissão Europeia no SESF

A Comissão Europeia assegura uma participação relevante na supervisão financeira da União Europeia, conquistando assim uma maior intervenção a nível europeu no sector dos serviços financeiros.

A Comissão participará directamente no processo de supervisão macroprudencial, através de representação com direito de voto nos órgãos decisórios do CERS, o Conselho Geral e o Comité Director. Na supervisão microprudencial a

16- Cf. Artigo 3/2/e do Regulamento CERS.

17- Cf. Artigo 18/2 do Regulamento ESMA.

18- IOSCO *Objectives and Principles of Securities Regulation*, June 2010, designadamente os princípios 6 e 7, relativos a reguladores: “6 *The Regulator should have or contribute to a process to monitor, mitigate and manage systemic risk, appropriate to its mandate.*” e “7 *The Regulator should have or contribute to a process to review the perimeter of regulation regularly.*”, disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>.

a Comissão dispõe de vários poderes. Estes incluem o poder de modificar/rejeitar projectos de normas técnicas de regulamentação e de execução da ESMA relativos aos mercados e seus intervenientes, da participação da Comissão no Conselho de Administração das AES como membro observador com direito de voto em questões orçamentais. A Comissão têm um papel importante no processo de supervisão europeia, quer a nível macroprudencial, quer a nível microprudencial.

Embora as concepções sobre qual devesse ser a intervenção da Comissão Europeia no SESF variassem amplamente, existindo-as mais ou menos ambiciosas, o resultado obtido parece reflectir o basilar princípio da subsidiariedade na construção da Europa comunitária, consignado Tratado da União Europeia (TUE).¹⁹ Ou seja, em domínios de competências partilhadas entre a Comunidade e os Estados-Membros, as instituições comunitárias não deverão actuar em áreas em que os Estados-Membros e/ou entidades nacionais actuam de forma mais eficaz.

A rapidez do processo de adopção do novo enquadramento regulatório e de supervisão

O sentimento de urgência na criação e implementação da nova arquitectura de supervisão financeira europeia foi de tal ordem, que as propostas de regulamentos comunitários relativos à criação das novas entidades que integram o SESF entraram em vigor em 1 de Janeiro de 2011. Todavia, na prática a nova legislação só virá a surtir efeitos práticos plenos visíveis no terreno dos participantes do mercado financeiro no final de 2011. Isto sucede porque a Directiva

Omnibus estatui que a transposição das alterações ao direito sectorial para o direito nacional por parte dos Estados-Membros se faça até ao final de 2011: são precisamente os artigos da *Omnibus* que promovem as alterações ao direito comunitário sectorial dos serviços financeiros, e que dão genuinamente corpo à acção das novas AES. Deste modo, se exceptuarmos a supervisão das agências de *rating* cujo processo regulatório foi encetado antes e que se encontra já em fase avançada, a emissão de projectos de normas técnicas por parte da ESMA só estará a funcionar plenamente em 2012, i.e. doze meses após a entrada em vigor da Directiva (Cf. Artigo 13/1 da Directiva *Omnibus*).

3. A ESMA, A DIRECTIVA *OMNIBUS* E O REGULAMENTO COMUNITÁRIO DAS AGÊNCIAS DE *RATING*

3.1 ESMA

Como anteriormente referido a ESMA substitui o CESR. Nesse sentido terá, para além das suas novas atribuições, que assumir as funções e competências do extinto CESR, incluindo a continuação dos trabalhos e projectos em curso.

A ESMA é estabelecida como um organismo da União Europeia dotado de personalidade jurídica e gozando da mais ampla capacidade jurídica reconhecida às pessoas colectivas segundo a legislação do Estado-Membro em que se encontra. Os regulamentos das AES prevêm que as AES tenham as suas sedes nas sedes dos extintos Comités de nível três. No caso da ESMA a sede é França (Paris), como sucedia com o CESR. A questão da localização das agências

19- Cf. Artigo 5 do Tratado da União Europeia: “Nos domínios que não sejam das suas atribuições exclusivas, a Comunidade intervém apenas, de acordo com o princípio da subsidiariedade, se e na medida em que os objectivos da acção prevista não possam ser suficientemente realizados pelos Estados-Membros, e possam pois, devido à dimensão ou aos efeitos da acção prevista, ser melhor alcançados ao nível comunitário.”

européias de supervisão foi um tema de discórdia entre o Conselho e o Parlamento Europeu. Este chegou a defender uma solução em que todas as AES fossem sedeadas na mesma cidade, em Francoforte, sede do BCE, possivelmente numa lógica de ir pavimentando o caminho para a criação de uma hipotética entidade única de supervisão integrada europeia. Todavia, a visão do Conselho, preconizando a manutenção do *status quo*, acabou por prevalecer.

3.1.1 Fins e objectivos

Em linhas genéricas, e apresentado de forma simplificada, o fim da ESMA é «*proteger o interesse público contribuindo para a estabilidade e a eficácia do sistema financeiro a curto, médio e longo prazos, em benefício da economia da União, dos seus cidadãos e das suas empresas.*», conforme consta do texto do Regulamento ESMA.²⁰ Mais especificamente, a ESMA tem por objectivo promover a convergência da supervisão e uma cultura comum de supervisão em toda a União e promover a resposta coordenada da supervisão financeira da União. O Artigo 1/5 do Regulamento enumera os objectivos intermédios por via dos quais a ESMA deve atingir o seu fim último, e que se transcrevem de seguida:

- Melhorar o funcionamento do mercado interno, nomeadamente através de um nível substancial, eficaz e coerente de regulação e supervisão;
- Assegurar a integridade, a transparência, a eficiência e o bom funcionamento dos mercados financeiros;

- Reforçar a coordenação internacional no domínio da supervisão;
- Evitar a arbitragem regulamentar e promover a igualdade das condições de concorrência;
- Assegurar que a tomada de riscos de investimento e outros seja adequadamente regulada e supervisionada;
- Reforçar a protecção dos consumidores.

Dado o contexto de crise financeira em que surge esta reforma da supervisão do sistema financeiro europeu e a necessidade de equacionar a essência da *raison d'être* dos supervisores de valores mobiliários e de mercados, a ESMA deve também acompanhar e avaliar a evolução dos mercados sob sua alçada, numa perspectiva de identificação, prevenção e mitigação de risco sistémico.²¹

As funções previamente desempenhadas pelo CESR enquadravam-se igualmente nos objectivos anteriormente referidos, embora o objectivo de reforço da protecção dos consumidores e o papel activo no âmbito da prevenção do risco tragam consigo a ideia de um alargamento do perímetro de actuação da ESMA, pois estes domínios de acção conquistam um «protagonismo» inexistente até então.

3.1.2 Governo e funcionamento

Para a prossecução dos seus objectivos a Autoridade tem várias atribuições e dispõe de diversos poderes que exerce segundo uma estrutura de governo organizacional própria.

20- Cf. Artigo 1/5 do Regulamento ESMA

21- Cf. Artigo 1/penúltimo parágrafo. O trabalho de análise de mercados e monitorização dos riscos tem dado já alguns passos importantes no CESR, pelo Comité do CESR sobre análise económica e de mercados – em inglês: *Committee for Economic and Markets Analysis (CEMA)* – presidido aliás, pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). A informação pública sobre o mesmo encontra-se disponível em: <http://www.cesr.eu/index.php?page=groups&mac=0&id=54>

A estrutura de governo adoptada na ESMA é *sui generis* nalguns aspectos. A organização da ESMA assenta em três órgãos de decisão principais:

- i) o Conselho de Supervisores;²²
- ii) o Conselho de Administração;²³
- iii) a Câmara de Recurso (comum às três AES);²⁴

O Conselho de Supervisores é o órgão máximo de decisão da ESMA e é composto pelos mais altos dirigentes das 27 autoridades competentes nacionais. Participam ainda no Conselho de Supervisores, mas sem direito a voto, a Comissão Europeia, os Presidentes da EBA e da EIO-PA e o Presidente do CERS. Decide por maioria simples dos membros, excepto quando as decisões têm carácter geral e abstracto, em que vigora a regra da maioria qualificada dos membros,²⁵ designadamente quanto à adopção de projectos de normas técnicas de regulamentação e de execução. As decisões em matéria orçamental são também tomadas de acordo com o princípio da maioria qualificada.

O Conselho de Administração tem como atribuição principal preparar as reuniões do Conselho de Supervisores submetendo-lhe os assuntos objecto de decisão. É composto por seis membros do Conselho de Supervisores escolhidos dentro deste e por este, que alternam em base rotativa. Decidem por maioria simples. O Director Executivo da agência e um representante da Comissão Europeia participam nas reuniões

do Conselho de Administração embora sem direito a voto. A Comissão tem porém direito de voto em matérias relacionadas com o orçamento da agência. Uma das principais funções do Director Executivo é a preparação do anteprojecto de orçamento anual (o que engloba a gestão previsional de recursos humanos), sendo necessária a aprovação do mesmo por parte do Conselho de Administração antes da adopção final pelo Conselho de Supervisores.

A Câmara de Recurso é uma primeira (e desejavelmente a única) sede de recurso das decisões tomadas pela ESMA ao dispor das autoridades competentes nacionais e dos participantes de mercado. Este tipo de órgão de recurso não é uma originalidade das AES no sentido em que já existem órgãos similares em agências da Comunidade.²⁶ Estes órgãos devem funcionar como um mecanismo de controlo interno, sendo uma etapa intermédia antes de um possível recurso junto do sistema jurisdicional da União. Nem todas as decisões da ESMA são susceptíveis de recurso junto da Câmara de Recurso, sendo nestes casos os tribunais europeus a sede apropriada para recorrer.²⁷ A matéria sobre a qual pode versar um recurso junto da Câmara de Recurso de uma decisão da ESMA deve relevar da aplicação do direito comunitário dos serviços financeiros por parte de uma autoridade competente de um Estado-Membro, incluindo as normas técnicas de regulamentação e de execução, da acção em situações de emergência e da resolução de diferendos entre autoridades

22- Cf. Artigo 40 e seguintes do Regulamento ESMA.

23- Cf. Artigo 45 e seguintes do Regulamento ESMA.

24- Cf. Artigo 58 e seguintes do Regulamento ESMA.

25- De acordo com o peso relativo de cada Estado-Membro no Conselho da União Europeia conforme Artigo 16/4 do TUE e Artigo 3 do Protocolo n.º 36.

26- Por exemplo, o Instituto de Harmonização para Mercado Interno, o Instituto Comunitário das Variedades Vegetais e a Agência Europeia para a Segurança da Aviação.

27- Cf. Artigo 61/1 do Regulamento ESMA.

competentes nacionais em situações transfronteiriças.

Uma decisão da ESMA pode ainda ser objecto de recurso na Câmara de Recurso numa primeira fase, e sucessivamente, ser objecto de novo recurso perante o Tribunal de Justiça da União Europeia (TJUE).²⁸ Finalmente pode recorrer-se directamente da decisão junto do TJUE qualquer que seja a matéria em causa, pois o uso da Câmara de Recurso é facultativo.

Na perspectiva dos participantes no mercado nacional, a ESMA passa a valer como uma alternativa de garante do cumprimento da legislação comunitária, incluindo a aplicação que a própria CMVM faz daquela legislação, para além dos mecanismos nacionais de protecção do investidor e defesa do mercado (CMVM e sistema de justiça nacional).

Além dos órgãos decisórios colectivos, estão definidas no Regulamento comunitário figuras individuais que fazem parte da orgânica da Autoridade: o Presidente da Autoridade e o Director Executivo.

O Presidente conduz os destinos da autoridade, o que significa presidir aos dois órgãos principais de decisão (Conselho de Administração e Conselho de Supervisores) mas sem direito de voto no Conselho de Supervisores. Desempenha as suas funções com independência podendo ser exonerado do cargo apenas por decisão do Parlamento Europeu, na sequência de decisão do Conselho de Supervisores. Visto que as AES têm assento no CERS, o Presidente tem também direito de voto no Conselho Geral e no

Comité Director, principais órgãos decisórios do CERS.

O Director Executivo da autoridade assegura a gestão da agência, fazendo executar o seu plano de actividades e preparando os trabalhos do Conselho de Administração. Embora possa participar nas reuniões do Conselho de Administração não tem direito de voto. Similarmente, também a Comissão Europeia pode ter um representante naquelas reuniões, sem direito a voto, com excepção do voto em matérias que relevem do orçamento da Autoridade.

A ESMA dispõe na sua estrutura orgânica de um órgão consultivo, o Grupo de Interessados do Sector dos Valores Mobiliários e Mercados (*Securities and Markets Stakeholders Group*).²⁹ Este grupo vem essencialmente substituir o anterior Painel Consultivo de Representantes de Mercado do CESR.³⁰ A sua composição não se limita aos representantes dos participantes do mercado, incluindo também, mas não só, representantes dos trabalhadores, consumidores e utilizadores de serviços financeiros, académicos e representantes das PME. A sua função principal é dar opiniões à ESMA sobre normas técnicas de regulamentação e de execução.

O Comité para a Inovação Financeira é uma das originalidades da construção da ESMA.³¹ Este comité, constituído por representantes das autoridades nacionais dos valores mobiliários e mercados, entre outros, coordena as posições das autoridades competentes dos Estados-Membros no sentido de limitar temporariamente o exercício de actividades financeiras que sejam consideradas uma ameaça à estabilidade

28- Cf. Artigo 61/1 do Regulamento ESMA.

29- Cf. Artigo 37 e seguintes do Regulamento ESMA.

30- Em inglês: *Market Participants Consultative Panel*.

31- Cf. Artigo 9/4 do Regulamento ESMA.

financeira e contrárias ao bom funcionamento e à integridade dos mercados. A proibição ou restrição de actividades financeiras deve ocorrer nos termos fixados na legislação sectorial.

3.1.3 Poderes e atribuições

Quanto aos poderes e atribuições da ESMA, para efeitos de análise, estes são agrupados em dois tipos ou vectores: os poderes transversais e os poderes sectoriais. Por poderes transversais entendem-se poderes genéricos potencialmente aplicáveis a todos os domínios dos mercados financeiros, quer se trate de poderes regulamentares, de supervisão ou de coordenação.

Por poderes sectoriais entendem-se aqueles que a Autoridade detém em particular no que respeita a um domínio específico dos mercados de capitais e/ou valores mobiliários, como é o caso, por exemplo, do sector da notação de risco de crédito (agências de *rating*), dos fundos de investimento, ou de qualquer outro dos domínios estipulados no Regulamento ESMA, em particular no Artigo 1/2 do Regulamento. A classificação aqui adoptada serve apenas o propósito apresentar os poderes/competências da ESMA de forma sistematizada para facilitar a compreensão do seu vasto universo. Porém, é importante deixar claro que a forma de classificação dos mesmos não pressupõe qualquer relação de independência de um tipo face a outro. Pelo contrário, os poderes sectoriais e os poderes transversais estão intrinsecamente interligados e são totalmente interdependentes, não fazendo sentido a existência de uns sem os outros.

Os poderes transversais incluem os poderes regulamentares, os poderes de supervisão, os poderes de coordenação entre outros adiante

explicitados. Os poderes sectoriais correspondem à delimitação do campo de actuação das AES, neste caso da ESMA, por domínio do sector financeiro. Esta delimitação é feita, em primeira linha, mas não exclusivamente, através de uma listagem de todos os actos jurídicos comunitários (direito derivado) que relevam dos serviços financeiros, que abrange onze domínios do mercado de capitais (dez directivas e um regulamento) com legislação comunitária já em vigor ou em vias de o ser a breve termo. Os actos legislativos comunitários de base que traçam a fronteira de atribuições da ESMA, ou seja os que relevam dos instrumentos financeiros e mercados, são parcialmente analisados mais adiante no documento.

De seguida examina-se o potencial significado de cada um destes poderes, bem como alguns conceitos/situações que subjazem ao seu efectivo exercício.

Poderes Transversais

A ESMA dispõe de vários poderes transversais que em grande medida permitem que a ESMA continue a assegurar as funções até então desenvolvidas pelo CESR, e noutra medida permitem à ESMA desenvolver novas funções. Como já referido os poderes transversais incluem poderes do tipo regulamentar, de supervisão e de coordenação, embora se possam identificar outros, porventura de menor relevância, confundíveis com as próprias funções da autoridade, também classificáveis como transversais. Incluir-se-iam neste último grupo a competência internacional da ESMA, a análise económica do mercado, os exercícios de *peer pressure* e a gestão e divulgação centralizadas de informação relativa aos mercados supervisionados e seus intervenientes.

Uma das mais substanciais diferenças entre os poderes do CESR e os poderes da ESMA, é o facto de a ESMA poder vir a actuar, em certas circunstâncias, como *watchdog* dos supervisores nacionais. Caso uma autoridade competente não cumpra com as obrigações decorrentes da legislação comunitária dos valores mobiliários e mercados, a ESMA pode adoptar decisões vinculativas em que a entidade visada é uma autoridade competente nacional, ou um participante de mercado por aquela supervisionado. Este importante poder todavia só pode ser exercido em casos limitados, bem delineados, e mediante a verificação de um conjunto circunstâncias bastante restritivo. Esta função de *watchdog* das autoridades nacionais, que nem sempre é assumida, passou a existir de facto e é analisada com algum pormenor nas secções seguintes dedicadas aos poderes de supervisão e de coordenação/mediação da ESMA.

3.1.3.1 Poderes de Regulação

Um dos fins principais ao qual subjaz a criação das autoridades de supervisão europeias é a convergência da regulamentação aplicável ao sector financeiro, nos seus três ramos principais. Trata-se da criação de um *single rule book*³² aplicável a todos os Estados-Membros, que torne mais eficaz o funcionamento do mercado único dos serviços financeiros e promova a igualdade de tratamento entre os investidores da União. O *single rule book* compreende *standards* técnicos vinculativos em toda a União ou não-vinculativos (*guidelines*).

Assim, à semelhança do que já era prática com o CESR, a ESMA, tal como as outras duas AES, foi chamada a responder a esse desígnio, tendo sido dotada de poderes no que se refere à produção dos referidos *standards*. Valendo-se dos conhecimentos especializados dos seus membros nos domínios dos valores mobiliários e mercados, a este respeito, o papel da ESMA consiste fundamentalmente na preparação dos projectos dos referidos *standards*, se vinculativos, e na preparação integral e respectiva adopção, se se trate apenas de *guidelines*. Os *standards* técnicos são aprovados pela Comissão, podendo esta aprovar os respectivos projectos apenas parcialmente ou com alterações, se o interesse da União o requerer. Pode também rejeitá-los integralmente.

Estão previstos dois tipos de *standards* técnicos vinculativos: as normas técnicas *de regulamentação*³³ e as normas técnicas *de execução*.³⁴

As diferenças principais entre estes tipos decorrem do processo legislativo que lhes está na origem em consonância com o previsto no Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE). Enquanto as normas técnicas de regulamentação estão associadas a actos jurídicos delegados,³⁵ as normas técnicas de execução estão associadas a actos jurídicos de execução.³⁶ No contexto do Regulamento ESMA, os primeiros aplicam-se a normas técnicas que «*não implicam opções estratégicas ou escolhas políticas e o seu conteúdo é delimitado pelos actos legislativos nos quais se baseiam*»,³⁷ os

32- Em português: código único de regras.

33- Cf. Artigos 10 a 14 do Regulamento ESMA.

34- Cf. Artigo 15 do Regulamento ESMA.

35- Cf. Artigo 290.º do TFUE (Actos delegados - delegam na Comissão «*o poder de adoptar actos não-legislativos de alcance geral que complementem ou alterem certos elementos não essenciais do acto legislativo*»).

36- Cf. Artigo 291.º do TFUE (Actos de execução – conferem à Comissão competências de execução «*quando sejam necessárias condições uniformes de execução dos actos juridicamente vinculativos da União*»).

37- Cf. Artigo 10/1/2.º§ do Regulamento ESMA.

segundos aplicam-se quando é necessário «*determinar as condições de aplicação*» do direito sectorial existente (actos jurídicos vinculativos), não implicando igualmente «*decisões estratégicas ou escolhas políticas*».

Para melhor compreensão do alcance das diferenças acima realçadas, eis alguns exemplos de normas técnicas *de regulamentação* e de execução previstas:

- No âmbito do Artigo 57 da DMIF³⁸ sobre supervisão de membros de mercados regulamentados, a ESMA pode elaborar projectos de normas técnicas *de regulamentação* que especificam as informações que devem ser objecto de intercâmbio entre autoridades competentes no âmbito da cooperação na supervisão, incluindo acções de supervisão presencial e investigações; pode elaborar projectos de normas técnicas *de execução* destinadas a criar formulários, modelos e procedimentos normalizados para as autoridades competentes cooperarem naquelas actividades de supervisão.
- No âmbito do Artigo 5 da Directiva UCITS³⁹ 40 relativo ao processo de autorização de fundos de investimento harmonizados, a ESMA pode elaborar projectos de normas técnicas *de regulamentação* que especificam as informações a prestar às autoridades competentes por ocasião do processo de autorização.
- No âmbito do Artigo 17 da Directiva UCITS⁴¹ relativo ao processo de notificação associado ao estabelecimento sucursais

sais de sociedades gestoras de fundos de investimento harmonizados no território de outro Estado-Membro, a ESMA pode elaborar projectos de normas técnicas *de regulamentação* que especificam a informação a notificar e projectos de normas técnicas *de execução* destinadas a criar formulários, modelos e procedimentos normalizados para a transmissão da informação a notificar.

Assim, tanto as normas técnicas de regulamentação como as normas técnicas de execução, como o nome indica, normas de carácter meramente técnico, e em nenhum caso podem implicar decisões estratégicas ou escolhas políticas. Ambos os tipos de normas são adoptadas sob a forma de regulamentos ou decisões comunitárias.

Todavia, numa eventual hierarquia de importância, bem patente nos exemplos reais antes referidos, poder-se-ia dizer que as normas técnicas de regulamentação se situam num nível mais elevado do que as normas técnicas de execução. Esta “classificação” é corroborada pelo tipo de processo que conduz à adopção de cada um dos tipos de normas.

Enquanto a adopção final dos projectos de normas técnicas *de execução* depende apenas da ESMA e da Comissão Europeia, já a adopção final dos projectos de normas técnicas *de regulamentação* exige a intervenção do Parlamento Europeu e do Conselho. No contexto do poder executivo da Comissão, esta tem a última

38- Cf. Artigo 57 da DMIF com a nova redacção dada pela Directiva *Omnibus I*.

39- Cf. Artigo 5 da Directiva UCITS com a nova redacção dada pela Directiva *Omnibus I*.

40- *Undertakings for Collective Investment Schemes in Transferable Securities*, sigla inglesa para denominar a Directiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de Julho de 2009, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM).

41- Cf. Artigo 17 da Directiva UCITS com a nova redacção dada pela Directiva *Omnibus I*.

palavra sobre os regulamentos ou decisões de execução.

Relativamente aos projectos de normas técnicas de regulamentação, quer o Parlamento quer o Conselho têm em última análise o direito de colocar objecções, podendo bloquear, justificadamente, a adopção da proposta da Comissão baseada nos projectos da ESMA. Isto significa que para que um projecto de norma técnica de regulamentação seja finalmente adoptado como decisão ou regulamento, há um longo caminho a percorrer. Primeiro a Comissão e a ESMA devem chegar a um acordo sobre o conteúdo do projecto elaborado pela ESMA. A margem de divergência deve ser mínima, sob pena de a Comissão rejeitar simplesmente o projecto, terminando aí precipitadamente o processo. Se porém esta etapa for superada, é então necessário que o Parlamento e o Conselho não se oponham à proposta veiculada pela Comissão. Naturalmente, o sistema está concebido para que a melhor opção em termos de custo político e utilização do tempo seja o encontro de uma solução de compromisso no mais breve espaço de tempo.

Frisa-se que o poder delegado à Comissão pelo Parlamento Europeu e pelo Conselho para adoptar normas técnicas de regulamentação é temporário, sendo o prazo fixado em quatro anos, automaticamente renovável.

O real alcance do poder da ESMA relativo à emissão de *standards* técnicos é dado, na prática, em larga medida, pelas modificações introduzidas a cada instrumento jurídico do direito sectorial dos serviços financeiros. De acordo com a Directiva *Omnibus I*, em todas as áreas por esta abrangidas, está prevista a possibilidade de adopção de projectos de *standards* técnicos vinculativos, com excepção de uma.⁴² Esta possibilidade assume um carácter especialmente extenso em domínios como a Directiva UCITS, a DMIF⁴³ e os Prospectos, sendo mesmo obrigatória em áreas como a DMIF e os Prospectos.⁴⁴ A regulação de matérias que envolvam decisões estratégicas ou escolhas políticas continua a ser competência dos legisladores Parlamento e Conselho, sob iniciativa da Comissão. A proposta de revisão do Regulamento CRA prevê a delegação de poderes na Comissão por parte do Parlamento e do Conselho para que esta possa adoptar medidas (actos delegados) nas seguintes matérias relativas à regulação e supervisão de agências de *rating*: i) taxas de supervisão;⁴⁵ ii) regras de procedimento relativas ao exercício do poder de impor multas e penalidades;⁴⁶ iii) para ter em conta os desenvolvimentos de mercado, regras sobre independência e conflitos de interesses e informações a fornecer no pedido de registo que constam dos anexos ao regulamento;⁴⁷ e iv) decisões de equivalência de regime de regulação e supervisão de países terceiros.⁴⁸

42- Directiva 1998/26/CE relativa ao carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários.

43- Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros.

44- Directiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Novembro de 2003, relativa ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação.

45- Cf. Artigo 19 do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10. Todas as referências a artigos do futuro Regulamento CRA, após revisão, referem-se ao artigo do Regulamento CRA original em si com a nova redacção expectável. Para simplificar optou-se por não se fazer referência aos artigos da proposta de revisão do Regulamento CRA que operam as referidas modificações aos artigos do regulamento de base.

46- Cf. Artigo 23d do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

47- Cf. Artigo 37 do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

48- Cf. Artigo 5/6 do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

Como referido, as normas técnicas são adoptadas sob a forma de regulamentos ou decisões comunitárias, o que lhes confere a característica de terem efeito directo. Esta característica é de extrema importância pois significa que as matérias reguladas estão associadas ao exercício dos poderes da ESMA na sua forma mais ampla, designadamente no que respeita aos poderes de supervisão e de mediação vinculativa.

A ESMA é ainda competente para emitir orientações e recomendações sobre matéria técnica⁴⁹ – instrumentos jurídicos não vinculativos – cujos destinatários são as autoridades competentes nacionais e os intervenientes de mercado, à semelhança do que já sucedia com o CESR.

3.1.3.2 Poderes de Supervisão

Supervisão directa (visando directamente os intervenientes de mercado) e supervisão indirecta (por via da actuação junto das autoridades competentes nacionais)

Tendo por pano de fundo as suas competências de supervisão, a Autoridade pode adoptar decisões individuais dirigidas a intervenientes de mercado, quando esteja em causa a violação da aplicação de normas comunitárias directamente aplicáveis⁵⁰ conforme previsto no Artigo 17 do Regulamento ESMA sobre violação da legislação da União. Deixam de ser apenas a Comis-

são Europeia e o sistema jurisdicional europeu, designadamente o TJUE, as únicas entidades a nível comunitário a intervir quando se verifique uma violação do direito comunitário – de efeito directo – passando a ESMA a ter também uma participação no *enforcement* do direito comunitário dos serviços financeiros, mais precisamente na forma como este é aplicado pelas autoridades nacionais de supervisão.

A ESMA pode iniciar uma investigação de um alegado incumprimento do direito comunitário por parte de um Estado-Membro, em *tandem* com a Comissão Europeia, e sem prejuízo das competências do TJUE. A ESMA emite uma (hipotética) recomendação à autoridade competente nacional do Estado-Membro que está em incumprimento, e se esta não agir, após parecer formal da Comissão Europeia reforçando a recomendação da Autoridade, a Autoridade poderá emitir uma decisão individual vinculativa cuja entidade visada é um interveniente de mercado. Este poder da ESMA não é, todavia, geral. Aplica-se a um campo limitado e bem delineado, que é o das situações reguladas por normas jurídicas comunitárias directamente aplicáveis. Significa isto os domínios regulados por regulamentos comunitários, por oposição a directivas, e que são actualmente os seguintes: agências de *rating*,⁵¹ derivados OTC (*Over-The-Counter*) e infra-estruturas de mercado (contrapartes centrais e repositórios

49- Cf. Artigo 16 do Regulamento ESMA.

50- Normas de direito comunitário directamente aplicáveis referem-se a normas de direito comunitário que não carecem de actos de transposição para que sejam aplicáveis no território dos Estados-Membros, e sobrepõem-se às normas nacionais sobre a mesma matéria. Tipicamente as normas comunitárias directamente aplicáveis são as que constam de regulamentos comunitários. Estas normas têm também efeito directo. Ou seja, podem ser invocadas num tribunal da União Europeia, e não apenas nos tribunais nacionais dos Estados-Membros.

51- Regulamento (UE) N.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de Setembro de 2009 relativo às agências de notação de risco.

de transacções),⁵² *short-selling*⁵³ e um conjunto de disposições de nível dois da DMIF⁵⁴ e da Directiva dos Prospectos.⁵⁵ Além dos domínios referidos, a ESMA pode agir em todos os domínios relativamente aos quais venham a ser adoptadas normas técnicas visto estas virem a assumir a forma de regulamentos ou decisões. Trata-se de um poder cujo exercício se espera vir a ser esporádico e pontual, que porém vale como dissuasor do incumprimento do direito comunitário por parte dos Estados-Membros e respectivas autoridades de supervisão nacional.

Em suma, a ESMA pode praticar supervisão directa visando directamente os intervenientes de mercado e supervisão indirecta por via da actuação junto das autoridades competentes nacionais. O alcance da função de *watchdog* da ESMA relativamente às autoridades competentes nacionais é, numa certa perspectiva, “inversamente proporcional” às atribuições da ESMA em matéria de supervisão directa de determinado mercado. Ou dito de outra forma, quanto maior for o âmbito de acção da ESMA na supervisão de um mercado específico, menor será a sua interferência junto dos supervisores nacionais nessa matéria, por estes terem menos

(ou nenhuns) poderes nesse mercado. Os domínios da UCITS e das agências de *rating*, são exemplos de pólos opostos ilustrativos desta dicotomia. No sector dos fundos de investimento harmonizados, integralmente regulado a nível comunitário por directivas, a ESMA não poderá substituir-se a uma autoridade competente nacional quando esta não actue adequadamente caso um interveniente de mercado não cumpra as suas obrigações decorrentes do direito comunitário (porque as normas em causa não são directamente aplicáveis). Já no caso das agências de *rating* a interferência da ESMA é total por este domínio ser integralmente regulado por normas de efeito directo. Com a entrada em funcionamento da Autoridade e subsequente adopção de regulamentos comunitários relativos a normas técnicas, a situação alterar-se-á, naturalmente, passando a ESMA a poder agir mais amplamente também no domínio das UCITS e noutros até hoje ainda não regulados por regulamentos comunitários.

Supervisão exclusiva

A ESMA pode actuar como supervisor exclusivo ou único europeu nalguns domínios dos

49- Cf. Artigo 16 do Regulamento ESMA.

50- Normas de direito comunitário directamente aplicáveis referem-se a normas de direito comunitário que não carecem de actos de transposição para que sejam aplicáveis no território dos Estados-Membros, e sobrepõem-se às normas nacionais sobre a mesma matéria. Tipicamente as normas comunitárias directamente aplicáveis são as que constam de regulamentos comunitários. Estas normas têm também efeito directo. Ou seja, podem ser invocadas num tribunal da União Europeia, e não apenas nos tribunais nacionais dos Estados-Membros.

51- Regulamento (UE) N.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de Setembro de 2009 relativo às agências de notação de risco.

52- Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos derivados OTC, às contrapartes centrais e aos repositórios de transacções, COM(2010)484 final de 15.9.2010 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0484:FIN:PT:PDF>.

53- Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho “*on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps*”, COM (2010) 482, de 15.9.2010 final http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/20100915_proposal_pt.pdf.

54- Regulamento (CE) N.º 1287/2006 da Comissão de 10 de Agosto de 2006 que aplica a Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito às obrigações de manutenção de registos das empresas de investimento, à informação sobre transacções, à transparência dos mercados, à admissão à negociação dos instrumentos financeiros e aos conceitos definidos para efeitos da referida directiva.

55- Regulamento (CE) N.º 211/2007 da Comissão de 27 de Fevereiro de 2007 que altera o Regulamento (CE) N.º 809/2004 que estabelece normas de aplicação da Directiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz respeito à informação financeira contida nos prospectos quando o emitente tem um historial financeiro complexo ou assume um compromisso financeiro significativo.

valores mobiliários e mercados. Dispõe actualmente de poderes de supervisão exclusiva sobre agências de *rating* e deverá, provavelmente, vir a dispor do mesmo tipo de poderes relativamente a aspectos relacionados com as infra-estruturas de mercado.

Para desempenhar as suas funções de supervisão exclusiva das agências de *rating* a ESMA será dotada de poderes adequados de supervisão – incluindo a possibilidade de condução de investigações de carácter geral e de acções presenciais de supervisão – bem como do poder de aplicar medidas de supervisão/sanções,⁵⁶ de forma comparável à das autoridades de supervisão nacionais.⁵⁷ Dada a forma como está estruturado o sistema de actos jurídicos que dão corpo à arquitectura europeia de supervisão financeira, a concretização dos poderes atribuídos à ESMA faz-se por via dos actos e matérias referidos no Artigo 1 do Regulamento ESMA, ou seja, através do direito sectorial. É o que sucede relativamente às agências de *rating*, conforme previsto na nova redacção do Regulamento relativo às agências de notação de risco ou agências de *rating* (Regulamento (EU) N.º 1060/2009 de 16 de Setembro, de ora em diante Regulamento CRA, de *Credit Rating Agencies*), em vias de ser adoptado. Pela sua especificidade e interesse para a ilustração das competências da ESMA em matéria de poderes de supervisão directa e exclusiva de agentes de mercado, o tema será aprofundado no capítulo seguinte sobre os poderes sectoriais da ESMA.

Outra área relativamente à qual está em discussão a atribuição de poderes directos exclusivos de supervisão à ESMA é a área das chamadas infra-estruturas de mercado. As infra-estruturas referem-se às contrapartes centrais de compensação e liquidação de produtos derivados e aos repositórios de dados relativos à negociação desses derivados. A proposta da Comissão Europeia para regular esta matéria com alcance comunitário prevê que a ESMA tenha poder de supervisão exclusiva do mercado de repositórios de dados sobre derivados OTC (os chamados *trade repositories*), designadamente quanto ao registo e à vigilância da respectiva actividade.

Neste contexto a Autoridade não só tem poderes para adoptar decisões individuais vinculativas dirigidas a intervenientes de mercado no âmbito da sua regular actividade de supervisão das classes de intervenientes de mercado abrangidas, como é a única entidade a poder fazê-lo. Mesmo no caso em que ocorra uma delegação de tarefas de supervisão por parte da ESMA a uma ou mais autoridades competentes nacionais, a responsabilidade última final pelas decisões de supervisão permanece na esfera da ESMA.

Colégios de supervisão

No âmbito do funcionamento dos colégios de supervisão a Autoridade pode «*supervisionar, em conformidade com as atribuições e*

56- Em ingles: *investigation and enforcement powers*.

57- É possível argumentar que a ESMA não goza de poderes discricionários tal como estes estão concebidos nas autoridades competentes nacionais. O caso da supervisão das agências de *rating*, em que as medidas de supervisão/sanções estão tipificadas e exaustivamente descritas na lei, revela a ausência de poderes discricionários da ESMA.

*competências especificadas [no Regulamento ESMA], as funções desempenhadas pelas autoridades competentes».*⁵⁸ A existência de colégios de supervisores tem a sua razão de ser quando esteja em causa uma actividade transfronteiriça relevante por parte de um conjunto de entidades supervisionadas e tendo em conta o risco sistémico. Pretende-se com estes poderes criar as condições para que a Autoridade possa assegurar a coerência de funcionamento dos colégios de supervisores de forma transversal aos vários domínios do mercado de capitais. A ESMA assume uma dupla função de «facilitadora da supervisão conjunta» ou coordenadora, e ao mesmo tempo de supervisora «pura». Os meios ao dispor da ESMA para realizar supervisão no âmbito dos colégios são fundamentalmente os mecanismos de mediação vinculativa (cf. infra) e a possibilidade de tomar decisões directamente aplicáveis a um interveniente de mercado (cf. supra).

Estas normas terão no imediato aplicação concreta aos colégios de supervisão previstos nas directivas do sector bancário. Nos domínios comumente considerados como sendo ‘coutada’ dos supervisores de valores mobiliários e mercados, a intervenção da ESMA em colégios parece não estar ainda a ser contemplada.⁵⁹

O poder de supervisão através de colégios confunde-se com o próprio poder de coordenação que se analisa na secção seguinte.

3.1.3.3 Poder de Coordenação/ Mediação Vinculativa

Sendo um dos objectivos da autoridade a convergência da supervisão na União, a ESMA actua como promotora da cooperação intracomunitária e intersectorial e dispõe de poderes de coordenação para atingir o objectivo de aplicação uniforme do acervo comunitário em matéria de serviços financeiros.

Mediação em situações de supervisão transfronteiriça - diferendos entre autoridades nacionais sobre questões transfronteiriças

Uma das funções do CESR era a de mediação entre autoridades competentes nacionais em situações de desacordo na aplicação da legislação comunitária sobre serviços financeiros em contexto transfronteiriço.⁶⁰ Era porém reconhecido que este mecanismo de mediação, por não ser vinculativo, não era eficaz e que consequentemente o CESR não tinha capacidade de resolver diferendos entre autoridades competentes nestas situações. Com o Regulamento ESMA esta situação é radicalmente alterada porque o Regulamento confere à ESMA um poder de mediação vinculativa.⁶¹ Se mesmo após a fase de conciliação prevista no processo de resolução de diferendos as autoridades nacionais não cheguem a acordo em disputas relativas à supervisão de entidades com actuação transfronteiras, a ESMA pode actuar, seja por sua iniciativa, seja a pedido de uma autoridade

58- Cf. Artigo 21 do Regulamento ESMA.

59- Chegaram a formar-se no CESR colégios de supervisão das agências de *rating* cuja missão não chegou a concretizar-se por entretanto terem sido atribuídos à ESMA poderes exclusivos de supervisão neste domínio.

60- Cf. Artigo 4/1/a da Decisão 2009/77/CE da Comissão relativa ao CESR.

61- Cf. Artigo 19, Resolução de diferendos entre autoridades competentes em situações transfronteiriças.

competente de um Estado-Membro, no sentido de sanar o diferendo e garantir a aplicação uniforme do direito comunitário. O resultado prático do poder de mediação vinculativa consiste na faculdade de a ESMA aplicar uma decisão individual visando uma autoridade nacional. Caso aquela decisão não seja acatada existem duas situações possíveis: i) as normas objecto da disputa são directamente aplicáveis⁶² – a ESMA decide aplicar o conteúdo dessa decisão dirigindo uma decisão individual a um participante de mercado, sobrepondo-se deste modo à acção da autoridade competente nacional que se presume ter falhado o cumprimento das suas obrigações; ii) as normas objecto da disputa não são directamente aplicáveis – pode seguir-se a instauração de um processo de incumprimento por parte da Comissão Europeia dirigido ao Estado-Membro cuja autoridade nacional não acatou a decisão da autoridade. Esta última situação enquadra-se no mecanismo usual de garantir o cumprimento do direito comunitário por parte dos Estados-Membros da União, actuando a Comissão na sua função de guardiã dos tratados.⁶³

Os domínios em que vigora o mecanismo de resolução de diferendos entre autoridades nacionais competentes são fixados na legislação sectorial, pelo que numa primeira etapa do processo de criação do SESF a Directiva *Omnibus* identifica desde logo um conjunto desses domínios (e respectivos casos), ao qual acrescerão

certamente outros no futuro. Está prevista a possibilidade de mediação vinculativa quando seja exigível a cooperação e a coordenação ou a tomada de uma decisão conjunta por parte das autoridades competentes nacionais.

A coordenação através do poder de mediação é relevante, pois com a globalização dos mercados e a integração do mercado europeu os intervenientes de mercado operam crescentemente em base transfronteiriça. Por outro lado, o regime em vigor baseia-se no princípio da supervisão pelo estado de origem, ou seja, a supervisão das entidades com presença em vários Estados-Membros da União é realizada pela autoridade competente do Estado-Membro de origem⁶⁴ do interveniente, o que apresenta limitações. A recente crise financeira veio deixar patentes essas limitações, das quais um exemplo chave foi a ausência de mecanismos eficazes de articulação entre autoridades de supervisão que permitissem dar uma perspectiva alargada dos riscos à estabilidade do sistema financeiro e ao adequado funcionamento dos mercados, bem como as respectivas cadeias de transmissão dentro do sistema financeiro europeu. Embora a ESMA só possa dirigir decisões individuais aos intervenientes de mercado, em último recurso, em domínios específicos, julga-se que o poder da Autoridade para emitir decisões dirigidas às autoridades competentes nacionais em geral, funcionará como dissuasor da manutenção prolongada de diferendos entre autoridades

62- Normas nos domínios de agências de *rating*, derivados OTC e infra-estruturas de mercado (contrapartes centrais e repositórios de transacções), *short-selling* e um conjunto de disposições de nível dois da DMIF e da Directiva dos Prospectos, como já anteriormente referido.

63- Pode defender-se que permanece alguma incerteza relativamente ao real alcance do poder de mediação vinculativa da ESMA pois a ESMA não parece gozar de poderes discricionários tal como estes estão concebidos nas autoridades competentes nacionais. Esta diferença é reconhecida Considerando 32 do Regulamento ESMA sobre a mediação vinculativa, que refere que “*Nos casos em que a legislação aplicável da União atribua poderes discricionários às autoridades competentes dos Estados-Membros, as decisões adoptadas pela Autoridade não podem substituir o exercício desses poderes em conformidade com o direito da União.*”. A Directiva *Omnibus I* contém um considerando de igual teor relativamente à supervisão colegial de instituições financeiras (Cf. Considerando 20).

64- Estado de origem (ou autoridade competente do estado de origem) refere-se ao Estado-Membro em que está sediado o estabelecimento principal de um participante de mercado com presença em mais do que um Estado-Membro, por oposição a estado de acolhimento (ou autoridade competente do estado de acolhimento), que é aquele em que o participante de mercado opera através de filiais ou sem presença jurídica. No direito comunitário dos serviços financeiros prevalece o princípio da supervisão por parte da autoridade competente do estado de origem.

nacionais. Situações dessa natureza são indesejáveis pela incerteza que criam a nível comunitário e pela discriminação de tratamento entre intervenientes de diferentes Estados-Membros. Espera-se que o poder de mediação vinculativa da ESMA venha a ser benéfico para todas as autoridades, independentemente da sua qualidade de autoridade do estado de origem ou do estado de acolhimento, pois contribuirá para uma mais eficaz supervisão e cumprimento da legislação comunitária nos territórios nacionais e no território da União no seu todo. Os intervenientes de mercado e consumidores de serviços financeiros serão também certamente beneficiados na medida em que a convergência da supervisão contribui para a igualdade das condições concorrenciais de mercado na União.

A coordenação através do poder de mediação reveste também uma faceta intersectorial visto que as AES estão obrigadas a cooperar entre si.⁶⁵

3.1.3.4 Acção em Situação de Emergência

O poder de acção em situação de emergência é um dos mais importantes poderes da ESMA, embora se julgue que virá a ter uma expressão limitada pelo facto de o seu exercício estar dependente da verificação de situações extraordinárias. Pode em certo sentido ser encarado como um poder de coordenação ou de supervisão, mas dada a sua singularidade, optou-se por tratá-lo de forma autónoma dos restantes.

No âmbito das competências de supervisão da Autoridade, esta pode, em situações de emer-

gência, adoptar decisões individuais vinculativas dirigidas a uma autoridade competente nacional nos termos da legislação comunitária aplicável sobre serviços financeiros,⁶⁶ quer se trate de legislação directamente aplicável ou não.⁶⁷ Para que a ESMA possa agir visando directamente uma autoridade competente nacional é necessário que esteja verificado um conjunto de circunstâncias, restritivo, designadamente:

- Situação de emergência: existência declarada de uma situação de emergência declarada pelo Conselho da União Europeia;⁶⁸
- Necessidade de coordenação: verificação de «*circunstâncias excepcionais*» que exijam que seja dada resposta coordenada das autoridades nacionais.

A declaração de uma situação de emergência resulta de eventos extremos e/ou situações de risco bem identificadas e categorizadas como sendo de elevada importância. Surge na sequência de todo um processo jurídico-político em que intervêm ou podem intervir numerosos actores, designadamente o CERS e as próprias AES (cf. secção 4.1).

A necessidade ou não-necessidade de coordenação da acção dos Estados-Membros resultará da análise e avaliação de cada situação em concreto e das suas implicações no território da União, pressupondo implicitamente uma componente de juízo.

No entanto, reunidas as circunstâncias enunciadas, caso a Autoridade adopte decisões dirigidas às autoridades competentes nacionais, estas

65- Cf. Artigos 20 e 19 do Regulamento ESMA.

66- Referida no Artigo 1/2 do Regulamento ESMA e que corresponde aos domínios das competências sectoriais da ESMA.

67- Cf. Artigo 18 do Regulamento, Acção em situação de emergência.

68- Cf. Artigo 18/2 do Regulamento ESMA.

decisões sobrepedem-se a todas as anteriores sobre a mesma matéria. Se a matéria sobre a qual recaia a decisão dirigida às autoridades competentes releve de normas directamente aplicáveis, então a Autoridade poderá ainda emitir decisões visando directamente os sujeitos de mercado implicados. Verifica-se neste caso uma situação de exercício de poder semelhante à da supervisão directa da Autoridade quando esteja em causa a violação do direito comunitário sem adequada resposta por parte da autoridade competente relevante. Todavia, o exercício dos poderes em acção de emergência não pressupõe a violação (ou indício de violação) do direito comunitário.

A ideia subjacente à acção em situações de emergência é a de que é imperativa uma resposta conjunta e coordenada das autoridades competentes nacionais para fazer face a uma crise ou a uma ameaça significativa à estabilidade de parte ou da totalidade do sistema financeiro ou a uma ameaça ao bom funcionamento e à integridade dos mercados financeiros, principalmente em situações de alcance europeu ou transfronteiriço. É também no âmbito da acção de emergência que a Autoridade poderá proibir ou restringir temporariamente determinadas actividades financeiras que ameacem o funcionamento regular e a integridade dos mercados financeiros ou a estabilidade da totalidade ou de parte do sistema financeiro da União (Cf. secção 3.1, parte relativa ao Comité para a Inovação Financeira). Esta possibilidade deverá estar prevista no direito sectorial, sendo o caso do Regulamento sobre *short-selling* um exemplo de um domínio legislativo em que tal poder se poderá vir a operar. Como se poderá imaginar este poder da ESMA é concebido para ser usado em circunstâncias excepcionais.

3.1.3.5 Outras Funções

Além dos poderes referidos, que numa certa perspectiva se confundem com as suas funções, a ESMA têm ainda outras funções, de menor alcance, das quais se destacam as seguintes:

Identificação de riscos e análise de mercado

No contexto da recente crise financeira, a importância da monitorização, mitigação e gestão do risco sistémico por parte dos supervisores dos mercados de valores mobiliários foi amplamente reconhecida na concepção da nova arquitectura de supervisão financeira europeia. Não se julgue, porém, que incumbe apenas aos supervisores do sector bancário, designadamente os bancos centrais, e ao CERS a tarefa de acompanhar de perto a evolução dos mercados e proceder à identificação dos riscos que possam comprometer a estabilidade financeira e o regular funcionamento do mercado interno. As AES também são responsáveis por essas tarefas. Relativamente à ESMA essa atribuição está patente no articulado do Regulamento de forma inequívoca: “*A Autoridade deverá realizar análises económicas dos mercados e do impacto da evolução potencial dos mercados.*” e deverá “*Assegurar que a tomada de riscos de investimento e outros seja adequadamente regulada e supervisionada*”.⁶⁹ Embora o CESR já desenvolvesse trabalho de análise económica dos mercados e respectiva identificação de riscos, em particular em articulação com o Comité 3L3 (comité composto pelos mais altos representantes dos três comités de nível três. i.e. CESR, CEBS e CEIOPS), a função equivalente da ESMA encontra agora uma moldura jurídica mais ajustada. Inclui-se ainda nas atribuições da ESMA a realização de análises económicas de impacto da regulamentação.⁷⁰

69- Cf. Artigo 1 (número 5/e e penúltimo parágrafo do número 1) e Artigo 8/1/f/g do Regulamento ESMA.

70- Cf. Artigo 10/1.

Competência internacional da ESMA

A ESMA poderá celebrar acordos internacionais de cooperação para troca de informação com autoridades de supervisão de países terceiros. São os chamados “*acordos de carácter administrativo com as autoridades de supervisão, organizações internacionais e órgãos administrativos de países terceiros*”⁷¹, que dão corpo ao objectivo da ESMA de reforçar a cooperação internacional no domínio da supervisão. A aplicação desta competência da ESMA será desde logo uma realidade no domínio da DMIF (por via da *Omnibus*) que prevê a celebração de acordos de intercâmbio de informações com autoridades competentes de países terceiros.

Peer pressure, convergência de supervisão

Está cometida à ESMA a condução de avaliações pelos pares das autoridades competentes, através dos chamados exercícios de *peer-review*. Trata-se de avaliações entre pares das autoridades competentes nacionais que se mantêm com a transição do CESR para a ESMA. Enquadram-se no objectivo da promoção da convergência de supervisão.⁷²

Centralização, gestão e divulgação pública de informação de âmbito europeu

No contexto das funções de coordenação da ESMA, é-lhe atribuída, por via da *Omnibus*, a responsabilidade de actuar como plataforma de compilação/centralização e difusão de informação relativa a intervenientes de mercado sujeitos a supervisão, ou informação referente a valores mobiliários. Inclui-se aqui, por exemplo, a manutenção e divulgação da lista de empresas

de investimento e a lista de mercados regulamentados autorizados e sistemas de negociação multilateral ao abrigo da DMIF e a lista de prospectos de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado. A criação e manutenção do repositório central de dados sobre os *ratings* atribuídos pelas agências de *rating* é outro exemplo desta função da ESMA.

Poderes Sectoriais

No que respeita aos domínios do mercado de capitais nos quais se revelam os poderes da ESMA, estes estão taxativamente definidos no Artigo 1/2, do Regulamento ESMA por via dos instrumentos jurídicos nele indicados. São também fixados no Artigo 1/3 por referência a domínios concretos relativamente aos quais não são referidos instrumentos jurídicos por respeitarem a matérias ainda não reguladas pelo direito comunitário. O artigo refere ainda, acessoriamente, outras matérias que se relacionam com domínios fixados no Artigo 1/2.

Listam-se de seguida os domínios dos valores mobiliários e mercados que constam do referido Artigo 1/2 da ESMA através da menção dos instrumentos jurídicos respectivos:

- Sistemas de indemnização dos investidores (Directiva 1997/9/CE);
- Carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários (Directiva 1998/26/CE);
- Acordos de garantia financeira (Directiva 2002/47/CE);
- Abuso de mercado (Directiva 2003/6/CE);

71- Cf. Artigo 33 do Regulamento ESMA.

72- Cf. Artigo 8/1/e e Artigo 30 do Regulamento ESMA. Estes exercícios eram conduzidos no CESR pelo *Review Panel*, Grupo de Trabalho que foi presidido pela CMVM, por inerência de funções associada à Vice-Presidência do CESR por parte da CMVM, até à criação formal da ESMA. Informação disponível em: <http://www.esma.europa.eu/index.php?page=groups&mac=0&id=23>.

- Prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação (Directiva 2003/71/CE que altera a Directiva 2001/34/CE), ou simplesmente Prospectos;
- DMIF - Mercados de instrumentos financeiros (Directiva 2004/39/CE);
- Transparência dos emitentes com valores mobiliários admitidos à cotação em mercado (Directiva 2004/109/CE);
- Requisitos de capital (adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito Directiva) (Directivas 2006/49/CE);
- Fundos de Investimento - Organismos de Investimento Colectivo em Valores Mobiliários (OICVM/UCITS) (Directiva 2009/65/CE);
- Agências de notação de risco / agências de *rating* (Regulamento (EU) N.º 1060/2009);
- Fundos de Investimento Alternativos (Futura Directiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativos (GFIA)).

O número 2 do Artigo 1 refere ainda domínios que, em segundo linha, se possam relacionar com a supervisão dos valores mobiliários e mercados, fazendo referência aos seguintes actos jurídicos:

- Conglomerados financeiros (Directiva 2002/87/CE);
- Branqueamento de Capitais (Directiva 2005/60/CE relativa à prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais e de financiamento do terrorismo);
- Comercialização à distância de serviços financeiros prestados a consumidores (Directiva 2002/65/CE).

A intervenção sectorial da ESMA não se esgota todavia na enunciação dos actos anteriormente referidos. O número 3 do Artigo 1 do Regulamento ESMA refere que “*A Autoridade age também no domínio das actividades dos intervenientes nos mercados financeiros relativamente às matérias não abrangidas directamente pelos actos referidos no n.º 2*”. Neste grupo de “domínios acessórios” incluem-se as seguintes matérias: governo das sociedades, auditoria e informação financeira.

Finalmente o mesmo número estipula que “*A Autoridade intervém ainda de forma adequada no contexto das ofertas de aquisição e das questões relativas aos sistemas de liquidação e compensação e produtos derivados.*” Relativamente aos sistemas de liquidação e compensação e produtos derivados, está a ser actualmente negociada legislação nas instituições europeias sobre esta matéria: trata-se da Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos derivados OTC, às contrapartes centrais e aos repositórios de transacções, já referida na secção 3.1.1. Será no texto dessa mesma legislação que serão definidas as respectivas competências sectoriais da ESMA.

O tema da supervisão dos derivados OTC, das contrapartes centrais e dos repositórios de transacções é, aliás, um dos mais polémicos da actual discussão política e regulatória comunitária, havendo quem defenda que a ESMA deva ter atribuições de supervisão reforçadas nestes domínios (a área do *post-trading*, no jargão do CESR). Nesta fase da discussão é ainda prematuro explicitar aqui quais serão as competências da ESMA neste domínio. A compreensão e vigilância da actuação das contrapartes centrais (ou sistemas de compensação e liquidação de instrumentos financeiros) bem como a

transparência dos mercados de derivados OTC afiguram-se como sendo decisivas para a monitorização, a identificação e a prevenção do risco sistémico. Dada a acentuada globalização destas infra-estruturas de mercado – designadamente das contrapartes centrais – bem como dos mercados de derivados OTC, parece razoável esperar que a ESMA, com os seus poderes de regulamentação, coordenação e capacidade internacional venha a ter responsabilidades com alguma importância na supervisão deste mercado. A proposta regulatória em negociação nas instâncias europeias não prevê que a ESMA tenha poderes exclusivos de supervisão das contrapartes centrais, alegadamente pelo impacto orçamental que a supervisão das mesmas pode ter num Estado-Membro. Neste sentido o desenho final ficou aquém do possível na perspectiva daqueles que advogavam um mais forte papel da ESMA na supervisão destas entidades. A ESMA poderá ser, em princípio, a entidade junto da qual se processa o registo e supervisão dos repositórios de transacções de derivados OTC.

Relativamente à supervisão do sector das agências de *rating* há que notar que neste domínio a ESMA disporá de poderes bastante reforçados face aos dos restantes domínios, designadamente de poderes exclusivos de supervisão directa, o que compreende a possibilidade de realizar acções de supervisão directa (e.g. acções de supervisão presencial), a possibilidade de aplicar multas e cobrar taxas de supervisão, etc. Os termos em que essa supervisão ocorrerá serão estipulados no regulamento comunitário que altera o Regulamento CRA de Setembro de 2009, em fase de finalização nas instituições europeias. Pela sua especificidade e pioneirismo, o modelo de supervisão europeia das agências de *rating* é analisado em pormenor na secção 3.3.

Directiva versus regulamento

O direito comunitário dos serviços financeiros é fundamentalmente composto por directivas, e só excepcionalmente por regulamentos. Porém esta realidade está a ser substancialmente alterada nos tempos recentes, principalmente em consequência da crise financeira internacional de 2007/2008.

O rol de directivas comunitárias acima enunciado, indicativo dos poderes sectoriais da ESMA, é incomparavelmente superior ao rol de regulamentos comunitários. Todavia, no passado recente, a legislação comunitária de serviços financeiros adoptada e em vias de o ser, parece ilustrar uma vontade política de inversão de modelo. Exemplos recentes desta mudança de modelo são o Regulamento relativo às agências de *rating*, o regulamento sobre derivados OTC e infra-estruturas de mercado e o Regulamento sobre *short-selling*. Ao contrário de regulamentos comunitários pré-existent, estes novos regulamentos não regulam matérias de “execução” de directivas, regulam questões de princípio dos mercados financeiros que envolvem opções políticas de fundo e não apenas medidas de implementação dos referidos princípios. Este desenvolvimento político-regulatório comunitário apresenta algumas vantagens muito concretas que são susceptíveis de tornar a regulação e supervisão dos mercados financeiros mais eficaz e eficiente, a saber:

- i) O processo de regulação é normalmente mais célere porque o regulamento comunitário, por ser directamente aplicável, não precisa de ser transposto para os ordenamentos jurídicos nacionais, processo esse que pode chegar a demorar dois anos ou mais;
- ii) Contrariamente às directivas, os regulamentos não contemplam a possibilidade

de tomada de opções diversas pelos Estados-Membros quanto aos meios escolhidos para atingir certos fins de política regulatória. Este factor leva, à partida, a uma aplicação mais uniforme do direito comunitário promovendo a convergência da supervisão europeia, agilizando o funcionamento do mercado interno dos serviços financeiros e favorecendo a não-discriminação de tratamento dos investidores e participantes de mercado do espaço da União;

- iii) É susceptível de gerar poupança de recursos de supervisão à escala da União pois reduz a necessidade de esforço de convergência regulatória e de supervisão intracomunitária, designadamente no que respeita a exercícios de *peer-review*, que consomem recursos às autoridades competentes nacionais e à ESMA e se revelam exercícios morosos e politicamente sensíveis; e,
- iv) São um instrumento adequado à regulação de um sector que se caracteriza por um elevado grau de globalização e padronização (e.g. de sistemas de informação, de negociação, de gestão), e que, conseqüentemente requer abordagens regulatórias tão consistentes quanto possível a nível da União, evitando “compartimentação” nacional e reduzindo o risco de possibilidade de arbitragem regulatória e de supervisão por parte dos Estados-Membros e dos intervenientes de mercado.

3.1.4 Independência da ESMA

Enquanto o CESR era um fórum de reguladores cuja missão era prestar apoio técnico e “consultoria” à Comissão Europeia, a ESMA é uma agência da União Europeia com personali-

dade jurídica gozando da mais ampla capacidade jurídica no país em que tem estabelecida a sua sede e com o estatuto de independência. Uma das mais marcantes diferenças entre o CESR e a ESMA é o estatuto de independência da ESMA. Enquanto o CESR era um fórum em que estavam representados os interesses das entidades de supervisão dos Estados-Membros, a ESMA, embora tenha nos seus órgãos representantes dos supervisores dos Estados-Membros, estes, nas suas funções estão obrigados a agir com independência e a defenderem exclusivamente o interesse da União. O interesse da União no seu conjunto não se confunde com a soma dos interesses dos Estados-Membros que a compõem (de vários ou da totalidade). A Autoridade deverá defender valores públicos, em particular a integridade e a estabilidade do sistema financeiro, a transparência dos mercados e dos produtos financeiros e a protecção dos investidores. Há uma mudança de paradigma que se julga vir a ser um dos desafios mais difíceis de ultrapassar na nova arquitectura de supervisão financeira europeia e que é válido tanto para a ESMA como para as outras autoridades de supervisão do SESF. Esta nova abordagem implica uma nova atitude mental que certamente encontrará resistência.

3.2 Directiva *Omnibus* I

Como já referido na secção 2, um dos actos jurídicos instrumentais à implementação da nova arquitectura de supervisão europeia é a Directiva *Omnibus* (referimo-nos à *Directiva Omnibus I*). Esta directiva foi concebida para alterar o direito sectorial dos serviços financeiros em vigor.

A implementação da nova arquitectura de supervisão europeia dependerá ainda da adopção de outros instrumentos jurídicos comunitários

que regulam outras matérias do direito comunitário do sector financeiro. Entre os outros instrumentos jurídicos inclui-se, designadamente, a segunda Directiva *Omnibus*, a *Omnibus II*, cuja proposta foi apresentada pela Comissão Europeia em Janeiro de 2011⁷³ e se encontra já a ser negociada nas instituições comunitárias, bem como outros instrumentos jurídicos que regulam ou regularão matérias que não possam ser objecto de regulação através de directiva, como sejam regulamentos comunitários, e ainda a legislação cuja preparação, negociação ou adopção está em curso ou prevista para breve.

Tal como o nome indica, a Directiva *Omnibus* tem o objectivo de tratar vários e diversificados assuntos num só documento. O objecto da *Omnibus* é promover as alterações jurídicas a cada peça legislativa comunitária específica sobre direito do sector financeiro, para adaptá-la à nova realidade das AES, alinhando-a com as novas atribuições e poderes das AES e com a nova arquitectura do sistema em geral.

A *Omnibus* modifica onze directivas comunitárias, não apenas relativas aos domínios considerados prevalentemente como sendo objecto de supervisão por parte dos supervisores de valores mobiliários e mercados, mas também directivas relativas as áreas do sector financeiro que relevam da competência das outras autoridades europeias de supervisão - a EIOPA e a EBA. Destacam-se em particular, pela sua relevância, a Directiva 2003/41/CE relativa aos planos de pensões profissionais e a Directiva 2006/49/CE relativa à adequação de fundos próprios das instituições financeiras. Esta última sofre modificações que dizem respeito à ESMA, mas a parte mais substancial das modificações à

Directiva diz respeito às questões relacionadas com a EBA.

Embora numerosas, as directivas comunitárias referidas na *Omnibus* não esgotam o universo de directivas comunitárias sectoriais que serão objecto de alterações com a entrada em funcionamento do novo modelo de supervisão financeira europeia.

A *Omnibus I* apenas se propõe alterar parte do referido direito sectorial. A *Omnibus II* abrange matérias não abrangidas pela primeira Directiva *Omnibus I*, designadamente as matérias que se relacionam com a Directiva “Solvência II”, do sector segurador e, novamente, matérias do âmbito da Directiva dos Prospectos.

Das directivas modificadas pela *Omnibus I*, serão especialmente afectadas pela entrada em vigor da ESMA a Directiva UCITS, a DMIF, a Directiva do Abuso de Mercado, a Directiva dos Prospectos, e a Directiva da Transparência.

Finalmente nota-se que a implementação da nova arquitectura de supervisão europeia, em particular o funcionamento da ESMA, vai depender também da entrada em vigor de outras directivas e regulamentos comunitários do mercado de capitais, a saber: i) a Directiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativos (GFIA);⁷⁴ ii) o Regulamento sobre derivados OTC e infra-estruturas de mercado (contrapartes centrais de compensação e liquidação e repositórios de transacções de produtos derivados); iii) o Regulamento comunitário sobre *short-selling* e alguns aspectos do mercado de CDS; e, iv) o Regulamento 2009/60/EC relativo às agências de notação de risco (vulgo, agências de *rating*).

73- Proposta de Directiva do Parlamento e do Conselho que altera as Directivas 2003/71/CE e 2009/138/CE no que respeita às competências da Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma e da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, COM(2011)8final, 19.1.2011, disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm.

74- Também designada informalmente Directiva AIFM, a partir do seu título em inglês: *Alternative Investment Fund Managers*.

Resta ainda um longo caminho a percorrer para completar o processo de operacionalização da nova arquitectura de supervisão, que vai para além da mera entrada em vigor dos diplomas que instituem as novas entidades a criar e da Directiva *Omnibus I*.

3.3 Regulamento Comunitário das Agências de *Rating*

Não sendo escopo deste trabalho analisar a totalidade das alterações promovidas ao direito sectorial associado à criação da ESMA, foi, não obstante, dada uma breve panorâmica dos principais poderes da ESMA para o direito comunitário dos valores mobiliários e dos mercados e supervisão daqueles.

Propõe-se agora analisar a importância dos poderes da ESMA num domínio muito especial: o das agências de notação de risco de crédito, ou agências *rating*. Fundado em razões políticas e na estrutura do mercado internacional dos *ratings*, o tratamento político-regulatório dado às agências de *rating* diferiu marcadamente da abordagem seguida nos restantes domínios do sector dos valores mobiliários e mercados, e do sector financeiro no seu todo. A intervenção da ESMA na supervisão das agências de *rating* é consideravelmente superior à intervenção da ESMA na supervisão de outros domínios.

As motivações de ordem política que justificam este tratamento podem ser encontradas no papel atribuído ao inadequado comportamento das agências de *rating* na génese e desenvolvimento da crise financeira de 2007/2008, assumido no conteúdo do relatório de *Larosière*. A vontade

política dos Estados-Membros da União Europeia, especialmente daqueles com representação em fóruns internacionais, de apresentar respostas atempadas para colmatar a ausência de regulação e supervisão desta classe de intervenientes de mercado, foi também um factor importante na génese e desenvolvimento deste processo.

Quanto às razões que relevam da estrutura do mercado dos *ratings*, pesaram na opção política seguida, o facto de o mercado internacional dos *ratings* ser dominado por apenas três empresas de índole global, de origem não europeia ou muito influenciadas pelo contexto de um mercado não europeu. As três empresas em causa são a *Moody's*, a *Standard&Poor's* e a *Fitchratings*, que operam *grosso modo* numa estrutura concorrencial de mercado de tipo oligopolístico,⁷⁵ cuja actuação no mercado foi, até à data, fortemente determinada pelo tipo de regulação aplicável a estas entidades existente nos Estados Unidos da América, e pela forma como essa regulação era implementada pela autoridade de supervisão competente. Apesar de as empresas em causa terem uma forte presença na Europa, a esmagadora maioria dos Estados-Membros da União Europeia, da qual se exclui Portugal, não tinha de pé regulação sobre registo e/ou supervisão de agências de *rating*, sendo por isso um terreno de acção relativamente fácil de desbravar numa óptica comunitária, dada a escassez de “material regulatório” a harmonizar. Embora existam dezenas de agências de *rating* de pequena dimensão na Europa, estas operam localmente, e os seus serviços pouca ou quase nenhuma relevância têm em termos de mercado global e de risco sistémico.

75- Segundo um artigo da revista *The Economist* de 31.5.2007, que não cita a fonte, estas três empresas em conjunto representavam 95% da quota de mercado global dos *ratings*, “*Credit rating could do with more competition, and a bit more rigour*”.

Antes de encetar a análise do caso específico da supervisão das agências de *rating*, salienta-se que o Regulamento CRA publicado em 16 de Setembro de 2009 está a ser objecto de uma revisão iniciada com a proposta de regulamento apresentada publicamente pela Comissão Europeia em Junho de 2010, precisamente para acomodar as atribuições da ESMA na supervisão das agências de *rating*. Embora a negociação da proposta para o novo regulamento nas instituições comunitárias se encontre em fase avançada, o regulamento não foi ainda adoptado em definitivo, e consequentemente publicado no JOUE. Deste modo, a análise apresentada neste documento reporta-se à versão da proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que altera o Regulamento (EU) N.º 1060/2009 relativo às agências de notação de risco, na versão de compromisso alcançado entre o Conselho e o Parlamento Europeu datada de 21 de Dezembro de 2010, aqui referida como a proposta de revisão do Regulamento CRA.⁷⁶ Fica assim ressalvado que o conteúdo do regulamento, embora muito provavelmente seja já o final, poderá ainda assim ser sujeito a alterações ocasionadas pelo processo de revisão linguística comunitária.

Segundo esta versão da proposta de regulamento, a ESMA tem poderes exclusivos de supervisão das agências de *rating*. Trata-se de poderes de registo e supervisão contínua das agências de *rating*, equiparáveis aos poderes de que dispõem normalmente as autoridades de supervisão nacionais. Os poderes de supervisão da ESMA

sobre as entidades supervisionadas são vastos, pelo que se indicam aqui apenas os considerados mais relevantes. Compreendem:

- Concessão do registo e correspondente autorização para exercício da actividade;
- Exercício da supervisão contínua das entidades, pressupondo competências gerais de supervisão e inspecção, incluindo:
 - ◊ a condução de investigações de carácter geral;⁷⁷
 - ◊ as acções de supervisão presencial;⁷⁸
 - ◊ a realização de inquéritos e entrevistas, pedidos de informação e esclarecimentos escritos e orais, acesso a registos telefónicos e de tráfego de dados e obtenção de cópias de documentos;⁷⁹
- Aplicação de medidas de supervisão:⁸⁰
 - ◊ o cancelamento definitivo do registo;
 - ◊ a proibição temporária de emitir *ratings* com efeito em toda a União;
 - ◊ a suspensão temporária da utilização dos *ratings* para fins regulatórios com efeito em toda a União;
 - ◊ a exigência de pôr termo à infracção;
 - ◊ a emissão de comunicados públicos;
- Aplicação de multas;⁸¹
- Recolha de informação estatística sobre a actividade das entidades supervisionadas para alimentação de uma base de dados europeia centralizada cujo objectivo é o de aumentar a transparência do mercado para os investidores e controlar a *performance* relativa das agências de *rating*;⁸²
- Cobrança de taxas de registo e de

76- Cf. referência completa do documento em anexo.

77- Cf. Artigo 23-B do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

78- Cf. Artigo 23-C do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10

79- Cf. Artigo 23-B/1 alíneas a) a e) do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

80- Cf. Artigo 23-D/5 e Artigo 24 do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

81- Cf. Artigo 23-D/5 e Artigo 36-A do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

82- Cf. Artigo 11 do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

supervisão às entidades supervisionadas, que revertem directamente a favor do orçamento da Autoridade;⁸³

- No plano regulatório, elaboração de projectos de normas técnicas e de *guidelines*.

Além das medidas de supervisão acima referidas, o mecanismo que procura assegurar o cumprimento do Regulamento CRA inclui um conjunto de sanções aplicável às infracções ao Regulamento. E, tal como previsto no mesmo, baseia-se nos seguintes elementos:

- Identificação de mais de sete dezenas de situações que consubstanciam infracções ao Regulamento, agrupadas de acordo com os seguintes tipos: conflito de interesses e requisitos operacionais e organizativos, obstáculos às actividades de supervisão e obstáculos à divulgação de informação;⁸⁴
- Lista de multas aplicáveis consoante a gravidade da infracção em causa variando entre os valores base de €10.000 e €750.000;⁸⁵
- Lista de coeficientes de agravamento ou desagravamento das penalidades segundo um conjunto de factores agravadores ou mitigadores, respectivamente (agravamento máximo correspondente a um factor de 2,2 por infracção individual e factor mitigador máximo correspondente a um factor de 0,4 por infracção individual).⁸⁶

A existência de um regime sancionatório praticamente único aplicável em idênticos moldes em todos os Estados-Membros da União é uma novidade do futuro Regulamento CRA, de acordo com a revisão acordada. Este tema foi objecto de um debate intenso nas instâncias comunitárias por ocasião da negociação da revisão do regulamento, e mesmo no CESR por ocasião da discussão da oportunidade da emissão de *guidelines* de convergência de práticas nacionais relativas à aplicação dos regimes sancionatórios nacionais (no respeitante às agências de *rating*). Esta característica do futuro sistema de supervisão europeu das agências de *rating* representa a tal ponto uma ruptura com o direito comunitário dos serviços financeiros existente, que os seus opositores exigiram que a proposta de revisão do Regulamento CRA incluísse um considerando no sentido de impedir que um tal regime pudesse constituir um precedente para a imposição de sanções pecuniárias ou de outra ordem aos participantes de mercado de outras actividades do sector financeiro.⁸⁷

O papel das autoridades competentes nacionais na supervisão das agências de rating

Embora a ESMA detenha poderes exclusivos de regulação e supervisão das agências de *rating* conferidos pelo Regulamento CRA, como visto anteriormente, as autoridades de supervisão nacionais não estão totalmente arredadas da supervisão daquelas entidades. A ESMA opera

83- Cf. Artigo 19 do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

84- Cf. Anexo III do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

85- Cf. Artigo 36-A/2 do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

86- Cf. Anexo IV do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

87- Cf. Considerando 15e do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

em cooperação com as autoridades competentes nacionais, podendo estas ter um papel activo no processo de supervisão contínua e na identificação de infracções ao Regulamento.

Quanto à detecção de infracções, as autoridades competentes nacionais têm o dever de sinalizar à ESMA situações que se verifiquem num qualquer Estado-Membro da União, que considerem ser susceptíveis de constituir uma violação ao Regulamento CRA. Nesse caso, a mesma autoridade nacional poderá sugerir à ESMA que faça uso dos seus poderes de supervisão (designadamente requerer informações às entidades supervisionadas e outras com estas relacionadas, conduzir investigações, realizar acções de supervisão presencial), embora caiba à ESMA a última palavra sobre a(s) decisão(ões) a tomar nestas circunstâncias.⁸⁸ A mesma autoridade nacional poderá ainda solicitar à ESMA que aplique a medida de supervisão que consiste na suspensão da utilização de *ratings* para fins regulatórios da agência em causa.

As autoridades nacionais podem ainda participar na supervisão das agências de *rating* caso a ESMA decida delegar-lhes tarefas específicas de supervisão. Podem ser objecto de delegação o requerimento de informações às entidades supervisionadas e outras com estas relacionadas, a condução de investigações e a realização de acções de supervisão presencial.⁸⁹ Salienta-se que a delegação de tarefas não prejudica a responsabilidade legal da ESMA e ocorre mediante uma compensação financeira a atribuir

pela ESMA à autoridade nacional para cobrir os custos por esta incorridos. O Regulamento ESMA é omissivo quanto às condições em que a delegação de tarefas de supervisão deva ocorrer, mencionando simplesmente que esta pode ocorrer “*quando necessário para a adequada supervisão por parte da ESMA*”. Está prevista a emissão de *guidelines* da ESMA sobre a matéria,⁹⁰ mas parece razoável supor que, para lá de considerações de natureza política, a delegação ocorrerá se a autoridade nacional tiver valor a acrescentar à supervisão a desenvolver pela ESMA, designadamente por razões que se prendam com a residência/presença geográfica das entidades supervisionadas ou de entidades com aquelas relacionadas. Tome-se um exemplo. Se a ESMA detectar um possível incumprimento do Regulamento CRA na análise da forma como foi atribuído um *rating* relativo a um emitente sediado em Portugal, parece lógico assumir que a ESMA solicitará à CMVM a sua colaboração para interagir com o emitente em causa, designadamente se o contacto presencial for oportuno.

Antes de a ESMA ter sido criada, e consequentemente equipada com os poderes exclusivos de registo e supervisão contínua das agências de *rating*, coube ao CESR, mais precisamente ao *CESR Credit Rating Agencies Expert Group* e, mais tarde, ao *CESR Credit Rating Agency Standing Committee*,⁹¹ assegurar, interinamente, todos os trabalhos preparativos tendentes à implementação do Regulamento CRA. Este trabalho incluiu designadamente a coordenação

88- Cf. Artigo 31/1 do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

89- Cf. Artigo 30/1 do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

90- Cf. Artigo 21/2 do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

91- Informação disponível em: <http://www.cesr.eu/index.php?page=groups&mac=0&id=43>.

entre autoridades competentes e a emissão de *standards* técnicos sobre variadíssimas matérias, sendo de referir os procedimentos e documentação a apresentar no acto do registo, a aplicação das medidas de supervisão, a implementação do regime de países terceiros e a criação do projecto relativo à implementação do repositório central de dados estatísticos sobre a *performance* das agências de *rating*.

A concessão de poderes exclusivos de supervisão por parte da ESMA relativamente às agências de *rating* foi e continua a ser um verdadeiro “cavalo de batalha” dos defensores de um perímetro de supervisão tão vasto quanto possível e de uma supervisão tão centralizada a nível europeu quanto possível.⁹²

A supervisão integrada das agências de *rating* assume uma importância particular para os países em que estas empresas operam comercializando os seus serviços mas que aí não estabelecem qualquer presença jurídica, como é o caso da generalidade dos países da UE com mercados de menor dimensão relativa.

Quanto à importância no sistema de regulação, um exemplo do papel que as agências de *rating*, em especial as três agências globais, assumem no sistema de regulação (europeia e internacional) do sector financeiro refere-se ao sector bancário. O exercício da actividade das instituições de crédito está parcialmente alicerçada nos *ratings* pois estes influenciam o cálculo dos indicadores de solvabilidade das instituições bancárias. Os *ratings* são utilizados para atribuir ponderações de risco aos activos detidos pelos bancos, em especial créditos, sobre os quais incide o cálculo do montante de fundos próprios obrigatórios.

No caso português, por exemplo, as três agências de *rating* globais operam no mercado de valores mobiliários nacional emitindo *ratings* sobre os instrumentos de dívida de importantes empresas portuguesas e da República Portuguesa, sem que nenhuma delas opere directamente em Portugal de forma a poder ser incluída no perímetro dos agentes objecto de supervisão directa por parte da CMVM enquanto autoridade competente de origem. Porém, a influência destas agências exerce-se no mercado nacional, na medida em que os seus *ratings* são contratados por emitentes nacionais, e os *ratings* desempenham um papel económico e regulamentar bastante relevante. Os exemplos mais óbvios do papel económico *ratings* das três agências globais referem-se aos custos de financiamento das entidades notadas e à informação sobre o perfil de risco dos emitentes transmitida ao mercado (os *ratings* dos principais emitentes são geralmente de domínio público).

4. OUTROS ELEMENTOS DO SISTEMA SELECCIONADOS

A integração da supervisão do sistema financeiro a nível europeu é uma nova etapa do aperfeiçoamento do mercado interno da União, e do processo de integração europeia em geral. Nesse sentido, a criação do SESF deve ser encarada como um marco histórico, pois verifica-se integração numa área da sociedade em que a mesma era muito incipiente ou mesmo, praticamente inexistente. Seguidamente são identificados dois elementos da arquitectura de supervisão concebida, que se destacam pela sua singularidade no processo de integração comunitária, com especial relevância em termos económicos.

92- Apesar das competências da ESMA na supervisão das agências de *rating* serem significativas, salienta-se que relativamente à utilização dos *ratings* por parte das instituições, existem competências que permanecem na esfera dos Estados-Membros.

4.1 Conceito de Risco Sistémico

Não existia nas propostas legislativas da Comissão qualquer definição ou conjunto de critérios que permitissem transmitir e aplicar a noção de risco sistémico. Porém, dada a sua importância basilar na génese no processo de reforma institucional e legislativa da supervisão financeira europeia, esta noção foi incluída nos textos legislativos finais, em particular no regulamento que cria o CERS.

Inspirado no trabalho anterior do *Financial Stability Board*, o risco sistémico é definido como “*um risco de perturbação do sistema financeiro susceptível de ter consequências negativas graves no mercado interno e na economia real. Todos os tipos de intermediários, mercados e infra-estruturas financeiros podem ser, em determinada medida, potencialmente importantes a nível sistémico*” (Artigo 2/c do Regulamento CERS).

Embora não totalmente fechada – atente-se as expressões “*em determinada medida*” e “*potencialmente importantes*” – a definição de risco sistémico guia os sujeitos da aplicação da legislação, reservando porém espaço para a um certo grau de juízo, permitindo a necessária flexibilidade na análise dos desenvolvimentos de mercado e económicos em geral.

Era importante proceder a esta clarificação pois a identificação de riscos sistémicos é determinante na definição das novas funções dos supervisores de mercados. A definição é também determinante na ponderação da necessidade de adoptar uma decisão dirigida às AES pela qual se declare a existência de uma situação de emergência e, conseqüentemente, essencial

também para determinar a extensão da actuação da ESMA e activação dos seus poderes de coordenação vinculativa e supervisão directa e indirecta.

4.2 Declaração de Situação de Emergência

O regulamento ESMA prevê que seja o Conselho, em concertação com a Comissão e com o CERS, e se justificado com as AES, a declarar a existência de uma situação de emergência dirigida à Autoridade.⁹³

Embora não estejam tipificadas na lei as situações passíveis de serem consideradas situações de emergência, a lei prevê critérios cuja verificação é susceptível de conduzir à identificação de tais situações. Entende-se que são aquelas das quais resulte uma ameaça à estabilidade do sistema financeiro a curto, médio e longo prazos ou ao bom funcionamento e à integridade do sistema financeiro. Nesse sentido, entre as competências e atribuições da ESMA foi incluída a de “*cooperar estreitamente com o CERS, fornecendo-lhe nomeadamente a informação necessária para o exercício das suas atribuições e garantindo um seguimento adequado dos seus alertas e recomendações*”. Os alertas do CERS resultam da identificação e categorização de riscos sistémicos. Esses alertas podem ser tão significativos que sejam susceptíveis de despoletar a declaração de uma situação de emergência.⁹⁴ Existem três origens das quais pode emanar o pedido de declaração de situação de emergência: as AES, o CERS e a Comissão. Esta questão foi um dos pontos espinhosos da discussão negocial que precedeu a adopção da legislação relativa à supervisão financeira. Em redacções intercalares do processo de negociação também o Conselho podia iniciar o

93- Cf. Artigo 18 do Regulamento ESMA.

94- Cf. Artigo 3/2/e do Regulamento CERS e Artigo 18/2 do Regulamento ESMA.

processo tendente à declaração de situação de emergência. Porém essa opção acabou por não virar, ficando o direito de iniciativa reservado aos sujeitos referidos. De opinião diferente, o Parlamento Europeu julgava ser o CERS a entidade mais apta ao exercício do referido direito.

Por último, nota-se que apenas o Conselho tem o direito de declarar a cessação de uma declaração de emergência. Tal sucede na sequência de uma análise regular da situação de mercado.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

– UMA PERSPECTIVA NACIONAL

- Para países com mercados de pequena escala, como é o nacional, a integração da supervisão europeia apresenta-se *a priori* como potencialmente vantajosa. Isto sucede porque o mercado nacional é fortemente influenciado por agentes de mercados que não têm qualquer presença física no territórios de vários Estados-Membros, e menos ainda presença jurídica. O exemplo dado do mercado das agências de *rating* ilustra essa situação.

Os supervisores nacionais de países com mercados de menor escala nem sempre têm poderes de supervisão eficazes sobre entidades não-residentes pois, no direito comunitário prevalece o princípio da supervisão por parte da autoridade competente de origem em detrimento da autoridade competente de acolhimento. Os limitados poderes ao alcance das entidades de supervisão nacionais assentam em mecanismos de coordenação e cooperação entre autoridades da UE fixados pelo direito comunitário ou por protocolos bilaterais, tais como os celebrados sob a égide da IOSCO. Este quadro limita a possibilidade de as autoridades de acolhimento efectuarem supervisões mais eficazes na sua própria jurisdição. Com a criação do SESF estas limitações serão certamente menos sentidas.

No que respeita a agentes de mercado transfronteiriços, Portugal é tipicamente um país de acolhimento e não um país de origem, dada a estrutura de mercado do sector financeiro português. Os mecanismos de supervisão conjunta europeia existentes têm revelado ser soluções sub-óptimas, especialmente no contexto crise financeira recente. O reforço da integração europeia na área da regulação e da supervisão do mercado de capitais, e de todo o sector financeiro em geral (incluindo a banca e os seguros e fundos de pensões), é susceptível de beneficiar todos, mas acautela melhor os interesses dos países com mercados de menor dimensão pois as novas regras estabelecem perímetros de supervisão objectivamente identificados e prevêm a participação de todos os Estados-Membros nos processos de regulação e supervisão conjuntos com base em mecanismos de decisão pré-fixados. As vantagens de um sistema mais integrado, para os “pequenos”, decorrem da estrutura do mercado que tem prevalecido na Europa, muito concentrada em *hubs* financeiros localizados em grandes capitais – especialmente Londres –, a partir dos quais os agentes de mercado aí instalados, gerem e realizam as suas operações sobre todo o território da União.

- A criação da ESMA e a criação da nova arquitectura europeia de supervisão em geral é uma oportunidade para a supervisão nacional cujo potencial, certamente equacionado por ocasião do próprio processo negocial tendente à adopção do pacote legislativo comunitário relevante, deve ser explorado. Para que a oportunidade criada se torne efectivamente vantajosa para a defesa da integridade e do eficaz e eficiente funcionamento do mercado português e europeu, é desejável que sejam mobilizados os recursos humanos e financeiros adequados para assegurar uma participação eficaz e continuada de cidadãos nacionais (ou aculturados nacionalmente) nas actividades da ESMA e das restantes entidades do SESF.



REFERÊNCIAS

COMISSÃO EUROPEIA

Relatório *Larosière: The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosière - report*, 25 Fevereiro 2009 (não disponível em língua portuguesa); http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.

Comunicação da Comissão Supervisão financeira europeia COM(2009)252 final de 27 Maio 2010 disponível em:

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/373&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=fr>

CONSELHO DA UNIÃO EUROPEIA E CONSELHO EUROPEU

Conclusões do Conselho Europeu de 17 Junho 2010, § I. Uma nova estratégia europeia para o emprego e o crescimento, secção ‘Regulamentação dos serviços financeiros’, disponível em: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/pt/ec/115353.pdf

Conclusões do Conselho ECOFIN de 13 Julho 2010 *Financial supervision: the Council sets out its position with a view to continuing negotiations with the Parliament, 12090/10, PRESSE 205*, disponível em: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ecofin/115787.pdf

Relatório da Presidência para o Conselho: Reforma da Supervisão Financeira, 11669/10 de 12 Julho 2010, disponível em: <http://register.consilium.europa.eu/pdf/pt/10/st11/st11669.pt10.pdf>

LEGISLAÇÃO COMUNITÁRIA APROVADA - DIREITO COMUNITÁRIO EM VIGOR

CERS: Regulamento (UE) N.º 1092/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho de 24 de Novembro de 2010 relativo à supervisão macroprudencial do sistema financeiro na União Europeia e que cria o Comité Europeu do Risco Sistémico, disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0001:0011:PT:PDF>

Regulamento (UE) N.º 1096/2010 do Conselho, de 17 de Novembro de 2010, que confere ao Banco Central Europeu atribuições específicas no que se refere ao funcionamento do Comité Europeu do Risco Sistémico, disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0162:0164:PT:PDF>

EBA: Regulamento (UE) N.º 1093/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho de 24 de Novembro de 2010 que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Bancária Europeia), altera a Decisão (UE) 716/2009 e revoga a Decisão 2009/78/CE da Comissão, disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0012:0047:PT:PDF>

REFERÊNCIAS

EIOPA: Regulamento (UE) N.º 1094/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho de 24 de Novembro de 2010 que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma), altera a Decisão N.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/79/CE da Comissão, disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0048:0083:PT:PDF>

ESMA: Regulamento (UE) N.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho de 24 de Novembro de 2010 que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados), altera a Decisão N.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/77/CE da Comissão, disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0084:0119:PT:PDF>

OMNIBUS I: Directiva (EU) N.º 2010/78/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 24 de Novembro de 2010 que altera as Directivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE e 2009/65/CE no que diz respeito às competências da Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Bancária Europeia), da Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma) e da Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados), disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0120:0161:PT:PDF>

Regulamento (UE) N.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro de 2009, relativo às **agências de notação de risco** (JO L 302 de 17.11.2009), disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:PT:PDF>

LEGISLAÇÃO COMUNITÁRIA EM PREPARAÇÃO

OMNIBUS II: Proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho que altera as Directivas 2003/71/CE e 2009/138/CE no que respeita às competências da Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma e da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, Bruxelas, 19.1.2011, COM(2011)8 final, 2011/0006 (COD), disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0008:FIN:PT:PDF>

REVISÃO DO REGULAMENTO RELATIVO ÀS AGÊNCIAS DE NOTAÇÃO DE RISCO:

Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EC) N.º 1060/2009 on credit rating agencies - Outcome of the European Parliament's first reading (Strasbourg, 13 to 16 December 2010), de 21 de Dezembro de 2010, 2010/0160(COD), disponível em (apenas em inglês): http://register.consilium.europa.eu/servlet/driver?lang=EN&ssf=DATE_DOCUMENT+DESC&fc=REGAISEN&srm=25&md=400&typ=Simple&cm sid=638&ff_TITRE=credit+rating+agencies&ff_FT_TEXT=&ff_SOUS_COTE_MATIERE=&dd DATE_REUNION=&rc=1&nr=51&page=Detail

REFERÊNCIAS

PARLAMENTO EUROPEU

Relatório sobre a proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que institui uma Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (COM(2009)0503 – C7 0167/2009 – 2009/0144(COD)), Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários, Relator: *Sven Giegold*, 3 Junho 2010, disponível em: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A7-2010-0169+0+DOC+PDF+V0//PT&language=PT>

Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais/Ministério das Finanças e da Administração Pública

Workshop on Financial Supervision and Regulation: Lessons from the Crisis and Challenges Ahead, Lisboa, 2/3 Julho 2010, disponível em: <http://www.gpeari.min-financas.pt/arquivo-interno-de-ficheiros/worshop-lisboa-2009/Resumo-do-Workshop.pdf>

OUTROS

Nunes Pereira, José: A reforma europeia do plano de acção para os serviços financeiros: uma futura autoridade de supervisão europeia?, *in* Direito dos Valores Mobiliários, Volume VII, Coimbra: Coimbra Editora, pp.78-166, 2007

Nunes Pereira, José: A nova arquitectura de supervisão financeira da União Europeia, apresentação de 25 Maio 2010 no Instituto de Valores Mobiliários, Lisboa