

◆ Regulação dos Mercados de Valores Mobiliários: Fundamento e Estrutura*

Paulo Câmara**

1. FUNDAMENTO DA REGULAÇÃO DOS VALORES MOBILIÁRIOS

I. A regulação dos valores mobiliários não constitui um fim em si mesmo. Antes repre-

senta um instrumento para servir os interesses públicos ligados ao regular funcionamento dos mercados financeiros, cuja explicitação e análise se exigem para uma adequada compreensão da justificação das intervenções normativas nesta área e os respectivos limites.

Algumas características básicas dos mercados de valores mobiliários podem ser utilizadas para explicar o fundamento da regulação nesta área: a massificação, a aptidão funcional, a sofisticação, a permeabilidade a crises e a essencialidade da preservação da confiança. É por aqui que se inicia.

II. Os mercados de valores mobiliários são massificados – no sentido de que servem de encontro entre oferta e procura envolvendo uma percenta-

O presente artigo examina o fundamento e a estrutura da regulação dos mercados de valores mobiliários em Portugal. Esta província do Direito é submetida por tradição a testes aplicativos exigentes, designadamente em função da massificação e globalização do investimento mobiliário e da permeabilidade a crises financeiras. Todavia, como a recente crise colocou em evidência, aqui persistem em aberto diversos elementos da arquitectura institucional subjacente, seja a nível nacional, seja a nível europeu.

* O presente artigo retoma e desenvolve partes do meu *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, (2009). As normas citadas sem indicação de fonte pertencem ao Código dos Valores Mobiliários (adiante abreviadamente designado por CVM), aprovado pelo DL n.º 486/99, de 13 de Novembro, e sucessivamente alterado, salvo se do contexto resultar fonte diversa.

** Mestre em Direito (Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa) e Advogado (Sérvulo & Associados – Sociedade de Advogados RL).

gem elevada da população do planeta¹. Trata-se de mercados abertos – apesar de o acesso a algumas estruturas de negociação (art. 206.º, n.º 1) ou operações (art. 113.º) ser necessariamente intermediado –, pelos que os seus participantes (*maxime*, os investidores) exibem graus de experiência e de conhecimento muito dissemelhantes entre si².

Os valores mobiliários são, por outro lado, instrumentos financeiros que servem, directa ou indirectamente, para cumprir funções relacionadas com a afectação espacial e inter-temporal de recursos financeiros e a transferência, a cobertura e a diversificação do risco. Em determinados valores mobiliários (*inter alia*, *warrants* e valores mobiliários condicionados por eventos de crédito), existe mesmo um risco de perda total do investimento realizado.

Demais, os mercados financeiros conhecem uma crescente sofisticação, o que se deve nomeadamente à disseminação do uso de contratos derivados e de técnicas de titularização cuja avaliação do risco é difícil, mesmo que por parte de investidores qualificados. Aliás, o grau de literacia financeira dos cidadãos – isto é, a sua capacidade de compreender adequadamente os riscos e as oportunidades nos mercados financeiros – é em geral baixo³.

Soma-se que os mercados financeiros, como qualquer mercado em economias abertas, não escapam a crises. O Direito, por avançado que seja, não é apto a preveni-las ou a evitá-las. As crises financeiras, por seu turno, ao afectar as poupanças dos cidadãos, podem determinar amplas repercussões nefastas, em termos económicos, sociais e políticos.

Por último, nos mercados mobiliários é de primacial relevo a salvaguarda da confiança dos investidores. Os valores mobiliários representam direitos circuláveis: uma vez que o preço incorpora a potencial valorização futura dos direitos representados, o abalo na confiança numa sociedade ou num mercado pode ter consequências muito negativas nos mercados – poten-

¹ Segundo o Comité Económico e Social Europeu, o montante das transacções financeiras em 2002 ascendia a 1.123 trilhões de dólares, o que equivale a trinta e cinco vezes o montante do PIB mundial (COMITÉ ECONÓMICO E SOCIAL EUROPEU, *Parecer sobre as consequências económicas e sociais da evolução dos mercados financeiros*, JO C 10/97, (15-Jan-2008)).

² A categorização actual contrapõe os investidores não qualificados, os investidores qualificados e as contrapartes elegíveis (arts. 317.º-317.º-D).
³ Para confirmações recentes: EUROPEAN COMMISSION, *Communication on Financial Education*, COM (2007) 808, com referências a diversos levantamentos feitos na Hungria, França, Espanha, Itália, Austrália, Reino Unido e EFTA com resultados

desanimadores (3-4); os *Inquéritos sobre o Perfil do Investidor Português em Valores Mobiliários*, (1999 e 2001) organizados pela CMVM concluem que a maioria dos investidores afirma ter poucos conhecimentos sobre os produtos e o mercado de valores mobiliários: <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/A1FCD9DB-0CC0-464E-A405-B2306EEDB219.htm>

ciando, no limite, a ocorrência de crises sistémicas. A actual integração internacional dos mercados agrava o quadro, na medida em que os efeitos das crises rapidamente se propagam fora do espaço geográfico onde tiveram a sua origem. A crise causada, a partir do Verão de 2007, pelas dificuldades no crédito imobiliário de alto risco (*sub prime*) nos Estados Unidos, com efeitos claramente globais, constitui a mais recente ilustração deste fenómeno: mas não, seguramente, a última.

III. Embora em graus variáveis, estas características servem para fundamentar os objectivos principais associados à regulação do mercado de valores mobiliários: a *protecção dos investidores*, a *defesa do funcionamento equitativo, eficiente e transparente do mercado e a redução do risco sistémico*. Este enunciado de objectivos é basicamente consensual, contando nomeadamente⁴ com a confirmação pela IOSCO – organização internacional das comissões de supervisão – no seu principal documento orientador, intitulado *Objectives and Principles of Securities Regulation*, de Setembro de 1998⁵. Também entre nós, o catálogo de objectivos de regulação é na essência o mesmo. A demonstrá-lo, lembre-se que o art. 358.º do Código dos Valores Mobiliários afirma como princípios a observar na supervisão os seguintes:

- “a) protecção dos investidores;
- b) eficiência e regularidade de funcionamento dos mercados de valores mobiliários;
- c) controlo da informação;
- d) prevenção do risco sistémico;
- e) prevenção e repressão das actuações contrárias a lei ou a regulamento;
- f) independência perante quaisquer entidades sujeitas ou não à sua supervisão.”

O preceito, porém, é estruturado de modo a combinar indicações de natureza e âmbito dissemelhantes. Nas alíneas c) e e) estão em causa os meios

⁴ Cfr. igualmente David Llewellyn, *The Case for Financial Regulation*, *Journal of International Financial Markets*, Vol. 1 n.º 4 e 5 (1999), 153-161 (154); André Figueiredo, *A Informação Difundida*

no Mercado de Valores Mobiliários e os Poderes da CMVM: Uma “Nova Dimensão do Direito Administrativo?”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* n.º 24 (2006), 68-72.

⁵ De que, aliás, existe tradução portuguesa: cfr. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* n.º 4 (Maio 1999).

da actividade de supervisão; a independência, mencionada na alínea f), representa uma exigência para a credibilidade, eficácia e imparcialidade a supervisão⁶. Restam as alíneas a), b) e d) como únicos elementos, a partir da norma citada, a incorporar os objectivos da supervisão e regulação no nosso sistema jurídico – e reconduzem-se aos acima indicados.

IV. A asserção de que o Direito dos valores mobiliários é, em alguma medida, instrumental à protecção dos investidores merece algum aprofundamento, para não resultar numa formulação excessivamente simplista.

À cabeça, convém ter presente que a protecção dos aforradores não constitui finalidade única das normas mobiliárias. O Direito dos valores mobiliários procura preservar a confiança nos investidores e nos mercados – não apenas naqueles. Não pode ainda perder-se de vista que a lei pugna pela protecção dos investidores em relação às falhas de mercado (*inter alia*, assimetrias informativas, crises, delitos e fenómenos miméticos irracionais (*herding*)), pelo que a extensão destas determina a intensidade daquela, o que basta para inferir que estes dois aspectos são elementos teleológicos que não funcionam de modo auto-suficiente, mas antes em termos complementares.

Aliás, a demonstração empírica de que a protecção dos investidores está associada à defesa dos mercados tem sido uma preocupação nas construções doutrinárias que associam o desenvolvimento financeiro ao desenvolvimento normativo (*Law and Finance*). Na afirmação de LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY, em larga medida, os potenciais investidores financiam as empresas porque os seus direitos são protegidos por Lei⁷. Assim, o grau de protecção mobiliária representa um critério indubitavelmente importante de classificação dos mercados, sobretudo na perspectiva de algumas análises económicas que têm sido efectuadas sobre a regulação jurídica do mercado de valores mobiliários. Releva igualmente lembrar que diversos estudos comprovam uma ligação entre o desenvolvimento dos mercados mobiliários e o desenvolvimento económico⁸. Daí,

⁶ O ponto é adiante retomado: cfr. *infra*, 8.

⁷ Rafael La Porta/Florencio Lopez-de-silanes/Andrei Shleifer/Robert Vishny, *Investor Protection and Corporate Governance*, in *Journal of*

Financial Economics, n.º 58 (2000), 4; Id., *Investor Protection and Corporate Valuation*, *Journal of Finance* Vol. 57 n.º 3 (2002), 1147-1170.

⁸ John Coffee Jr., *The Future as History: The Prospects for Global Con-*

vergence in Corporate Governance and Its Implications, *Northwestern University L. R.*, n.º 93 (1999), 641-707 (642).

aliás, o interesse na criação e promoção de mercados bolsistas em economias em transição. Nessa medida, percebe-se também que o estudo científico em prol do afinamento da regulação mobiliária serve directamente o desenvolvimento da economia e do bem-estar geral.

A protecção dos investidores, além disso, é usualmente atingida através da cominação de deveres aos participantes no mercado (v.g. emitentes, intermediários financeiros, entidades gestoras), o que implica custos⁹. A exigência de prospecto em oferta pública, a imposição de regras organizativas aos intermediários financeiros ou o correspondente dever de adequação – todas estas são regras injuntivas cuja justificação se reconduz à protecção dos investidores mas que implicam, para a indústria, encargos patrimoniais não negligenciáveis. Nessa medida, um enfoque excessivo na protecção dos investidores pode, em casos-limite, conduzir a um sobrepeso de exigências nos demais participantes do mercado. Ora, sem participantes no mercado, por definição, inexistente mercado. Por isso, no campo da legitimação pré-legislativa, há que apurar se os conteúdos normativos dirigidos à protecção dos aforradores são adequados – pelo que há que ponderar se os custos das intervenções normativas mobiliárias são compensados pelos respectivos benefícios. Esta análise tem sido desenvolvida em tempos recentes, dada a evolução revelada em estudos quantitativos de impacto (*regulatory impact assessment*)¹⁰.

Dentro destes limites, este ramo de Direito procura apetrechar o sistema financeiro com factores de equilíbrio. Funciona, desta forma, como ramo jurídico empenhado: encerra um conjunto de normas, mas também um método¹¹.

V. A protecção do investidor recebe manifestações puramente normativas, na medida em que são diversos os institutos que se dirigem à prossecução deste fim. O elenco de normas dirigidas à protecção mobiliária é extenso, cobrindo desde os deveres de informação, os deveres de organização contabilística dos documentos de prestação de contas, os direitos relativos às

⁹ Luigi Zingales, *Costs and Benefits of Financial Market Regulation*, *ECGI Working Paper* n.º 21 (2004).

¹⁰ Cfr. Isaac Alkon/Peter Andrews, *Cost-benefit analysis: how to do it and how it adds value*, *ISA Occasio-*

nal Paper n.º 3 (1999) e, para uma visão mais crítica, Andromachi Georgosouli, *The debate over the economic rationale for investor protection regulation: a critical appraisal*, *Journal of Financial Regulation and*

Compliance Vol. 15 n.º 3 (2007), 242-247.

¹¹ Uwe Schneider, *Internationales Kapitalmarktrecht. Regelungsprobleme, Methoden und Aufgaben*, in *AG* 6/2001, 271.

associações de investidores e os demais direitos dos investidores não-institucionais¹².

De tão extenso, este princípio arrisca-se a resultar numa fórmula vazia: merece, pois, ser objecto de uma delimitação cuidada. Apenas caberão no seu âmbito, assim, as normas dirigidas *especificamente* à protecção mobiliária. Para uma ilustração, as regras que acautelam o direito à acção judicial constituem exemplos de regras que reforçam a posição do investidor, mas que não são especificamente mobiliárias.

VI. Os princípios enunciados comportam, por seu turno, sub-princípios, com uma carga preceptiva mais directa. Desta forma, pode afirmar-se que o princípio de protecção do investidor se desdobra nos corolários seguintes: o princípio da *plena informação* relevante para a decisão de investimento (*full disclosure*) – visando o esclarecimento da decisão de investimento, que não a justeza desta; e o princípio da *igualdade de tratamento*, em particular em relação aos titulares de valores mobiliários emitidos por sociedades abertas ao investimento do público (arts. 15.º, 112.º e 197.º). Identicamente, podem descortinar-se diversas concretizações do princípio de defesa dos mercados: o princípio da *formação regular de preços*¹³; e o princípio da adequada *prevenção, gestão e resolução de riscos sistémicos*. Estes últimos relevam para compreender que os objectivos de estabilidade financeira, além do domínio bancário, também são comuns à área dos mercados de capitais (como o documenta o exemplo extremo do n.º 2 do art. 352.º CVM)¹⁴.

¹² Oliveira Ascensão, *A protecção do investidor*, em *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, (2003), 13-40; Karl-Burkhard Caspari, *Anleger-schutz in Deutschland im Lichte der Brüsseler Richtlinien*, em Stefan Grundmann/Hans-Peter Schwintowski/Reinhard Singer (org.), *Anleger- und Funktionsschutz durch Kapitalmarktrecht*, Berlin, (2006), 7-21; Frank Easterbrook/Daniel Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, *Virginia LR* Vol. 70 n.º 4 (1984) 669-715; Eduardo Paz Ferreira, *Direito da Economia*, Lisboa, (2001, reimpr.

2004), 432-453; Nunes Pereira, *O Novo Código dos Valores Mobiliários e a Protecção dos Investidores*, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* n.º 7 (2000), 75-87; Sofia Nascimento Rodrigues, *A Protecção do Investidor em Valores Mobiliários*, (2001); Id., *A Protecção do Investidor na Sociedade da Informação*, em *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. V, (2004), 241-272; Id., *A protecção dos investidores nos contratos sobre valores mobiliários*, em Maria de Fátima Ribeiro (org.), *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Finan-*

ceira, Coimbra, (2007), 145-161.

¹³ Paulo Câmara, *Deveres de informação e formação de preços no direito dos valores mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 2, (1998), 79-94.

¹⁴ Recorde-se, a título de ilustração, o recente debate sobre o efeito dos *hedge funds* na estabilidade do sistema financeiro. A propósito, embora concluindo pelo seu modesto impacto sistémico, reenvia-se para Michael R. King/Philipp Maier, *Hedge Funds and Financial Stability: The State of the Debate*, em *Bank of Canada. Discussion Paper*, n.º 9 (2007).

VII. O reconhecimento destes princípios comporta consequências a três principais níveis: ao nível da política legislativa, eles demarcam o espaço para a intervenção legiferante; ao nível hermenêutico, os princípios mencionados documentam a especial relevância do elemento teleológico na interpretação das normas mobiliárias e da sua aplicação; tais princípios servem, por fim, para demarcar o rol de atribuições das autoridades administrativas criadas para fiscalizar o cumprimento das normas de direito dos valores mobiliários – como o documenta, para o caso nacional, o já citado art. 358.º CVM.

2. A FORMAÇÃO HISTÓRICA DO MODELO INSTITUCIONAL

I. Embora as origens da regulação financeira sejam europeias¹⁵, a tradição da criação de autoridades independentes para a supervisão do mercado de valores mobiliários foi iniciada nos Estados Unidos, em 1934.

A *Securities and Exchange Commission* (SEC) foi a entidade pioneira, criada em larga parte em resposta à crise financeira mais grave do século XX – a crise de 1929. Cabe-lhe, desde a sua génese, vigiar o cumprimento das leis federais em matéria de mercado de capitais¹⁶.

Os objectivos subjacentes à criação da SEC – o enfoque na qualidade da informação (*disclosure philosophy*) para acautelar decisões de investimento esclarecidas como meio de prevenir eficazmente os delitos bolsistas, e a quebra da auto-suficiência das bolsas na fiscalização da negociação dos valores mobiliários – permanecem no essencial actuais, constituindo as fundações da moderna supervisão do mercado de valores mobiliários, à escala mundial¹⁷. A importância deste legado não pode, em caso algum, ser menorizada – representando um contributo do direito norte-americano praticamente sem paralelo em outras áreas jurídicas¹⁸.

¹⁵ Stuart Banner, *Anglo-American Securities Regulation: Cultural and Political Roots, 1690-1860*, Cambridge (1998), *passim*.

¹⁶ *Securities Act* (1933), *Securities Exchange Act* (1934), *Trust Indenture Act* (1939), *Investment Company Act* (1940) e *Investment Advisor's Act* (1940).

¹⁷ Fundamental, para o recenseamento da evolução histórica da SEC: Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street*, Boston (1982).

¹⁸ Paulo Câmara, *Os Deveres de Informação e a Formação de Preços no Mercado de Valores Mobiliários*, *Cadernos MVM*, n.º 2, (1998), 79-80; Id., *A Directiva dos Prospectos: Contexto, Conteúdo e Confronto com o*

Direito Positivo Nacional, in *Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos*, I (2005), 1084-1085.

II. Na Europa, o acolhimento deste modelo institucional – baseado numa autoridade de supervisão independente de natureza pública – não foi imediato. Ressalva-se, naturalmente, o que sucedeu na Bélgica, que promoveu a criação da *Commission Bancaire* logo em 1934, mas com competências distintas das atribuídas à autoridade norte-americana¹⁹.

Afora este caso, na regulação e supervisão dos valores mobiliários a SEC serviu nomeadamente de inspiração à criação da *Commission des Opérations de Bourse* em França (1967), à Consob em Itália (1974), à *Securities and Investment Board* britânica (1986), à CNMV espanhola (1988) e, em Portugal, à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), em 1991. Convém, é certo, ter presente que a matriz institucional europeia se desvia do modelo norte-americano em dois fundamentais aspectos. A um tempo, as autoridades mobiliárias europeias por tradição concentram competências sobre valores mobiliários e instrumentos financeiros derivados – o que não sucede nos EUA, dada a competência atribuída à *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) para a supervisão e regulação de futuros sobre mercadorias e de opções²⁰. A outro tempo, na Europa, a partir da década de oitenta começa a generalizar-se o modelo de supervisão monista (integrando atribuições nas áreas bancária, seguradora e mobiliária), como adiante se tratará²¹.

Retenha-se ainda que as regras de direito comunitário derivado na área dos valores mobiliários, embora não impondo modelos de supervisão, acabam por sugerir implicitamente a independência das autoridades de supervisão, ao pressupor a existência de autoridades competentes na fiscalização dos actos administrativos impostos por via comunitária. Tal foi reforçado na recente Directiva do Prospecto²², que diminui o espaço para a aprovação do prospecto de admissão por bolsas. Nessa medida, não causa surpresa que o progresso de harmonização comunitária tenha sido acompanhado de

¹⁹ Cfr. *Arrêté royal* n.º 2 de 22 de Agosto de 1934 e *Arrêté royal* n.º 185, de 9 de Julho de 1935. Apesar da proximidade temporal de criação das duas entidades, existem diferenças marcadas entre as competências da *Commission Bancaire* belga (de um lado mais amplas, envolvendo a supervisão bancária, de outro lado mais restritas, no âmbito da supervisão bursátil) e as da SEC. Cfr. Vanina

Paoli-Gagin, *Les Commissions de Valeurs Mobilières aux États-Unis et en Europe*, Bruxelles, (1998), 20-24.

²⁰ A atribuição de competências regulatórias sobre instrumentos financeiros derivados à CFTC (reservando para a SEC competências relativamente aos futuros sobre acções) é alvo de frequente críticas em solo norte-americano.

²¹ Cfr. *infra*, 13.

²² Directiva n.º 2003/71 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. Cfr. a propósito Paulo Câmara, *A Directiva dos Prospectos: Contexto, Conteúdo e Confronto com o Direito Positivo Nacional*, cit.

uma expansão das autoridades administrativas independentes de supervisão. Por fim, os Princípios sobre regulação aprovados pela organização mundial de reguladores mobiliários (a *International Organization of Securities Regulators*, abreviadamente IOSCO)²³, embora despidos de natureza injuntiva, acentuam muito as exigências de independência das autoridades reguladoras. Note-se que estes Princípios são de comum utilização nos exigentes exercícios de avaliação dos sistemas financeiros promovidos pelo FMI e pelo Banco Mundial, o que vinca a efectividade da sua influência na conformação das estruturas institucionais e normativas relacionadas com o mercado de valores mobiliários. Tal, por seu turno, identicamente contribui para a generalização, à escala planetária, do modelo institucional de supervisão gerado na América dos anos trinta.

III. Em decorrência do modelo institucional inspirado na matriz norte-americana, surgem consequências materiais no âmbito da disciplina jurídica. Ao implicar a prática de actos administrativos por parte de uma entidade reguladora apetrechada com vigorosas atribuições, a experiência norte-americana comporta, em termos inexoráveis, uma publicização, ainda que parcelar, da regulação financeira. O Direito dos valores mobiliários passa a assumir-se como ramo de Direito misto – combinando zonas de direito público e de direito privado. A combinação de uma zona jusprivada e juspública não deve, é certo, contribuir para uma indistinção categorial entre uma e a outra, nem para olvidar os diversos pressupostos em que cada uma assenta (ali, liberdade jurígena, aqui competência decisória). O ponto não é aqui prosseguido – bastando, para já, constatar a afirmação de uma mancha de normas de Direito público no seio do Direito dos valores mobiliários como um dado inelutável, sobretudo a partir das intervenções federais resultantes do *New Deal* norte-americano.

3. A REGULAÇÃO

I. O edifício de fontes do Direito dos valores mobiliários reconhece pacificamente a insuficiência das fontes legislativas, em sentido formal,

²³ IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, Public Document No. 125 (a última revisão data de 2003), Secção 6.3; Id., *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, (2003).

para a adequada regulação dos mercados e dos seus agentes. Esta asserção repousa em diversos motivos: na acelerada dinâmica dos mercados financeiros, a exigir alguma adaptabilidade dos instrumentos normativos; na necessidade, por vezes sentida, de encetar intervenções com carácter de urgência; e na conveniência em redigir preceitos com algum detalhe, que se apresentam desajustados aos textos legislativos. Estes dados ditam a importância dos regulamentos da autoridade de supervisão e dos actos quase normativos (*soft law*) na construção de modelos decisórios para a resolução de casos concretos. Centremo-nos, para já, nos primeiros.

Neste quadro, a atribuição primeira das autoridades independentes financeiras é a da emissão de regulamentos. Estas autoridades, de facto, beneficiam de uma maior proximidade da realidade regulada²⁴ e gozam de maior agilidade regulatória, tendo uma facilidade acrescida de alteração dos textos normativos anteriormente produzidos.

É a este propósito sintomática a indicação metodológica, constante dos trabalhos preparatórios do Código dos Valores Mobiliários, de que um dos principais critérios de delimitação entre matéria legal e regulamentar seria a subsidiariedade daquela. A orientação geral foi confessadamente a de “*não integrar na lei o que pode ser integrado em regulamento*”²⁵. A depuração normativa do actual Código, em confronto com o antecedente Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991, encontra aqui uma das suas primeiras causas.

II. Em termos paralelos à produção normativa, cabe mencionar o papel das autoridades de supervisão na interpretação das regras vigentes – através de pareceres genéricos²⁶ ou de actos concretos que impliquem a não perseguição sancionatória das condutas admitidas (*no-action letters*)²⁷.

²⁴ A par da regulação própria, convém não esquecer que, atento o seu *know-how*, as autoridades de supervisão financeira desempenham identicamente um papel importante no apoio a iniciativas legislativas. Cfr. a propósito, no campo mobiliário, o art. 4.º, n.º 1 d) do Estatuto da CMVM, aprovado através do DL n.º 473/99, de 8 de Novembro.

²⁵ Ministério das Finanças/CMVM,

Trabalhos Preparatórios do Código dos Valores Mobiliários, Lisboa, (1999), 50.

²⁶ Frederico Costa Pinto/Alexandre Brandão da Veiga, *Natureza, Limites e Efeitos das Recomendações e Pareceres Genéricos da CMVM*, Cadernos MVM n.º 12 (2001), 273-285.

²⁷ A intensidade destes actos nos Estados Unidos é assinalável: entre 1981 e 1990 terão sido emitidas pela SEC mais

de 15.000 *no-action letters*, segundo reporta Vanina Paoli-Gagin, *Les Commissions de Valeurs Mobilières aux États-Unis et en Europe*, cit., 203. Cfr. ainda Donna Nagy, *Judicial Reliance on Regulatory Interpretations in SEC No-Action Letters: Current Problems and a Proposed Framework*, in Donald Langevoort, *Securities Law Review*, (1999), 75-167.

Está visto que os actos interpretativos emanados das autoridades administrativas não são vinculativos. Porém, estes actos cumprem três funções básicas:

- são contributos interpretativos trazidos ao conhecimento público, favorecendo a certeza jurídica;
- constituem garantia de imparcialidade e coerência decisória por parte da autoridade administrativa; e
- fornecem modelos de decisão às empresas e aos profissionais do mercado.

III. As fontes comunitárias merecem, neste contexto, uma referência autónoma. A actual arquitectura do sistema de produção normativa europeu, desenhada por influência das propostas apresentadas em 2000 e 2001 nos Relatórios de Peritos do grupo presidido por LAMFALUSSY, concebe actualmente uma estratificação normativa das regras atinentes ao mercados de valores mobiliários²⁸. De entre os níveis normativos, subdistingue-se:

- as medidas de nível 1, que consiste na adopção de directivas ou regulamentos que incorporam os princípios gerais da matéria legislada; e
- as medidas de nível 2, elaboradas pela Comissão Europeia sob proposta de um comité de regulamentação, encarregadas de desenvolver, adaptar e actualizar as regras de nível 1.

Tal estrutura, posta em prática desde 2001, tem contribuído para uma agilitação do processo regulatório, para a abertura a processos de consulta pública e para uma convergência na interpretação das normas comunitárias. Em termos institucionais, além de reforçar a posição da Comissão Europeia, favorece identicamente uma revalorização do papel das autoridades de supervisão na preparação de legislação comunitária, no âmbito dos procedimentos comitológicos. Aliás, os resultados positivos desta estrutura conduziram a que a mesma tivesse sido adoptada na área da banca e dos seguros.

O afinamento do processo regulatório europeu tem também contribuído para um notório alargamento do âmbito de harmonização comunitária

²⁸ Ellis Ferran, *Building an EU Securities Market*, Oxford, (2004), 58-126; José Brito Antunes, *Notas Pessoais sobre o Processo Lamfalussy*, Cadernos MVM n.º 18 (2004), 48-61; Arthur Docters Van Leeuwen/Fabrice Demarigny, *Europe's Securities Regulators under the new EU Regulatory Framework*, *Journal of Financial Regulation and Compliance* Vol. 12 n.º 3 (2004), 206-215.

ria no Direito dos mercados financeiros – e, com isto, para uma diminuição do espaço regulatório das autoridades nacionais de cada Estado-Membro, sobretudo quando estão em causa instrumentos normativos de harmonização máxima. As propostas de alteração da arquitectura regulatória europeia, submetidas em 2009, através do designado Relatório DE LAROSIÈRE²⁹ e no essencial prontamente endossadas pela Comissão Europeia, conferem redobrada actualidade ao tema. A discussão sobre se tal sugere a criação de uma autoridade europeia de regulação mobiliária é examinada adiante³⁰.

IV. Outro contributo relevante, provindo originariamente dos Estados Unidos, prende-se com a avaliação da eficiência da regulação e das autoridades independentes de supervisão. O ponto de partida para esta tendência são as teses, filiadas na *law and economics*, de que a finalidade da regulação deveria consistir em assegurar o funcionamento eficiente dos mercados financeiros³¹.

As utilizações da avaliação de custos e benefícios que hoje (felizmente) ameaçam tornar-se correntes, contribuem sobremaneira para a antecipada prognose do impacto das soluções regulatórias desenhadas³² e, de igual forma, constituem penhor do respectivo equilíbrio final. À medida em que aquelas se tornem mais afinadas, maior será o progresso trazido para a moderna regulação financeira.

²⁹ The High Level Group on Financial Supervision in the EU (Chaired by Jacques de Larosière), *Report*, (25-Fev.-2009).

³⁰ Cfr. *infra*, 10.

³¹ Edmund Kitch, *Regulation of the Securities Market*, in *Encyclopedia of Law and Economics*, disponível em <http://allserv.rug.ac.be>, (1999), 5660.

³² Isaac Alton/Peter Andrews, *Cost-Benefit Analysis in Financial Regulation: How to do it and how it adds value*, *Journal of Regulation and Compliance* vol. 7 n.º 4 (1999), 339-352.

³³ Em geral: Vital Moreira, *Auto-Regulação Profissional e Administração Pública*, Coimbra, (1997), incluindo indicações sobre o âmbito mobiliário (341-347).

4. A AUTO-REGULAÇÃO

I. Auto-regulação é a designação genérica de todas as formas de conformação de práticas estabelecidas pelos próprios participantes do mercado, individual ou colectivamente, nomeadamente através das respectivas associações profissionais. A sua manifestação não constitui um fenómeno privativo do Direito dos valores mobiliários³³, embora adquira aqui matizes próprios que merecem ser alinhados.

A influência da auto-regulação não é idêntica em todos os sistemas jurídicos, dependendo em muito da capacidade de iniciativa das instituições privadas do sector, da cultura de mercado ou do enquadramento normativo. Há, aliás, formas impuras de auto-regulação, que são provocadas pela lei ou pelas autoridades públicas, o que constitui um indício seguro de que a auto-regulação admite diferentes graus e comporta manifestações multifacetadas³⁴.

II. O peso da auto-regulação depende do sistema jurídico e do contexto histórico considerados. Se nos referirmos a períodos temporais pluriseculares, pode afirmar-se que tendencialmente o espaço da auto-regulação do mercado financeiro tem vindo a diminuir. As causas para esta tendência são plúrimas, sendo justo destacar: o surgimento de áreas financeiras que reclamam um maior grau de intervenção da regulação clássica; a reformulação da natureza jurídica das bolsas; e o aperfeiçoamento dos processos regulatórios.

No Reino Unido, até aos anos noventa, era assinalado um papel muito relevante das *self-regulatory organizations*. Os anos noventa, porém, testemunharam a falência deste modelo auto-regulador extremo³⁵, que consentia alguma ambiguidade na demarcação da linha divisória entre as condutas permitidas e as condutas proibidas e, perante a proliferação de *self-regulatory organizations*, dava azo a alguma dificuldade na determinação das fronteiras de competência de cada organismo auto-regulador³⁶. As debilidades deste sistema foram postas a claro sobretudo no escândalo *Barings Bank* – a funcionar como causa mais visível da reformulação do sistema de supervisão britânico, agora concentrado sob a égide da *Financial Supervisory Authority*.

A experiência alemã também é relevante para comprovar a insuficiência da auto-regulação para lidar com certas matérias mobiliárias. Até aos anos noventa, o sistema jurídico alemão assentava em instrumentos auto-reguladores para tratamento do insider trading e da matéria das OPAS. No primeiro caso, vigoravam desde 1970 orien-

³⁴ Cfr., a título de exemplo, a Secção 7.1 da Lei sobre Supervisão dos Mercados Financeiros vigente na Suíça, que obriga o regulador a apoiar a auto-regulação e a permitir que haja um suficiente e efectivo espaço de intervenção auto-regulatória.

³⁵ Sharon Chin, *Financial Services Regulation: Can History Teach Us Anything?*, in P. Cartwright (ed.), *Consumer Protection in Financial Services*, (1999), 141-160 (143-144).

³⁶ Susan Strange, *Managing Mad Money – When Markets Outgrow Governments*, Manchester (1998), 152-154.

tações recomendatórias que, sob pressão da discussão da primeira Directiva comunitária, foram consideradas deficitárias, na delimitação de conceitos basilares, o que poderia causar danos reputacionais importantes ao mercado financeiro alemão³⁷.

A crescer, a desmutualização das bolsas também contribuiu para diminuir o seu papel regulatório³⁸. Uma vez transformadas em empresas destinadas a prosseguir o lucro, tornou-se claro que as gestoras de mercados não podem assumir o cerne das tarefas regulatórias, dado o escasso incentivo – para além da prevenção de danos reputacionais – para perseguir membros incumpridores. Usual é, por isso, a autonomização das funções regulatórias em entidades (privadas) dotadas de certa independência. Este o modelo seguido nomeadamente nos EUA, atento o papel da *Financial Industry Regulatory Authority* (Finra)³⁹.

É de admitir, por fim, que o aperfeiçoamento de processos regulatórios desempenhe um papel neste âmbito. Com efeito, a crescente utilização de processos de consulta pública a preceder intervenções regulatórias no mercado de capitais, pode conduzir em certos casos ao acolhimento de pretensões da indústria, diminuindo ou retirando espaço para intervenções auto-regulatórias.

III. O papel da auto-regulação no Direito dos valores mobiliários não pode no entanto ser tido como diminuto.

Em primeira linha, não pode esquecer-se que a auto-regulação constitui um campo propício para a convergência de práticas, em termos internacionais⁴⁰. Também serve como instrumento de compilação de usos comerciais (*lex mercatoria*), o que lhe assegura uma importante função heurística. Além disso, ao lado de áreas que recebem maiores intervenções hetero-regulatórias, persistem zonas de acentuada influência auto-conformadora – é o que se passa com os derivados, por exemplo, mercê da actuação do *Institute of Securities Dealers Association* (ISDA)⁴¹. Em alguns domínios, os mecanismos auto-reguladores sur-

³⁷ Gerhard Wegen/Heinz-Dieter Assmann, *Insider trading in Western Europe: current status*, London, (1994), 1-8, 16-17.

³⁸ Paulo Câmara, *O Governo das Bolsas*, Direito dos Valores Mobiliários, Vol. VI, Coimbra, (2006), 187-228.

³⁹ Cfr. desenvolvimentos em www.finra.org e em Roberta Karmel, *Is the Financial Industry Regulatory Authority a Government Agency?* Brooklyn Law School, Legal Studies Paper n.º 86 (2008).

⁴⁰ Joanna Benjamin, *Financial Law*, cit., 8, 589.

⁴¹ Por todos: Schuyler Henderson, *Henderson on Derivatives*, cit., 543-820.

gem como mecanismos sucedâneos de superação de dificuldades para gerar consensos em termos comunitários – como sucede por exemplo no caso da compensação e liquidação, no âmbito do qual um impasse regulatório foi resolvido através da elaboração de um Código de Conduta europeu. A crescer, novas áreas são conquistadas pelos desenvolvimentos auto-regulatórios – casos dos *hedge funds* e do capital de risco⁴².

Entende-se, assim, que a auto-regulação mantém a sua relevância no plano das fontes (entendendo esta expressão em sentido amplo). O que acontece é que as fronteiras da auto-regulação têm variado em termos históricos, seja pela aborção por via legal de indicações auto-regulatórias, seja pela expansão da auto-regulação a áreas em que a hetero-regulação (ainda) não atinge.

Deste ponto de vista, pode sustentar-se existir um ciclo de renovação de níveis de regulação mobiliária⁴³. A par das fontes legislativas, de um lado, coexistem, de outro lado, matérias mais adequadas a ser tratadas pela auto-regulação. Este quadro potencia o cumprimento de um ciclo de redefinição de níveis de regulação, em três fases: em primeiro lugar, implicando uma substituição de indicações auto-regulatórias por normas injuntivas; depois, através do abandono de soluções recomendatórias não acolhidas socialmente; por fim, com o acolhimento de novos temas e de novas soluções a constar de indicações auto-regulatórias. Mais se estima que este ciclo, pela sua adaptabilidade, possa repetir-se.

Uma das principais lições de política regulatória neste âmbito, aliás, reside na importância em ter presente uma acepção plural de formas de regulação – incluindo actos quase-normativos, como é o caso. A auto-regulação deve por isso ser entendida, não como substituto, mas como um complemento da regulação através de intervenções legislativas e regulamentares.

IV. O regime português não ignora o tema – e confere-lhe tratamento na lei principal mobiliária. No seu artigo 372.º, sob a epígrafe de “auto-regulação”, dispõe o Código dos Valores Mobiliários que “nos limites da lei e dos regula-

⁴² Os exemplos mais proeminentes são britânicos: British Venture Capital Association (Walker Committee), *Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity*, (2007); Hedge Fund Working Group, *Hedge Fund Standards: Final Report*, (2008); Para uma análise transversal do fenómeno, remete-se para OECD, *Codes and Industry Standards covering the Behaviour of Alternative Investors*, (2008); Id., *The Role of Private Equity and Activist Hedge Funds in Corporate Governance – Related Policy Issues*, (2008).

⁴³ Trata-se de ideia já sustentada no meu *Códigos de Governo das Sociedades*, n.º 15 (Dezembro de 2002), 65-90.

mentos, as entidades gestoras dos mercados regulamentados, dos sistemas de negociação multilateral, dos sistemas de liquidação, de contraparte central ou de compensação e dos sistemas centralizados de valores mobiliários podem regular autonomamente as actividades por si geridas”.

Esta norma tem, porém, um alcance mais reduzido do que à primeira vista pode aparentar. A lei limita-se a lembrar duas asserções inquestionáveis: em primeiro lugar, a sujeição dos actos dos participantes do mercado às leis e aos regulamentos; em segundo lugar, e subsidiariamente, a sua “autonomia”, fora do que seja coberto por tais fontes. A residualidade da auto-regulação, daqui decorrente, confirma afinal o primado da regulação pública dos valores mobiliários⁴⁴.

V. No apuramento do significado da mensagem legislativa contida no art. 372.º CVM, o essencial reside mais na averiguação do que – fora do objecto e do âmbito da hetero-regulação – sobra para ser auto-regulado. E, aqui chegados, mesmo considerando apenas o passado mais recente⁴⁵, há que reconhecer que o âmbito da auto-regulação, também entre nós, tem flutuado ao longo do tempo. Alguns exemplos podem documentá-lo. De um lado, as normas de mercado eram inicialmente sujeitas necessariamente a registo na CMVM; a partir da transposição da DMIF passaram a ser apenas comunicadas à CMVM, se não envolverem um juízo de legalidade (art. 209.º, n.º 2 e 3 CVM). Por outro lado, a competência dos mercados regulamentados para o estabelecimento de requisitos adicionais de admissão foi alargada com a transposição da Directiva dos Prospectos para Portugal (art. 209.º, n.º 1 a) e 229.º, n.º 5). A crise financeira de 2007-2009, por fim, demonstrou que as diversas formas de auto-regulação revelaram uma falibilidade clara em contexto de ruptura, prenunciando novo recuo (cíclico) da auto-regulação⁴⁶.

⁴⁴ Os trabalhos preparatórios do actual Código, todavia, admitiam a intenção de procurar um incremento moderado da auto-regulação: cfr. Ministério das Finanças/CMVM, *Trabalhos Preparatórios do Código dos Valores Mobiliários*, cit., 52; Eduardo Paz Ferreira, *Sectores estratégicos e intervenção do Estado no mercado de valores mobiliários em Direito*

dos Valores Mobiliários, Vol. III (2001), 18-21; Frederico Costa Pinto, *A Supervisão no Novo Código dos Valores Mobiliários*, *Cadernos MVM* n.º 7 (2000), 89-103 (97).

⁴⁵ Para uma análise histórica mais recuada quanto à evolução da estrutura de governação das bolsas, cfr. Paulo Câmara, *O Governo das Bolsas* cit., 191-199.

⁴⁶ Paulo Câmara, *Medidas regulatórias adoptadas em resposta à crise financeira: um exame crítico*, em *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IX, (2009); Id., *Las medidas adoptadas en Portugal en respuesta a la crisis financiera*, *Revista de Derecho de Mercado de Valores* n.º 4 (2008), 543-556.

Não pode ainda perder-se de vista, neste âmbito, que o governo das sociedades cotadas constitui um tema em que o papel da auto-regulação é tradicionalmente decisivo. Com efeito, a elaboração de códigos de governo usualmente é tomada a cargo da indústria (associações privadas ou bolsas). Tal não tem sucedido em Portugal, onde a iniciativa tem sido predominantemente pública⁴⁷ – dando corpo ao actual Código de Governo das Sociedades (2007). Não é forçoso, todavia, que este modelo se prolongue indefinidamente. Embora a transposição da Directiva n.º 2006/46/CE presuponha normas injuntivas de informação (no âmbito do designado modelo *comply or explain*), este texto comunitário admite códigos de governo que sirvam de referência e que sejam produto de iniciativas auto-reguladoras.

5. A REGULAÇÃO BASEADA EM PRINCÍPIOS

I. Nos tempos mais recentes, tem-se assistido a um debate interessante entre os partidários de uma regulação baseada em regras (*rules-based*) e os apologistas da regulação baseada em princípios (*principles-based*). Os termos da discussão merecem exame atento.

O nó górdio da questão é o da determinação do grau óptimo de densidade dos enunciados normativos. Em termos comparatísticos, conhecem-se modelos diversos a este respeito. Alguns ordenamentos, é sabido, preferem uma prescrição muito extensa e pormenorizada da regulação mobiliária. Tal é notoriamente o caso dos Estados Unidos, na regulação dos mercados a contado⁴⁸ – o que constitui uma decorrência do estilo redaccional das matriciais leis federais dos anos trinta (*Securities Act* de 1933 e *Securities Exchange Act* de 1934) e tem sido imperturbavelmente continuado no volumoso discurso normativo dos regulamentos aprovados pela *Securities and Exchange Commission*⁴⁹.

⁴⁷ Paulo Câmara, *Códigos de Governo das Sociedades*, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* cit., 65-90.

⁴⁸ A regulação dos mercados de derivados realizada pela *Commodity Futures Trading Commission* é usualmente tida por ser *principles-based*: Cristie L. Ford, *New Governance*,

Compliance and Principles-Based Securities Regulation, (Mar.-2007), <http://ssrn.com/abstract=970130>, 2. A autora dá notícia de uma abordagem baseada em princípios da banda do regulador da província canadiana de British Columbia.

⁴⁹ Sintomática, a este propósito, é a recomendação de uma alteração de

orientação legislativa, a favor de uma regulação norte-americana “baseada em objectivos”, constante do plano de trabalho do Department of the Treasury, *Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*, (Mar.-2008), 142-146.

Abordagem diversa é a preferida por alguns sistemas jurídicos na Europa, nos quais o pensamento sistemático permite um desenho mais conciso das previsões legislativas e regulamentares⁵⁰. Na regulação dos mercados financeiros o expoente máximo desta linha encontra-se agora no Reino Unido – mercê de uma reforma legislativa lúcida e bem preparada nos finais dos anos noventa⁵¹ e de uma autoridade de supervisão daí resultante (a *Financial Services Authority*, ou abreviadamente FSA) avessa à prolixidade legislativa e favorável a formulações legais mais abertas⁵². No âmbito desta clivagem de abordagens, já adquiriram notoriedade global os *Principles for Business* da FSA⁵³, que têm colhido várias reacções de simpatia, mesmo fora das ilhas britânicas.

A discussão do tema, aliás, é já generalizada ao nível do globo. A título de ilustração, a Comissão Europeia tem associado a simplificação legislativa à sua estratégia de aperfeiçoamento normativo (*better regulation*)⁵⁴ e prometeu, no seu Livro Branco sobre governação europeia de 2001, uma intervenção menos intrusiva e mais baseada em princípios⁵⁵. Não pode esquecer-se, além do mais, que o principal documento orientador da organização mundial das comissões reguladoras sobre mercados de valores mobiliários (a IOSCO) assenta precisamente num enunciado de princípios⁵⁶.

A discussão, em bom rigor, não se confina ao Direito dos valores mobiliários – atingindo igualmente o Direito das sociedades⁵⁷ e o Direito da contabilidade⁵⁸. A presente análise, porém, circunscreve-se àquela área jurídica.

⁵⁰ Para documentar o objectivo de depuração normativa subjacente ao Código português de 1999: Carlos Ferreira de Almeida, *O Código dos Valores Mobiliários e o Sistema Jurídico*, Cadernos MVM n.º 7 (1999), 19-47.

⁵¹ Eilís Ferran/Charles Goodhart (ed.), *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, Oxford (2001).

⁵² Para uma síntese: FSA, *Principles-based regulation: Focusing in the outcomes that matter*, (Abril 2007), disponível em <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/principles.pdf>.

⁵³ O FSA divulga nomeadamente princípios regulatórios no seu manual [a *general statement of the fundamental obligations of firms*]: cfr. Financial Services Authority, *Hand-*

book, <http://isahandbook.info/FSA/html/handbook/PRIN/1>.

⁵⁴ Cfr. www.ec.europa.eu/governance/better_regulation/index_en.htm.

⁵⁵ European Commission, *European Governance – a White Paper*, (27-Jul.-2001), 20-21, disponível em www.ec.europa.eu/governance/index_en.htm.

⁵⁶ IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, Public Document No. 125 (2003); Id., *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, (2003).

⁵⁷ No âmbito societário é usual referir-se ao Direito (de base estadual) norte-americano como baseado em princípios: cfr. Lawrence Cun-

ningham, *A Prescription to Retire the Rhetoric of "Principles-Based Systems" in Corporate Law, Securities Regulation and Accounting*, Boston College Law School Research Paper 127 (2007), 20-28. No espaço europeu, chama-se a atenção para as recentes propostas da Comissão Europeia no sentido de um Direito societário mais assente em princípios: Comissão Europeia, *Comunicação sobre um ambiente simplificado para as empresas das áreas do direito das sociedades comerciais, da contabilidade e da auditoria*, (10-Jul.-2007), 6-13.

⁵⁸ Mark J. Kohlbeck/Terry D. Warfield, *The Effects of Principles-Based Accounting Standards on Accounting Quality* (March 2005), disponível em: <http://ssrn.com/abstract=724237>.

II. Convém preliminarmente advertir que a própria designação do tema é em alguma medida deficiente⁵⁹, porquanto em causa não está apenas a consagração de princípios, em sentido técnico. Em Direito, os princípios são categorias de cúpula, apresentando-se como orientações multi-direccionais derivadas da vivência do ordenamento jurídico, reveladoras do sentido profundo de justiça, com vocação horizontal, e que por seu turno são inspiradores de soluções concretas.

Ora, para diminuir o grau de densidade das prescrições normativas não relevam apenas os princípios jurídicos mas também a utilização de outras fórmulas que asseguram maior flexibilização da letra das disposições normativas – tais como conceitos indeterminados e cláusulas gerais.

Além disso, a pretensa oposição maniqueísta entre princípios e regras faz esquecer que de ambos – sem prescindir de uns ou dos outros – se constrói o tecido normativo de cada sistema jurídico. Ou seja: não há sistema jurídico que assenta apenas em princípios – uma vez que estes por definição não são auto-suficientes. Do mesmo modo, não se concebe ordenamento actual desprovido de princípios jurídicos.

Assim encarado, o tema carece em absoluto de novidade. Desde há muito o ordenamento mobiliário conhece princípios jurídicos (v.g., no Código actual, arts. 15.º, 278.º, n.º 1 e 304.º CVM), bem como normas jurídicas que fazem recurso a cláusulas gerais e a conceitos indeterminados. Para nos fixarmos no caso português, basta recordar a cláusula geral sobre responsabilidade pelo prospecto (art. 149.º, n.º 1), e as previsões, polvilhadas de conceitos indeterminados, sobre o dever de divulgação de factos relevantes/informação privilegiada (art. 248.º CVM) e sobre contrapartida em OPA obrigatória (art. 188.º CVM).

Como se calcula, o panorama português não surge isolado. Mesmo no Direito mobiliário norte-americano – tido como o paradigma do sistema *rules-based* – se deparam princípios jurídicos e cláusulas gerais, aliás com origem bastante recuada⁶⁰.

III. Feitas estas precisões, como de início se advertiu, o debate deve ser reorientado para a análise

⁵⁹ Cunningham alega justamente que o debate é sobretudo retórico: Lawrence Cunningham, *A Prescription to Retire the Rhetoric of "Principles-Based Systems" in Corporate Law, Securities Regulation and Accounting*, cit., *per totum*.

⁶⁰ Cabem aqui o princípio de proibição de fraude (com arrimo na Secção 10 (b) do Securities Exchange Act) e os deveres fiduciários dos intermediários, que são por seu turno inspiradores de algumas recentes soluções europeias. Cfr. a propósito James J. Park, *The Competing Paradigms of Securities Regulation*, *Duke Law Journal* 57 (2007) – *Brooklyn Law School Research Paper* n.º 79, 2, 23.

do grau óptimo da densidade normativa dos enunciados, no sentido de um sistema *mais ou menos* apoiado em princípios e técnicas legislativas mais abertas.

Dir-se-á, neste contexto, que os sistemas mais baseados em princípios conhecem previsões legislativas genericamente mais sintéticas. A codificação do material normativo pode contribuir para este resultado, dada a maior estabilidade pressuposta nos Códigos, não sendo embora garantido que o assegure na área financeira, dada a produção regulamentadora das autoridades de supervisão, frequentemente intensa. Uma maior abertura da abordagem legislativa pode consistir igualmente na descrição dos objectivos a atender em prescrições-chave, conferindo aos destinatários das normas liberdade quanto aos meios para os alcançar.

IV. Aqui situados, há que reconhecer que os extremos teóricos do debate podem apresentar vantagens e inconvenientes. As abordagens legislativas mais baseadas em regras podem encerrar maior rigidez e facilitar a circunscção das previsões normativas; ou podem conduzir a abordagens mecanicistas do cumprimento das prescrições (*box-ticking*), sem lograr atingir uma assimilação dos valores que lhes estão subjacentes. Em contrapartida, podem outrossim aportar maior certeza jurídica.

Em contraste, o arsenal mais baseado em princípios é menos permeável a lacunas e pode, por esse motivo, revelar-se mais adaptado a um contexto de mercado em evolução. É certo que a interpretação dos princípios requer, não raras vezes, actualização em caso de alterações à realidade visada: tudo se passa, porém, segundo os critérios científicos da actividade hermenêutica e sem significar uma pura arbitrariedade de soluções aplicativas finais.

V. Não pode ainda deixar-se de lado o relevo deste tema no âmbito da decantação das funções das autoridades de supervisão financeira. Atentas as características descritas, uma abordagem mais baseada em princípios supõe um diálogo mais próximo entre o regulador e os participantes do mercado no que concerne à leitura interpretativa dos princípios e sua aplicação. E sugere, neste plano, a utilidade da divulgação das conclusões interpretativas extraídas por cada autoridade de supervisão, ou ao menos das mais relevantes, para assegurar a previsibilidade da sua actuação. Além

disso, obriga a uma vigilância redobrada sobre a coerência decisória das autoridades competentes – e à convergência de supervisão, quando a regulação baseada em princípios assente em texto comunitário. Por fim, esta abordagem reclama uma dose mais experimentada de fiscalização na sua aplicação (*enforcement*), por parte dos reguladores e da indústria⁶¹. Neste ponto, admite-se que uma regulação baseada em princípios pressuponha um mais elevado grau de maturidade de cada mercado e dos seus participantes.

VI. Um dos temas envolvidos nesta discussão é o de saber até que ponto o sistema regulatório europeu, assente numa estratificação de níveis de regulação (sistema LAMFALUSSY),⁶² favorece uma regulação baseada em princípios.

De um lado, é certo que esta arquitectura regulatória decomposta em diversos níveis de regulação implica uma depuração de princípios nas normas qualificadas de “nível 1”⁶³. Todavia, não pode descobrir-se no sistema regulatório LAMFALUSSY um compromisso definitivo por uma abordagem regulatória mais baseada em princípios. Com efeito, o sistema LAMFALUSSY não pressupõe nenhuma auto-suficiência das normas de nível 1 – antes postulando a sua necessária complementação através de medidas normativas de execução (medidas de nível 2, no jargão sugerido pelo Grupo de Alto Nível). E frequentemente o desenvolvimento das regras de nível 2 é mais extenso do que o encontrado no nível 1. O Regulamento n.º 809/2004/CE, de 29 de Abril de 2004, com uma minuciosa descrição do conteúdo dos prospectos é a este respeito paradigmático. A partir daqui conclui-se, forçosamente, que a arquitectura estratificada em diferentes níveis da regulação financeira europeia, em vez de contribuir para um emagrecimento do caudal de regras comunitárias, favorece antes o efeito inverso.

Além disso, na prática regulatória europeia não se tem logrado cumprir à risca a vocação orientadora de alto nível das Directivas de nível 1. Disso se ressentem a Directiva dos Mercados de

⁶¹ No contexto americano, James J. Park fala de um *principles-based enforcement* e da necessidade de assegurar a sua previsibilidade (*The Competing Paradigms of Securities Regulation*, cit., 13-46). O receio de uma jurisprudência semi-clandestina e dificilmente sindicável gerada a partir desta abordagem regulatória subjaz, *expressis verbis*, às indicações críticas do Financial Services Practitioner Panel, *Annual Report*, (2006/2007), 11.

⁶² José Brito Antunes, *Notas Pessoais sobre o Processo Lamfalussy, Caderços do MVM*, n.º 18 (2004), 48-61.

⁶³ Eilis Ferran, *Building an EU Securities Market*, Oxford, (2004), 58-126.

Instrumentos Financeiros (Directiva n.º 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril), que não se coíbe de descer a prescrições de algum detalhe (v.g. arts. 15.º, n.º 4, 32.º, n.º 2), tendo esta Directiva, em conjunto com as suas medidas de execução, mais do quántuplo da extensão da sua predecessora Directiva dos Serviços de Investimento (Directiva 93/22/CEE do Conselho, de 10 de Maio de 1993, ou abreviadamente DSI)⁶⁴.

No entanto, a disciplina instituída pela DMIF, ainda assim, reflecte em alguma medida um esforço de contenção quanto à sua densidade normativa⁶⁵, atentas duas principais características das regras impostas pelos textos comunitários:

- i) a utilização de conceitos indeterminados e cláusulas gerais.
- ii) a natureza da harmonização imposta.

Estes dois vectores são de seguida percorridos, para melhor ilustração do exposto.

VII. Os textos comunitários relacionados com os mercados de instrumentos financeiros fazem utilização frequente de conceitos indeterminados:

- as medidas adoptadas para prevenir conflito de interesses devem ser *razoáveis* (art. 13.º, n.º 3 DMIF);
- as empresas de investimento devem actuar de forma *honesta, equitativa e profissional* (art. 19.º, n.º 1 DMIF);

⁶⁴ Jean-Pierre Casey/Karel Lannoo, *The MiFID Implementing Measures: Excessive detail or level playing field?*, ECMI Policy Brief n.º 1 (2006), 2-4 e *passim*.

⁶⁵ A fazer fé na opinião de um representante da Comissão Europeia, há designadamente maior contenção normativa do que a encontrada em alguns ordenamentos jurídicos europeus, que não o nacional, antes da transposição desta Directiva: Laurence White, *The Benefits, Opportunities and Challenges of MiFID*, in Chris Skinner, *The Future of Investing in Europe's Markets after MiFID*. (2007). 9.

- as empresas de investimento devem tomar todas as medidas *razoáveis* para obter, na execução das ordens, o *melhor resultado possível* (art. 21.º, n.º 1 DMIF);
- as empresas de investimento devem adoptar todas as medidas *razoáveis* para identificar conflitos de interesses (art. 18.º, n.º 1 DMIF);
- os conflitos de interesses devem ser comunicados caso riscos de dano existam, com grau de certeza *razoável* (art. 18.º, n.º 2 DMIF);

- as remunerações pagas a terceiro devem *aumentar a qualidade* do serviço prestado ao cliente (art. 26.º, alínea b) ii da Directiva n.º 2006/73/CE).

A DMIF é igualmente associada a uma regulação baseada em princípios na medida em que prevê uma auto-contenção de desenvolvimento normativo nos temas por aquela regulados.

Com efeito, o regime instituído pela Directiva contém algumas prescrições caracterizadas como sendo de harmonização máxima⁶⁶ – isto é, que não consentem um maior desenvolvimento por parte dos Direitos internos dos Estados-membros.

Esse constitui, de um lado, um pressuposto da eficácia extra-territorial da autorização para a prestação de serviços de investimento. O nível mais ambicioso da harmonização leva a que, na prestação comunitária de serviços de investimento, o Estado de acolhimento não possa impor regras mais exigentes do que as decorrentes da Directiva (arts. 31 (1) e 32 (1) II). Exigências adicionais apenas são passíveis de ser impostas às firmas nacionais – mas o risco de discriminação dos operadores nacionais ante os concorrentes estrangeiros tornará excepcional a adição de exigências domésticas⁶⁷.

Um exemplo incontestado de harmonização máxima detecta-se na Directiva de execução n.º 2006/73/CE, cujo art. 4.º impede obrigações além das impostas por via comunitária salvo se respeitadas as exigências fixadas nesse dispositivo⁶⁸.

Assim, para haver medidas legislativas adicionais (designadas na gíria como *goldplating*⁶⁹) devem tais regras:

⁶⁶ Matthew Elderfield (ed.), *A Practitioner's Guide to MiFID*, London, (2007), 10; Michel Tison, *Financial Market Integration in the Post FSAP Era*, in Guido Ferrarini/Eddy Wymeersch, *Investor Protection in Europe. Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford, (2006), 447-451 (que prefere falar em harmonização efectiva, em vez de máxima harmonização). Em termos menos rigorosos, Jean-Pierre Casey/Karel Lannoo referem-se, a este propósito, a um espírito de harmo-

nização máxima: *The MiFID Implementing Measures: Excessive detail or level playing field?*, cit., 2.

⁶⁷ O que conduz a uma harmonização de facto, e não só jurídica, na terminologia de Luca Enriques, *Conflict of Interests in Investment Services: The Price and Uncertain Impact of MiFID's Regulatory Framework*, in Guido Ferrarini/Eddy Wymeersch, *Investor Protection in Europe. Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, cit., 323, 325.

⁶⁸ Cfr. a propósito Niamh Moloney, *The Lamfalussy Process and Recent Evidence on Its Operation: An Examination on Level 2 and Level 3 and the Role of the CESR*, (2007) que designa o preceito, resultante aliás de um difícil equilíbrio político, como "infame".

⁶⁹ O Inter-Institutional Monitoring Group, *First Interim Report Monitoring The Lamfalussy Process*, (22-Mar.-2006), define *goldplating* como "regulatory additions made while implementing national law rules".

- ser objectivamente justificadas e proporcionais para lidar com riscos específicos sobre protecção dos investidores ou a integridade dos mercados não adequadamente tomados em conta pela Directiva;
- não afectar a prestação intra-comunitária de serviços de investimento⁷⁰.

Além disso, uma de duas situações deve ocorrer:

- os riscos específicos assumem especial importância no quadro da estrutura de mercado onde tais medidas serão aplicadas; ou
- é verificada após a data de aplicação da Directiva um problema regulatório não tratado pelos textos comunitários.

Estas exigências alternativas oferecem a chave para a compreensão do regime: ou o risco constitui uma singularidade nacional ou constitui um problema regulatório imprevisível à data de entrada em vigor da Directiva. Fora estes casos, a cominação de exigências adicionais queda-se vedada.

VIII. O debate sobre a regulação baseada em princípios conhece grande divulgação, mas assenta em premissas equívocas e frequentemente carece de nitidez técnica. Como se viu, há alguma imprecisão na própria designação do tema: todo o sistema jurídico deve ser baseado em princípios, em maior ou menor grau.

Efectuada esta ressalva, há que reconhecer que uma regulação *mais* baseada em princípios alcança efeitos positivos a dois níveis: da regulação e da supervisão. Ao nível da elaboração das normas jurídicas, reflecte um objec-

tivo de depuração dos enunciados normativos.

Representa, neste sentido, uma técnica para contrariar a crónica instabilidade legislativa desta área jurídica e serve de antídoto contra intervenções normativas desnecessárias. Ao nível da supervisão, representa uma oportunidade para a transparência decisória das autoridades de supervisão e para a estabilização interpretativa das normas vigentes.

which were adopted at European level under a maximum harmonisation regime. Where Member States governments and Parliaments tend to add provisions when they implement such European Directives we talk about gold-plating" (10). Cfr. ainda European Commission, *Review of the Lamfalussy process. Strengthening supervisory convergence*, (2007), 5.

⁷⁰ Art. 4.º, n.º 2 Directiva 2006/73/CE.

Não constituindo uma novidade, esta abordagem volta a marcar presença no sistema jurídico português, com a transposição da DMIF, nos aspectos em que este texto comunitário institui um regime *principles-based*⁷¹. Como anotado, resulta em alguns pontos – que não em todos – comprovada a limitada densidade normativa do regime decorrente da DMIF, por ser um texto comunitário parcialmente apoiado em fórmulas legislativas mais abertas. Não é de surpreender, pois, que a *Financial Services Authority* britânica tenha escolhido a transposição da DMIF para adoptar um enfoque mais baseado nos princípios para o seu *Conduct of Business Sourcebook*⁷². A aplicação deste recente normativo comunitário por via da sua transposição para o ordenamento jurídico nacional – operada através do DL n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro – constitui, nesse sentido, um renovado teste da concretização aplicativa de uma regulação mobiliária *mais* baseada em princípios.

6. A SUPERVISÃO

I. Em sentido restrito, a supervisão representa a actividade administrativa de vigilância permanente de actos, pessoas e documentos, tendo em vista prevenir, detectar e perseguir ilícitos e evitar e remediar perturbações no mercado⁷³.

Neste sentido, a supervisão é tratada como actividade distinta da regulação, que se reporta à emissão de normas regulamentares e de actos quase-normativos. Com efeito, a supervisão supõe a verificação da conformidade com normas preexistentes. Por isso, no plano lógico, a regulação precede a supervisão. A acrescer, o que enforma a supervisão são princípios de eficácia e de legalidade, ao passo que o desenho da política regulatória está alicerçado em preocupações ligadas à adequada e proporcional resolução de falhas de mercado e

⁷¹ Jean-Pierre Casey e Karel Lannoo consideram que a DMIF abandona a regulação baseada em princípios constante da DSI e encetam o caminho de uma regulação *mais* baseada em regras: *The MiFID Implementing Measures: Excessive detail or level playing field?*, cit., 4, 7.

⁷² Financial Services Authority, *Reforming Conduct of Business Regulation*, Consultation Paper n.º 06/19, (2006).

⁷³ Outras formulações podem encontrar-se em Eddy Wymeersch, *The Structure of Financial Supervision in Europe: About Single Finan-*

cial Supervisors, Twin Peaks and Multiple Financial Supervisors, EBOLR 8 (2007) 242; Carlos Costa Pina, *Instituições e Mercados Financeiros*, Coimbra, (2005), 142-146; Frederico Costa Pinto, *A Supervisão no Novo Código dos Valores Mobiliários*, cit., 89-103 (94).

à composição equilibrada dos interesses dos participantes neste. Por fim, uma assimilação entre ambos os conceitos deixaria escapar todo o debate, muito intenso nos Estados Unidos, sobre as críticas à “regulação através de supervisão”⁷⁴. Esta linha de raciocínio é no essencial sufragada no Código dos Valores Mobiliários, por duas vias: de um lado, o art. 353.º CVM sintomaticamente separa em alíneas diversas a supervisão e a regulação; a densificação dos princípios subjacentes a uma e outra actividade, de outro lado, é operada através de dois preceitos formalmente autónomos (respectivamente, os arts. 358.º e 369.º) – embora o art. 358.º se refira a alguns princípios que, *summo rigore*, valem indistintamente para a supervisão e a regulação (alíneas a), b) e d)).

No plano mobiliário a supervisão visa, de modo particular, as estruturas de negociação de instrumentos financeiros e suas entidades gestoras, as ofertas públicas sobre valores mobiliários, os sistemas de liquidação e suas entidades gestoras, os sistemas centralizados de valores mobiliários e suas entidades gestoras, os intermediários financeiros, os emitentes, os investidores institucionais, os fundos de garantia, os auditores e as sociedades de notação de risco (art. 353.º, n.º 1 e 359.º CVM).

II. A supervisão comporta duas vertentes essenciais: a supervisão *a priori* e a supervisão *a posteriori*.

Na primeira acepção, a supervisão reporta-se à concessão de registos e de autorizações de que depende o exercício de actividades profissionais no âmbito mobiliário – por parte de intermediários financeiros, auditores, sociedades gestoras de mercados ou sistemas, fundos de investimento, sociedades de notação de risco, sociedades de titularização de créditos – ou na verificação prévia de informação a ser dirigida ao público, nomeadamente na aprovação prévia de prospectos e de publicidade.

No perímetro de actos de supervisão prévia, devem incluir-se ainda os actos opinativos da autoridade administrativa, de natureza formal ou informal,

solicitados pelos participantes do mercado, sobre a conformidade de actos ou de operações a realizar no futuro com as leis e regulamentos em vigor.

Estes actos opinativos contribuem para prevenir a judicialização de litígios. Com efeito, em termos

⁷⁴ Roberta Karmel, *Regulation by Prosecution: The Securities and Exchange Commission versus Corporate America*, (1982); Harvey L. Pitt/Karen L. Shapiro, *Securities Regulation by Enforcement: A Look Ahead of the New Decade*, *Yale Journal on Regulation* 7 (1990), 149-ss.

genéricos, o apoio informativo e interpretativo da autoridade de supervisão implica que a apresentação de pedidos judiciais sirva de último recurso no âmbito do tráfego mobiliário. Sirva de exemplo o caso das ofertas públicas, nas quais a prevenção da judicialização se justifica, genericamente, como forma de garantir o respeito pelos prazos improrrogáveis que a lei estabelece, em defesa dos investidores e do mercado. Além disso, a prevenção do risco de judicialização, no caso particular dos processos de ofertas públicas de aquisição, evita um prolongamento temporal excessivo nas operações e permite que o seu desfecho seja decidido no mercado e pelo mercado.

Entende-se igualmente, a partir daqui, que a supervisão *a priori* desempenha uma função relevante de prevenção de comportamentos ilícitos. Mas esta vertente da supervisão não constitui uma garantia da erradicação de ilícitos, uma vez que os actos de aprovação não convalidam vícios relevantes não detectados, que podem dar lugar à revogação dos actos praticados. Além disso, no caso da aprovação dos prospectos, é claro que esta não constitui garantia de inexistência de vícios informativos (art. 118.º, n.º 7 e 142.º CVM). Daí também a função complementar desempenhada pela supervisão *a posteriori*.

III. A supervisão *a posteriori* envolve, por seu turno, o acompanhamento dos actos praticados pelos operadores, para detecção e perseguição infraccionatória de irregularidades ou de ilegalidades.

A supervisão envolve, pois, o controlo de legalidade de actos sujeitos à jurisdição da autoridade mobiliária, embora a apreciação feita por esta seja por seu turno sindicável judicialmente⁷⁵. No entanto, sujeitando-se embora ao princípio de proporcionalidade, a supervisão contínua constitui uma actividade a ser exercida, mesmo que não exista suspeita de irregularidade (art. 362.º CVM).

7. A DISCIPLINA SANCIONATÓRIA

I. A par do acompanhamento permanente e contínuo mencionado, sobra referir a actividade de fiscalização e de disciplina ante infracções cometidas.

⁷⁵ Sobre a conformidade de tal controlo de legalidade com a lei fundamental, reenvia-se para Paulo Otero, *A Competência da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários para Controlar a Legalidade de Actos Jurídicos Provenientes de Entidades Privadas*, ROA (2001), 669-701.

Como é timbre na actual regulação económica, entre nós a CMVM é dotada de poderes significativos de instauração de processos, investigação e decisão em matéria contra-ordenacional (arts. 388.º-422.º CVM)⁷⁶. Este modelo é por vezes objecto de apreciações críticas, havendo quem sustente *de lege ferenda* que a decisão contra-ordenacional (condenatória ou de absolvição) deveria ser confiada a uma terceira entidade, para melhor acautelar as garantias dos arguidos nestes processos⁷⁷. Em causa estão nomeadamente as exigências de presunção de inocência dos arguidos e de imparcialidade do juízo condenatório, com arrimo nomeadamente no art. 6.º da Convenção Europeia dos Direitos do Homem⁷⁸. O ponto merece análise atenta e não pode ser aqui examinado senão na sua vertente institucional. Em tese, prefigurar-se-iam duas alternativas básicas ao regime vigente, consoante a decisão de aplicação de sanção contra-ordenacional fosse deferida a um tribunal ou a uma estrutura com representantes da indústria. Qualquer destes modelos alternativos, todavia, acarretaria inconvenientes. O primeiro implicaria uma jurisdicionalização pesada do sistema, agravando o risco de demora nas decisões contra-ordenacionais e com isso enfraquecendo a função preventiva das normas delituais mobiliárias⁷⁹. O segundo, por seu turno, poderia convolar-se num sistema com forte matriz auto-regulatória que se revelaria desajustado à tradição e

⁷⁶ Cfr. para desenvolvimentos Helena Bolina, *As Contra-Ordenações no Novo Código dos Valores Mobiliários, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* n.º 7 (1999), 431-447; Id., *O regime dos processos de contra-ordenação dos reguladores independentes*, em Eduardo Paz Ferreira/Luís Silva Morais/Gonçalo Anastácio (org.), *Regulação em Portugal: Novos Tempos, Novo Modelo?*, cit., 737-771.

⁷⁷ Para uma importante sugestão de reformulação do sistema contra-ordenacional no sentido de passar a conferir as autoridades de supervisão tão-só (robustecidos) poderes de investigação e acusação perante juízes, cfr. José António Veloso, *Boas Intenções, Maus Resultados: Notas Soltas sobre Investigação e Processo na Supervisão Financeira*, ROA ano 60 (2008) 73-102 (74-81).

⁷⁸ Para uma colocação geral do problema: Daniel Waters/Martyn Hoper, *Regulatory Discipline and the European Convention on Human Rights - A Reality Check*, em Eilis Ferran/Charles Goodhart (ed.), *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, Oxford (2001), 95-114; Thomas Beazley, *Holding the Balance - Effective Enforcement, Procedural Fairness and Human Rights*, na ult. obra cit., 115-126; Karen Reid, *A Practitioner's Guide to the European Convention on Human Rights*, London, (2008), 114-136; Jean-François Brisson, *Les pouvoirs de sanction des autorités de régulation et l'article 6 § 1 de la Convention européenne des droits de l'Homme. A propos d'une divergence entre le Conseil d'Etat et la Cour de Cassation*, in *Actualité juridique. Droit administratif*, n.º 11, novembre

1999, 847-859. Sobre esta matéria, deve ter-se presente o importante Acórdão do Tribunal Europeu dos Direitos do Homem proferido em 17 de Dezembro de 1996 no caso *Saunders v. United Kingdom* (e disponível em <http://cmiskp.echr.coe.int/tkp197/view.asp?item=1&portal=hbkm&action=html&highlight=saunder&sessionid=17644810&skin=hudoc-en>), no quadro de um processo de manipulação de mercado, no sentido de reconhecer o direito à não-incriminação em relação a todos os processos sancionatórios.

⁷⁹ Em geral: Frederico da Costa Pinto, *O ilícito de mera ordenação social e a erosão do princípio da subsidiariedade da intervenção penal, Direito Penal Económico e Europeu - Textos Doutrinários*, Vol. I (1998) 209-274.

sobretudo à dimensão do mercado nacional. Não pode esquecer-se, aliás, que a decisão final proferida em processo de contra-ordenacional é passível de impugnação judicial (salvo em processo sumaríssimo: art. 414.º, n.º 7), o que mitiga largamente o seu alcance e lhe confere um carácter prévio em relação a uma possível apreciação jurisdicional, no âmbito da qual as garantias de defesa são plenamente acauteladas⁸⁰.

O exposto não pretende sustentar que o sistema actual se apresenta como inexecutável. Antes se vislumbra que um possível futuro aperfeiçoamento do enquadramento institucional subjacente ao regime sancionatório se deve basear, não na intervenção de órgãos judiciais ou para-corporativos exógenos, mas na discussão sobre o aprimoramento do modelo de governação interna das autoridades de supervisão, no âmbito do qual uma renovação do sistema de designação dos dirigentes e a intervenção de administradores não-executivos se poderia revelar promissora.

Independentemente do resultado a que chegemos nesta análise, parece indisputável que se impõe, no plano lógico e da prática das autoridades, uma clara distinção entre os processos regulares de supervisão e os processos de contra-ordenação, para que a finalidade na recolha da informação resulte, sempre e em todo o caso, inequívoca⁸¹.

II. Ademais, o Código consagra os dois elementares tipos criminais mobiliários – o abuso de informação privilegiada (art. 378.º)⁸² e a manipulação

⁸⁰ Com interesse para este ponto, embora em sentido não coincidente: José Lobo Moutinho, *Direito das Contra-Ordenações. Ensinar e Investigar*, Lisboa, (2008), 38-43, 70-73.

⁸¹ A este propósito, sustentando que a linha divisória entre processos administrativos de supervisão e processos para-jurisdicionais de contra-ordenação deve ser claramente marcada, cfr. a Sentença do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa, 1.º Juízo, 2.ª Secção, acessível em <http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/F0FFD779-C3AB-42EC-AAB8-9966E1B44A4E/9141/LJCarregosa.pdf>. Este aresto, porém – na linha da Sentença do Tribunal

de Pequena Instância Criminal de Lisboa (Paula Margarida Costa), 2.º Juízo, 2.ª Secção, de 16 Outubro 2008 – pronunciou-se no sentido da invalidade da prova recolhida em processo de supervisão e utilizada em processo de contra-ordenação, no que veio a ser contrariado, em sede de recurso, pelo Tribunal da Relação de Lisboa através do Acórdão de 30 de Outubro de 2008 (Proc. 2140/08-9), acessível em <http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/F0FFD779-C3AB-42EC-AAB8-9966E1B44A4E/11127/Acordao04122008LJCarregosa.pdf>. A sufragar esta última orientação, remete-se para Jorge Figueiredo Dias/Manuel Costa Andrade/Frederico Costa Pinto, *Super-*

visão, Direito ao Silêncio e Legalidade da Prova, Coimbra, (2009).

⁸² Helena Bolina, *Market Manipulation and Insider Dealing in the New Market Abuse Directive (2003/6/EC)*, *Euredia* (2001-2002/4), 555-576; Id., *A Manipulação de Mercado e o Abuso de Informação Privilegiada na Nova Directiva sobre Abuso de Mercado (2003/6/CE)*, *Cadernos MVM* n.º 18 (Ag.-2004), 62-71, Paulo Câmara, *Anotações aos arts. 449.º e 450.º*, em Menezes Cordeiro (org.), *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, (2008); António Menezes Cordeiro, *Manual de Direito das Sociedades*, II (2007), 827-837, José Faria da Costa/Maria Elisabete Ramos, *O crime de abuso de informação privilegiada*

de mercado (art. 379.º)⁸³ – conferindo à CMVM legitimidade para conduzir o correspondente processo de averiguações preliminares, findo o qual, se obtida notícia de crime, os elementos apurados devem ser remetidos para o Ministério Público (arts. 382.º-387.º CVM)⁸⁴.

Com esta cobertura sancionatória, redobra-se a eficácia do sistema mobiliário no cumprimento dos seus objectivos essenciais: a manutenção da confiança no mercado; a protecção dos investidores não qualificados; a prevenção e repressão de delitos.

É por isso defensável a tese de COFFEE segundo a qual o grau de fiscalização do cumprimento (*enforcement*) das normas mobiliárias constitui um indício de desenvolvimento dos mercados. Sustenta o autor que um maior universo de investidores não qualificados instila a procura por uma fiscalização mobiliária mais eficaz, a qual resulta por isso mais intensa nos mercados mais desenvolvidos⁸⁵. Ainda que não sirva de explicação única para o diverso grau de maturidade dos mercados mobiliários, a robustez do aparelho sancionatório constitui um factor definitivamente a ter em conta.

III. Neste contexto, tem igualmente interesse iluminar novas técnicas de disciplina regulatória que a área financeira tem revelado, baseadas no poder da censura social.

A um tempo, merece ser saudada a imposição de divulgação de decisões condenatórias em contra-ordenações muito graves, mesmo antes do trânsito em julgado das mesmas, prevista no novo art. 422.º CVM⁸⁶, que decerto contribuirá para ampliar a eficácia preventiva do sistema sancionatório mobiliário.

A outro tempo, no âmbito das recomendações sobre o bom governo das sociedades – que constituem em bom rigor *soft law* –, chama-se a atenção

(*insider trading*): a informação enquanto problema jurídico-penal?, Coimbra (2006); Frederico Costa Pinto, O Direito de Informar e os Crimes de Mercado, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 2, (1998), 95-108, Id., O Novo Regime dos Crimes e Contra-Ordenações no Código dos Valores Mobiliários, Coimbra (2000), 33-81.

⁸³ Alexandre Brandão da Veiga, *Crime de Manipulação, Defesa e Criação de Mercado*, Lisboa, (2001), 31-166.

⁸⁴ Frederico Costa Pinto, O Novo Regime dos Crimes e Contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários, (2000), per totum; Bruno Vinga Santiago, O regime das averiguações preliminares no Código dos

Valores Mobiliários de 1999, *Revista Portuguesa de Ciência Criminal*, fasc. 4.º, (Out-Dez 2001), 603-632.

⁸⁵ John C. Coffee Jr, *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, *Columbia Law and Economics Working Paper* n.º 304 (2007), <http://ssrn.com/abstract=967482>.

⁸⁶ Preceito introduzido através do DL n.º 52/2006, de 15 de Março.

para a constituição de deveres de informação sobre o grau de recomendações seguidas e sobre as razões de não adesão às recomendações não observadas. Esta técnica (designada de *comply or explain*), aliás de recente consagração comunitária⁸⁷, tem demonstrado poderosa eficácia a induzir as sociedades cotadas à adesão às boas práticas, sobretudo quando acompanhada de listas comparativas do grau de cumprimento por parte das sociedades, disponíveis ao escrutínio público (*naming and shaming*)⁸⁸.

8. A INDEPENDÊNCIA

I. O modelo de governo das autoridades de supervisão toma como pedra angular a sua independência. Fala-se aqui de independência enquanto impermeabilidade decisória a interferências públicas ou privadas. A independência, assim entendida, desdobra-se em três principais sentidos:

- perante o poder político;
- perante os administrados;
- como órgão de aplicação do Direito.

Estas três vertentes serão percorridas, a passo largo, de seguida.

II. A autoridade administrativa deve ser, desde logo, independente *perante o poder político*. Trata-se de uma indicação muito vincada nos Princípios da IOSCO, que proclamam de modo nítido a necessidade de o regulador ser independente em relação a interferências políticas⁸⁹. A sua autonomia institucional, funcional e financeira revela-se crucial para a tutela da confiança no sistema e para a credibilidade e eficácia da acção supervisora. A autonomia financeira, de seu lado, implica a capacidade de geração de recursos necessários para que seja prosseguida uma actuação fiscalizadora de qualidade, apetrechada com colaboradores tecnicamente preparados.

⁸⁷ Cfr. a Directiva n.º 2006/46/CE, de 14 e Junho de 2006.

⁸⁸ Paulo Câmara, *Códigos de Governo das Sociedades, Cadernos MVM* n.º 15 (Dezembro de 2002), 65-90.

⁸⁹ Cfr. IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, cit., Princípio 2, Secção 6.3. No mesmo sentido depõem os homólogos textos internacionais para a área da banca e dos seguros: G10 BASLE, *Core Principles*, 1; International Association of Insurance Supervisors, *Insurance Core Principles*, 3; Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors, *Recommendation on Independence and Accountability*, (2006).

A independência da autoridade mobiliária perante o poder político também serve o cumprimento dos princípios de imparcialidade e de igualdade⁹⁰, uma vez que o Estado por vezes actua no mercado – nomeadamente em operações de privatização ou através da titularidade de participações sociais em sociedades abertas⁹¹ – não podendo nesse âmbito merecer qualquer tratamento de excepção.

A independência política da autoridade de supervisão financeira tem importantes concretizações em processos de aquisições de empresas nacionais – nomeadamente quando envolvam adquirentes estrangeiros –, impedindo, até por imperativos comunitários (art. 10.º TCE), que estes sejam contaminados por considerações políticas, envolvendo juízos discriminatórios. Tal aliás um dos motivos a determinar a aprovação da recente Directiva sobre aquisições do sector financeiro (Directiva n.º 2007/44/CE).

Em suma, nesta vertente, a independência manifesta-se em três principais sentidos: autonomia institucional, administrativa e financeira da autoridade de supervisão; impermeabilidade a influências políticas no processo investigativo ou decisório desta; e não-discriminação por motivos políticos.

Em Portugal, com a desgovernamentalização da supervisão implementada desde 1991, a CMVM assume-se como autoridade de supervisão com competências exclusivas na área mobiliária, e com as inerentes responsabilidades. Foi instituída, desde a sua génese, como autoridade independente em termos financeiros⁹², orgânicos e funcionais. Daí que não se lhe aplique a Lei-Quadro dos Institutos Públicos no que contrariar o seu regime especial⁹³.

A independência não resulta afectada pela circunstância de a CMVM, enquanto autoridade pública, estar sujeita à tutela do Ministro das Finanças.

⁹⁰ Em geral: João Nuno Calvão da Silva, *Mercado e Estado. Serviços de Interesse Económico Geral*, Coimbra, (2008), 184-188.

⁹¹ Como veículo de operações de financiamento ou de aquisição de participações pelos Estados têm ganho proeminência os fundos soberanos (*sovereign wealth funds*), relativamente aos quais a independência das autoridades de supervisão (dos Estados dos fundos adquirentes ou de empresas adquiridas) igualmente

propósito. Ronald Gilson/Curtis Millhaupt, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantism* (2008), <http://ssrn.com/abstract=1095023>; European Commission, *A Common European Approach to Sovereign Wealth Funds*, (2008); OECD, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance of State-Owned Assets*, (2007).

⁹² Faz-se notar, todavia, que em Portugal têm ocorrido pontuais ameaças à independência financeira através de

transferências do saldo de gerência da CMVM para a conta geral do Estado. Cfr. por exemplo o Decreto-Lei n.º 241-B/2004, determinando que constituem receita geral do Estado de 2004 85% dos saldos de gerência existentes em 31 de Dezembro de 2003 da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e de outras autoridades administrativas.

⁹³ Art. 48.º, n.º 1 f) da Lei n.º 3/2004, de 15 de Janeiro.

O conteúdo desta tutela, que é sobretudo densificado através do art. 352.º e do Estatuto da CMVM⁹⁴, é limitado⁹⁵ – porquanto decorre do facto de os membros do conselho directivo serem de nomeação ministerial (através de mandatos irremovíveis, salvo justa causa), e envolve o dever de assistência na definição de políticas mobiliárias, na sujeição do plano de actividades e orçamento à aprovação ministerial (para o controlo da adequada gestão de dinheiros públicos) e no dever de envio de relatório anual sobre os mercados⁹⁶. Como tal, a tutela não permite intromissões na concreta esfera decisória da autoridade de supervisão, que se queda tão-só adstrita a receber instruções genéricas do Governo relacionadas com a política financeira (art. 352.º CVM). Claro está que o poder regulamentar das autoridades administrativas, apesar da sua independência, se submete ao princípio da legalidade – sendo que as competências legislativas se confiam, por imperativos constitucionais, ao Governo e à Assembleia República, que em consequência podem, através de intervenções legislativas, legitimamente interferir na regulação mobiliária⁹⁷.

III. A autoridade de supervisão tem ainda independência *perante os seus administrados*. Neste sentido, a independência da supervisão manifesta-se na aptidão para a autoridade de supervisão desenvolver por si processos decisórios e investigativos que não dependam dos administrados e na vinculação ao princípio da imparcialidade, a que deve obediência toda a autoridade administrativa. Daqui decorre que, para evitar a “captura” dos

⁹⁴ Cfr. ainda o art. 41.º da Lei-Quadro dos Institutos Públicos (Lei n.º 3/2004, de 15 de Janeiro) – embora aplicável apenas a título subsidiário às autoridades independentes, como atrás notado.

⁹⁵ Em leitura comparativa com outras autoridades de supervisão, João Calvão da Silva reconhece à CMVM o grau máximo de autonomia em relação à tutela (Banca, Bolsa e Seguros. *Direito Europeu e Português*, I, (2007), 42).

⁹⁶ Cfr. art. 2.º n.º 2 (consagração de tutela ministerial), 4.º, n.º 1 d) (dever de assistência na definição de políticas mobiliárias), art. 8.º (nomeação ministerial dos membros do conse-

lho directivo), art. 9.º b) (sujeição do plano de actividades e orçamento à aprovação ministerial), c) (sujeição à aprovação ministerial do balanço e contas de gerência), d) (dever de envio de relatório sobre os mercados) e i) (sujeição de autorização ministerial para aquisição, alienação ou locação financeira sobre imóveis) do Estatuto da CMVM, aprovado pelo DL n.º 473/99, de 8 de Novembro.

⁹⁷ Uma das vertentes desta possível interferência situa-se nas possíveis derrogações ao dever de lançamento de OPA em processos de privatização. O sistema actual não prevê nenhuma derrogação directa ao regime de obrigatoriedade de OPA em caso de

transição de domínio de sociedade aberta, ainda que em processo de privatização. Assiste, ainda assim, ao Governo a possibilidade (politicamente sensível, mas juridicamente indisputável) de fazer aprovar derrogações ao art. 187.º CVM nos diplomas reguladores da privatização. Basta recordar, a propósito do anterior regime, o célebre (mas controverso) DL n.º 73/95, de 19 de Abril, a derogar a obrigatoriedade de OPA quando tenha havido autorização ministerial para aquisição de participação qualificada ao abrigo do DL n.º 380/93, de 15 de Novembro.

reguladores, a sua relação com os administrados há-de processar-se, na expressão britânica, *at arm's length*⁹⁸. Há prescrições em matéria de conflito de interesses que curam de igual maneira desta concretização da independência.

Tal como na vertente anterior, esta acepção da independência revela-se não apenas no regime normativo mas também no exercício permanente da actividade. Supõe, em todas as vertentes da actividade da autoridade – na regulação, na supervisão, na investigação, na cooperação, na afectação de recursos e nos processos sancionatórios – a coragem na tomada de decisões difíceis e a capacidade de suportar pressões dos participantes do mercado, em homenagem ao primado da lei.

IV. A independência repousa, por fim, na circunstância de a autoridade de supervisão constituir um órgão de aplicação do direito. As regras aplicadas são relativas ao Direito dos valores mobiliários; mas não só: a autoridade de supervisão é também chamada a ajuizar a aplicação, ainda que a título incidental, de regras de Direito das sociedades (no âmbito da aprovação do prospecto) e de Direito da contabilidade (no regime informativo da prestação de informação financeira). A sua actividade, como tal, é balizada por critérios de estrita legalidade e não por critérios de

conveniência, económica ou outra. Um reflexo desta característica do sistema detecta-se no facto de a aprovação do prospecto em oferta pública se basear em critérios de legalidade, não envolvendo qualquer garantia quanto à viabilidade da oferta ou quanto à qualidade dos valores mobiliários (art. 118.º, n.º 7 CVM). Tal resulta ainda da superação de uma supervisão de mérito (como a patente nas *Blue Sky laws* do século passado) e da sua substituição por uma supervisão das ofertas públicas baseada na verificação da qualidade da informação prestada. O risco subjaz, afinal, a cada decisão de investimento: ponto é que esteja claramente documentado no prospecto.

⁹⁸ Sob pena de desvio de poder, o que pode determinar a ilegalidade do acto praticado com défice de independência, como assinala Paula Costa e Silva, *As Autoridades Independentes. Alguns Aspectos da Regulação Económica numa Perspectiva Jurídica*, O Direito III (2006), 541-569 (552-553). Em sentido próximo, lembra Eduardo Vera-Cruz Pinto que a independência não pode servir de causa de exclusão de responsabilidade pelo exercício ilícito de poderes públicos (*A regulação pública como instituto jurídico de criação prudencial na resolução de litígios entre operadores económicos no início do séc. XXI*, em Ruy de Albuquerque/Menezes Cordeiro, *Regulação e Concorrência. Perspectivas e Limites da Defesa da Concorrência*, Coimbra. (2005), 159-201 (194)).

9. A SINDICABILIDADE

I. À medida em que são consagrados, reconhecidos e exercidos os poderes das autoridades de supervisão, na tripla dimensão atrás referida – regulação, supervisão e disciplina –, ganha simétrica importância o tema da prestação de contas destas autoridades.

A questão da sindicabilidade das autoridades de supervisão, entendida como possibilidade de apreciação e de avaliação externa do conjunto de actos realizados, filia-se de certo modo na reflexão sobre o governo das autoridades – porquanto visa encontrar e aprimorar sistemas adequados de *checks and balances* organizativos que assegurem o cumprimento eficiente das atribuições das autoridades de supervisão.

O tema acresce, naturalmente, ao da sindicabilidade judicial quanto à legalidade dos actos que pratica, como decorrência directa do Estado de Direito⁹⁹.

II. Em Portugal, a actividade da CMVM é acompanhada, no seu desempenho financeiro, por uma *comissão de fiscalização* de que fazem designadamente parte três elementos nomeados pelo Ministro das Finanças¹⁰⁰. Esta comissão de fiscalização tem como principais competências: acompanhar e controlar a gestão financeira da CMVM; apreciar e emitir parecer sobre o orçamento anual da CMVM; apreciar e emitir parecer sobre o relatório de actividade e as contas anuais da CMVM; fiscalizar a organização da contabilidade da CMVM e o cumprimento das disposições legais e dos regulamentos internos aplicáveis nos domínios orçamental, contabilístico e de tesouraria, informando o conselho directivo de quaisquer desvios ou anomalias que verifique; e pronunciar-se sobre qualquer assunto da sua competência que lhe seja submetido pelo conselho directivo¹⁰¹. Conforme se conclui do atrás exposto, as preocupações da comissão de fiscalização centram-se quase exclusivamente em questões contabilísticas e financeiras.

III. A actividade da CMVM surge ainda acompanhada pelo seu *conselho consultivo* – cujo regime se encontra fixado no Estatuto da Comissão,

⁹⁹ Maria Fernanda Maçãs, *O controlo jurisdicional das autoridades reguladoras independentes*, em *Cadernos de Justiça Administrativa*, n.º 58 (Jul.-Ag. 2006); João Nuno Calvão da Silva, *Mercado e Estado. Serviços de Interesse Económico Geral*, cit., 191-207.

¹⁰⁰ Art. 16.º do Estatuto da CMVM, aprovado pelo DL n.º 473/99, de 8 de Novembro.

¹⁰¹ Art. 17.º do Estatuto da CMVM, aprovado pelo DL n.º 473/99, de 8 de Novembro.

aprovado pelo DL n.º 473/99, de 8 de Novembro. Segundo este diploma, o conselho consultivo é um órgão de consulta e assessoria do conselho directivo nas matérias abrangidas pelas atribuições da CMVM, competindo-lhe nomeadamente “pronunciar-se sobre os assuntos que lhe sejam submetidos pelo conselho directivo”¹⁰² e “apresentar, de sua própria iniciativa, ao conselho directivo recomendações e sugestões no âmbito das atribuições da CMVM”¹⁰³. Influente sobretudo na preparação de reformas regulatórias, é de assinalar que os membros que constituem o conselho consultivo¹⁰⁴ lhe garantem um elevado grau de independência, ainda que as suas decisões não tenham carácter vinculativo. Na composição deste órgão, detecta-se uma maior representação numérica dos investidores não-institucionais em relação aos investidores institucionais (aí incluindo os intermediários financeiros), o que é equilibrado através da presença de personalidades independentes, na sequência do previsto na lei¹⁰⁵.

10. A TRANSPARÊNCIA

I. Os mercados são alicerçados em expectativas – não apenas nas empresas e na economia, mas também na supervisão; e a adopção de práticas transparentes cimenta a confiança nas autoridades de supervisão.

Vários fundamentos amparam esta asserção. A um tempo, a transparência que a autoridade de supervisão exige ao mercado deve ter paralelo com a

¹⁰² Art. 23.º, alínea a) do Estatuto da CMVM, aprovado pelo DL n.º 473/99, de 8 de Novembro.

¹⁰³ Art. 23.º, alínea b) do Estatuto da CMVM, aprovado pelo DL n.º 473/99, de 8 de Novembro.

¹⁰⁴ Art. 20.º do Estatuto da CMVM, aprovado pelo DL n.º 473/99, de 8 de Novembro.

¹⁰⁵ O Conselho Consultivo é presidido pelo presidente do Conselho Directivo da CMVM e composto por: a) um membro do Conselho de Administração do Banco de Portugal; b) um membro do Conselho Directivo do Instituto de Seguros de Portugal; c) um membro do Conselho Directivo do Instituto de Gestão

do Crédito Público; d) dois administradores de sociedades gestoras de mercados situadas ou a funcionar em Portugal; e) um administrador de sociedade gestora de sistema de liquidação ou de sistema centralizado de valores mobiliários; f) dois representantes dos emitentes de valores mobiliários; g) dois representantes dos investidores, sendo pelo menos um representante dos investidores não institucionais; h) quatro representantes das diversas categorias de intermediários financeiros; i) um representante da Ordem de Revisores Oficiais de Contas. Neste rol, não se prevê directamente a designação de representantes de associações

de consumidores. Porém, refira-se que o conselho directivo da CMVM pode: a) designar como membros do Conselho Consultivo, até ao máximo de três, representantes de entidades que exerçam a sua actividade no âmbito de outros sectores relevantes para o mercado de valores mobiliários ou individualidades de reconhecido mérito na área dos valores mobiliários; b) convidar a estar presentes nas reuniões do conselho consultivo, sem direito a voto, personalidades ou representantes de instituições cujo contributo considere importante para as matérias a apreciar em cada reunião.

transparência que o mercado deve poder exigir e deve receber da autoridade de supervisão. Neste sentido, a transparência reforça a legitimidade da supervisão.

Em segundo lugar, em causa está o facto de a entidade competente estar dotada de poderes de autoridade, sendo importante explicar como é que procede à sua utilização. Ser transparente quanto à actividade da autoridade de supervisão é assumir a responsabilidade pelo exercício dos seus poderes. Nestes termos, a transparência reforça o sentido de responsabilidade da autoridade de supervisão.

Mas em causa está igualmente uma questão de eficiência. A transparência favorece a sindicabilidade (*accountability*) e a possibilidade de acompanhamento do desempenho das organizações estimula a sua eficiência. Assim, a transparência contribui igualmente para melhorar a eficiência da autoridade de supervisão¹⁰⁶.

Neste sentido, a transparência constitui uma ferramenta indispensável para que as autoridades de supervisão constituam sinónimo de eficiência, e sejam encaradas como entidades abertas e como instrumento de criação de valor para o mercado.

II. À supervisão dos mercados de valores mobiliários aplicam-se os pilares centrais da transparência administrativa. Para citar apenas alguns, refiram-se:

- o direito à informação sobre os procedimentos administrativos (arts. 61.º-65.º CPA);
- o dever de prévia audiência dos interessados perante projectos de decisões que os possam afectar (arts. 100.º-103.º CPA);
- o dever de fundamentação de actos administrativos (arts. 124.º-126.º CPA);
- o regime de acesso aos documentos administrativos¹⁰⁷, que faculta amplo acesso aos documentos na posse das autoridades administrativas, entre as quais a CMVM.

¹⁰⁶ A iluminar este ponto: Eilís Ferran/Charles Goodhart (ed.), *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, cit., 127-188; Vasiliki Galanopoulou, *Issues in Accountability of a Single Financial Services Authority: the UK's FSA*, in Mads Andenas/Yannis Avgerinos (ed.), *Financial Markets in Europe. Towards a Single Regulator?*, London/The Hague/New York, (2003), 339-357.

¹⁰⁷ Em referência está a Lei n.º 46/2007, de 24 de Agosto.

Ao quadro sumariamente descrito acresce a regra, pioneira no nosso ordenamento jurídico, crismada em 1999 no art. 367.º do Código dos Valores Mobiliários. Por virtude deste normativo, está a CMVM obrigada a prestar divulgação, através do seu sítio na Internet, de um alargado acervo de actos praticados e de documentos sob sua supervisão. Na linha de outras experiências estrangeiras – designadamente o EDGAR norte-americano¹⁰⁸ – o sistema de difusão de informação da CMVM torna acessíveis diversos elementos, de que se destaca a informação prestada ao abrigo do artigo 248.º CVM, as participações qualificadas, os prospectos e os documentos de prestação de contas das entidades emittentes.

III. O que acaba de ser descrito prende-se com a transparência imposta por lei. Todavia, a transparência, na sua essência, não tem a ver apenas com o cumprimento estrito do que consta da lei: liga-se também à prática das organizações.

Neste campo, é justo insistir em que a Internet constitui um poderoso instrumento para servir, na prática, a transparência das autoridades de supervisão – designadamente para a divulgação, permanentemente actualizada, dos objectivos de actuação das autoridades (v.g. planos estratégicos, temáticos ou periódicos) e dos actos praticados em sua concretização. Na linha do que foi mencionado, deve ser sublinhado o facto de o conteúdo informativo do sítio Internet da CMVM exceder em muito o mínimo imposto pelo já referenciado art. 367.º CVM.

Além disso, merece referência particular a transparência exibida em processos de consulta pública a preceder intervenções normativas por parte das autoridades de supervisão.

A consulta pública em processos de regulação cumpre três funções importantes:

- função de *legitimação*: fazer preceder intervenções normativas de processos de consulta pública aumenta a possibilidade de se logrem a final soluções mais equilibradas e jus-

¹⁰⁸ Iniciais de *Electronic Data Gathering and Retrieval Project*. Este sistema de armazenamento de informação começou a ser testado em meados dos anos oitenta: cfr. Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, St. Paul/Minn. (2002), 140, 419-421 e, para informação mais detalhada, <http://www.sec.gov/edgar.html>

- função de *transparência decisória*: os motivos que conduzem à adopção de intervenções normativas ganham maior clareza se apreciados os competentes projectos de regulamentos, acompanhados da competente nota justificativa;
- função de *pedagogia* ao mercado: o incremento de processos de consulta cria o hábito de resposta por parte dos administrados e, com isto, favorece a reflexão.

Estes processos têm registado em Portugal resultados crescentemente encorajadores. O seu âmbito, embora centrado em intervenções regulamentares, foi já alargado à preparação de intervenções legislativas e à recolha de orientações para a tomada de posição na discussão de textos comunitários.

Há, porém, cautelas particulares a observar no manuseio destes processos na área financeira. Em causa está o risco de assimetria nas entidades que respondem, dado que a indústria é usualmente mais proactiva que os representantes dos investidores não qualificados. A leitura dos resultados da consulta pública não pode descurar este aspecto, sob pena de um enviesamento crónico das conclusões firmadas. *A consulta pública constitui um auxiliar da regulação, e não um substituto desta*. Mas os méritos deste expediente consultivo sobrelevam claramente as suas limitações.

11. A ARQUITECTURA NACIONAL DAS AUTORIDADES DE SUPERVISÃO

I. A análise comparativa dos sistemas de supervisão tem vindo a alargar-se nos últimos tempos, à escala internacional. Esta reflexão tem como origem, não apenas alguns escândalos financeiros de grande dimensão, mas também é decorrente do crescente número de conglomerados financeiros, de produtos financeiros híbridos, e da transferência de competências monetárias para o Banco Central Europeu¹⁰⁹.

Ao nível mundial é patente a contraposição entre dois tipos de sistemas:

- os sistemas *monistas* – que incumbem a uma única entidade a supervisão da área bancária, do mercado de capitais e dos seguros; e

¹⁰⁹ Ceps Working Party (rap. Karel Lanoo), *Challenges to the Structure of Financial Supervision in the EU*, (2000), 1.

- os sistemas de supervisão *especializada* – que separam as três grandes áreas de supervisão financeira, destacando órgãos especializados em cada uma das áreas mencionadas.

A aplicação do sistema monista é o que mais vem de encontro às tradições europeias (e que está arreigado, desde há muito, nos sistemas jurídicos escandinavos), tendo sido perfilhado em 1998 pelo Reino Unido, no rescaldo do episódio que conduziu à crise financeira do *Barings Bank*¹¹⁰. Os sistemas de supervisão especializada, de seu lado, têm origem no contexto norte-americano, que se desenvolveu em torno da desagregação das várias *agencies* com poderes de supervisão, de âmbito federal e estadual.

II. É permanente e praticamente inesgotável a discussão em torno dos modelos de supervisão e, em particular, do ajustamento do sistema adoptado em Portugal¹¹¹.

É usual alinhar, a este propósito, vantagens a rodear os sistemas monistas: de um lado, estes unificam burocraticamente o processo de autorização para o desenvolvimento de actividades financeiras, com benefícios para a organização de intermediários e autoridades de supervisão; de outro lado, constituem porventura a resposta mais simples em relação aos grupos financeiros mistos, que englobam bancos, seguradoras e empresas de investimento.

Além disto, estes modelos facilitam uma resposta única a produtos financeiros bancários, mobiliários e seguradores com características funcionalmente equivalentes e são dotados de uma visão mais ampla sobre riscos sistémicos, já que a interconectividade dos mercados levam a que os riscos de crédito e de sinistralidade se reflectam também no mercado de capitais¹¹². Com efeito, as operações de titularização e a emissão de valores mobiliário

¹¹⁰ Ellis Ferran, *Examining the UK's Experience in Adopting the Single Financial Regulator Model*, 4-13, em *Brooklyn Journal of International Law* (2003), 257-307; Id., *The liberalization of financial markets: the regulatory response in the United Kingdom*, em Rainer Grote/Thilo Marauhn, *The Regulation of Inter-*

national Financial Markets. Perspectives for Reform, Cambridge, (2006), 57-111.

¹¹¹ Karel Lanoo, *Challenges to the Structure of Financial Supervision in the E.U.*, *Journal of International Financial Markets*, (Aug.-2000), 98-118; Paulo Câmara, *O governo de grupos bancários*, in *Estudos de*

Direito Bancário, (1999), 197-201.

¹¹² Clive Briault, *The Rationale for a Single National Financial Services Regulator*, *Journal of International Financial Markets* (1999), 249-256; Id., *Revisiting the Rationale for a Single National Financial Services Regulator*, *FSA Occasional Paper* n.º 16 (2002).

ligados ao desempenho do crédito (*credit-linked notes*) ou à sinistralidade (*cat bonds*), para referir apenas alguns exemplos, contribuem para esfumar ainda mais as fronteiras entre cada sector do sistema financeiro¹¹³. Por fim, os modelos monistas de supervisão estão melhor apetrechados para aniquilar assimetrias de regulação e fiscalização entre diversas áreas financeiras ou diversos produtos financeiros, frustrando uma arbitragem reguladora ou suprimindo lacunas de supervisão.

III. Há, no entanto, dados que apontam em favor dos sistemas de supervisão especializada. Aponta-se que estes têm, em geral, uma maior agilidade operativa, de dupla comprovação: seja na avaliação dos reflexos internos, sentida ao nível do governo das autoridades administrativas, na medida em que o gigantismo das organizações administrativas é, as mais das vezes, contraproducente; seja com reflexos externos, pois os sistemas de supervisão especializada permitem aos poderes públicos uma vigilância mais apertada dos objectivos a cumprir, favorecendo em consequência um governo mais eficiente das atribuições públicas. E este modelo acaba por beneficiar dos méritos atribuídos ao sistema monista, se assentar firmemente em colaboração inter-institucional (v. arts. 373.º-ss CVM).

IV. Ao debate, já recorrente, entre sistemas monistas e sistemas tripartidos, junta-se mais recentemente uma terceira via – que pugna por uma abordagem *funcional* à estrutura da supervisão. Segundo esta corrente, o desfecho institucional mais eficiente é o que postula uma diferenciação de funções básicas de supervisão, remetendo para entidades diferentes o exercício das funções em causa.

A concretização mais feliz desta abordagem é a diferenciação entre, de um lado, autoridades de supervisão prudencial e, de outro lado, autoridades de supervisão comportamental. Nesta divisão binomial (“*Twin Peaks*”)¹¹⁴, a autoridade de supervisão comportamental seria incumbida de fazer cumprir as normas de conduta, designadamente informativas, vigentes em cada sistema financeiro. Ao invés, a autoridade prudencial

¹¹³ Esta conexão foi tornado clara na crise financeira de 2007, originada por uma sucessão de incumprimentos dos empréstimos hipotecários de alto risco (*sub-prime*) nos EUA, o que provocou uma baixa generalizada dos preços nos mercados bolsistas em todo o globo.

¹¹⁴ A expressão foi cunhada por Michael Taylor, *Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century*, London, (1995). Cfr. ainda Richard Abrams/Michael Taylor, *Issues in the Unification of Financial Sector Supervision*, IMF WP/00/213 (2000).

seria dedicada a acautelar problemas de solvência dos participantes do mercado e a prevenção do risco sistémico. Este modelo, que propicia uma especialização funcional, recebe aplicações nomeadamente na Holanda, na Austrália e no Canadá¹¹⁵. No âmbito da reflexão regulatória europeia em resposta à crise financeira iniciada em 2007, o influente Relatório De Larosièrre preconizou publicamente a continuação da expansão deste modelo dual¹¹⁶.

Uma variante deste modelo envolve a autonomização da função de prevenção dos riscos sistémicos e de salvaguarda da estabilidade financeira numa terceira autoridade de supervisão. O Governo federal dos Estados Unidos propôs recentemente a sua adopção¹¹⁷.

V. Cabe tomar posição. Os modelos de supervisão – como modelos de governação pública – são instrumentais à eficácia de actuação para o cumprimento de interesses públicos e à eficiência de meios para os atingir. O balanço definitivo far-se-á, em cada caso, atendendo aos seguintes critérios:

- maximização do desempenho;
- agilidade decisória de cada organização;
- fluidez na circulação de informação;
- adequada resolução de conflitos decisórios.

Os critérios de desempenho das autoridades de supervisão devem ser objectivos¹¹⁸ e envolvem não apenas a afectação racional de recursos mas também a avaliação do cumprimento dos objectivos delineados em cada

¹¹⁵ Eddy Wymeersch, *The Structure of Financial Supervision in Europe: About Single Financial Supervisors, Twin Peaks and Multiple Financial Supervisors*, cit., 257-259, 266-268.

¹¹⁶ The High Level Group on Financial Supervision in the EU (Chaired by Jacques de Larosièrre), *Report*, (25-Fev.-2009), 48.

¹¹⁷ U.S. Department of the Treasury, *Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*, cit., 137-180.

¹¹⁸ São interessantes, a este propósito, as propostas sobre avaliação de desempenho da actividade de regulação constantes do ensaio de João Duque, *A Regulação do Sistema de Valores Mobiliários – Uma Abordagem pela Teoria Financeira*, *CADERNOS DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS* n.º 6 (Set.-Dez. 1999), 19-68 (49-59). No contexto norte-americano, em avaliação quantitativa do desempenho da SEC, com per-

spectivas dissonantes: George Stigler, *Public Regulation of the Securities Market*, *Journal of Business* Vol. 37 (1964), 117-142; Irwin Friend/Edward S. Herman, *The SEC through a Glass Darkly*, *Journal of Business* Vol. 37 (1964), 382-405, ambos recolhidos também em Richard A. Posner/Kenneth Scott, *Economics of Corporation Law and Securities Regulation*, Boston/Toronto, (1980).

período histórico e a capacidade de resposta pronta a eventos significativos imprevisíveis. Neste sentido, a eficiência de actuação está relacionada também com a agilidade decisória da autoridade.

A fluidez comunicacional pode assentar em mecanismos internos ou externos à organização, v.g., neste último caso, com base em protocolos de entendimento, acordos de cooperação ou similares.

A adequada gestão de possíveis conflitos entre objectivos decisórios (*inter alia*, a potencial tensão entre transparência e equilíbrio prudencial)¹¹⁹ encontra-se facilitada por algumas regras actuais que fornecem soluções decisivas. De um lado, os emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado devem observar as IAS/IFRS, ainda que sejam empresas bancárias ou seguradoras. De outro lado, a prestação de informação privilegiada por emitentes de instrumentos financeiros, em regra de comunicação imediata (art. 248.º), pode ser diferida se a divulgação imediata for susceptível de prejudicar os legítimos interesses do emitente, bastando para tal que o diferimento não seja susceptível de induzir o público em erro e que esteja assegurada a confidencialidade da informação (art. 248.º-A).

Maximização de desempenho, fluidez na circulação de informação, prontidão de actuação e adequada resolução de conflitos decisórios: eis, em síntese, o conjunto de objectivos a que deve corresponder a moderna estrutura de regulação financeira. Se for concluído que, em concreto, estes objectivos logram ser assegurados através de modelos monistas, dentro da mesma organização, ou através de modelos especializados ou funcionais, através de uma interligação eficiente entre diversas autoridades públicas, a discussão sobre o modelo preferível vê a sua relevância claramente diminuída.

VI. No momento actual, uma conglomerização da estruturação institucional de supervisão tem vindo a conquistar adeptos na Europa, sendo hoje largamente predominante. Para recorrer a exemplos célebres, merecem referência as autoridades financeiras constituídas por fusão entre autoridades sectoriais nomeadamente na Alemanha (Bafin: 2002) e no Reino Unido (FSA: 1998). Todavia, mesmo a concentração de competências regulatórias e de supervisão comporta diversos graus.

¹¹⁹ Guido Rossi, *I conflitti di obiettivi nell'esperienza decisionale delle autorità*, *Riv. Società* (1997), 265-280.

Uma análise fina das competências das autoridades financeiras britânica e alemã concluiria que nenhuma destas entidades incorpora, em sentido técnico, modelos de concentração exclusiva dos poderes de supervisão na área financeira numa única entidade. Os fundos de pensões quedam-se de fora das competências de ambas as autoridades citadas, e as OPAS são tratadas por uma entidade autónoma no Reino Unido (o *Takeover Panel*). Vigora, além disso, no Reino Unido um acordo tripartido, a dividir competências prudenciais e de estabilidade financeira entre o Banco de Inglaterra, o Departamento do Tesouro e a FSA¹²⁰.

Mas tal não retira, claro está, significado à tendência aqui revelada de um aumento de modelos monistas – ainda que *impuros*. Segundo um levantamento recente, computam-se em 19 os Estados europeus que adoptaram modelos de supervisão integrada¹²¹.

VII. Em Portugal vigora um sistema de supervisão especializada, com a coexistência de duas autoridades de supervisão financeira – uma na área bancária e outra na área do mercado de valores mobiliários – respectivamente o Banco de Portugal e a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, a que se soma o Instituto de Seguros de Portugal, na área seguradora. Ao sistema nacional subjaz uma solução compromissória, na medida em

que a existência de autoridades financeiras sectoriais é complementada, desde 2000, por uma estrutura de cúpula que visa assegurar a coordenação entre as três autoridades: o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros¹²².

Embora revele escassa visibilidade externa¹²³, o trabalho deste Conselho tem sido importante em zonas de interligação entre as diversas áreas financeiras, dele tendo resultado exercícios de articulação nomeadamente no domínio dos conglomerados financeiros e dos instrumentos estruturados de captação de aforro. E o mais recente projecto de análise comparativa de custos de contexto anti-competitivos do sistema financeiro nacional, tendo em vista a eliminação de ineficiên-

¹²⁰ Cfr. Eilís Ferran, *The liberalization of financial markets: the regulatory response in the United Kingdom*, cit., 63. Este acordo recebeu críticas severas no rescaldo da crise que atingiu o banco *Northern Rock plc* em 2007: cfr. a propósito Willem H. Buiter, *Lessons from the 2007 financial crisis*, European Institute/LSE (2007), 18-22; *Lessons of the fall*, *The Economist* (20-Out.-2007), 85-87.

¹²¹ Eddy Wymeersch, *The Structure of Financial Supervision in Europe: About Single Financial Supervisors, Twin Peaks and Multiple Financial Supervisors*, cit., 256-257.

¹²² Cfr. DL n.º 228/2000, de 23 de Setembro.

¹²³ O que é fruto do diploma que o instituiu: cfr., por exemplo, o art. 6.º, n.º 2 do DL n.º 228/2000, de 23 de Setembro.

cias administrativas e regulatórias entre os três sub-sectoros financeiros¹²⁴, pode acentuar significativamente o seu papel.

Ainda neste contexto, não pode igualmente escamotear-se o relevo da atribuição à CMVM, em 2007, de competências para a supervisão e a regulação de produtos do sector segurador: os contratos de adesão individual a fundos de pensões abertos e os contratos de seguro ligados a fundos de investimento (art. 2.º, n.º 3 CVM). Esta decisão legislativa, que tomou forma através da alteração ao Código dos Valores Mobiliários operada pelo DL n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro, aliada à simultânea ampliação dos instrumentos financeiros submetidos à supervisão da CMVM por via da Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros, levaram à concentração de competências de supervisão comportamental na autoridade do mercado de capitais que desafiam a lógica de especialização tripartida clássica, aproximando timidamente o sistema português de um modelo funcional.

O DL n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro, aliás, procurou mitigar as desvantagens do modelo tripartido, ao acentuar a colaboração entre o Banco de Portugal e a CMVM na concessão de registos de intermediários financeiros, impondo à autoridade bancária a comunicação à CMVM dos registos de instituições de crédito e de sociedades financeiras que envolvam o exercício de actividades de intermediação financeira (art. 65.º, n.º 2 RGIC, aplicável às sociedades financeiras *ex vi* do art. 194.º, n.º 2 RGIC), tendo em vista colmatar uma parte da duplicação de actos autorizativos de supervisão antes existente¹²⁵.

O certo é que, à volta de Portugal, a matriz comum institucional na Europa regulatória mudou. Se em 1991 o modelo tripartido era comum, hoje ocorre o contrário. A criação do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros trouxe especificidades ao modelo português, convertendo-o num modelo híbrido. O hibridismo, por seu turno, acentuou-se com o DL n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro. E a proliferação, entretanto ocorrida, dos sistemas monistas (ainda que impuros) tornou o modelo nacional singular no espectro europeu. O sistema nacional vive, por isso, numa interessante tensão, em que procura manter, num sábio equilíbrio, a

¹²⁴ Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, *Better Regulation – Consulta Pública n.º 1/2007* (2007), disponível em http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/66EA602B-C6EA-48A4-A176-0A6632362571/8109/BetterRegulation_Relatorio_17Julho2007.pdf.

¹²⁵ Persiste, no entanto, alguma duplicação nos actos administrativos autorizativos que se referem a instituições de crédito e sociedades financeiras. Cfr. *infra*, § 24.º, 2.

sua operacionalidade e a sua originalidade. Resta saber se será, por isso mesmo, um modelo transitório¹²⁶.

12. CONCORRÊNCIA INTERNACIONAL ENTRE AUTORIDADES

I. O ambiente em que as autoridades de supervisão financeira actuam é agora também pautado por alguma concorrência entre reguladores.

Com efeito, é patente o esforço das autoridades de supervisão na criação de um ambiente favorável ao investimento – nacional e estrangeiro. A documentá-lo, de um lado, não deve ser ignorada a influência que estas autoridades desempenham, a par da influência própria da legislação societária e mobiliária que fazem aplicar, ao atraírem (ou repelírem) a realização de operações e a constituição de sociedades.

Os movimentos migratórios de constituição de sociedades em direcção a ordenamentos mais flexíveis, aliás, têm sido estimulados pela recente jurisprudência do Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias, através do acórdão *Centros*¹²⁷ e dos seus descendentes.

II. A crescer, o regime da Directiva dos Prospectos consagrou recentemente um quadro de concorrência, por parte das autoridades reguladoras, na aprovação de prospectos de ofertas públicas de distribuição e de admissão de valores mobiliários à negociação em mercado regulamentado¹²⁸. As regras em referência, transpostas para o direito nacional através do art. 145.º CVM, relativo à determinação do Estado-membro de origem, entrevêem duas situações em que se possibilita um direito de escolha da autoridade competente.

¹²⁶ O primeiro apoio conhecido ao modelo monista foi formulado pelo primeiro Presidente da CMVM, Fernando Costa Lima, *Um novo modelo para a regulação financeira em Portugal*, *Cadernos de Economia* (Abr./Jun. 1996), 47-49. Orientação semelhante pode encontrar-se em João Calvão da Silva, *Banca, Bolsa e Seguros. Direito Europeu e Português*², I, cit., 27-39 (38-39). O mesmo parece

deduzir-se de Menezes Cordeiro, *Regulação Económica e Supervisão Bancária*, *O Direito* (2006), III, 245-276, que elenca três espécies de problemas que uma reformulação do quadro institucional poderia evitar: métodos de trabalho diversos; culturas diferentes; e conflitos de competências entre as autoridades existentes (276); e de Eduardo Paz Ferreira, *Anotação ao art. 101.º CRP*, em Jorge

Miranda/Rui Medeiros, *Constituição da República Portuguesa Anotada*, II, (2006), 206-207.

¹²⁷ Caso C-212/97: *Centros Ltd. v. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen* (1999).

¹²⁸ Paulo Câmara, *A Directiva dos Prospectos: Contexto, Conteúdo e Confronto com o Direito Positivo Nacional*, cit., 1096-1097.

O primeiro caso é o das emissões de valores mobiliários não representativos de capital social cujo valor nominal unitário se eleve a pelo menos €1000 e o das emissões de valores mobiliários não representativos de capital social que dêem direito a adquirir valores mobiliários ou a receber um montante em numerário, em consequência da sua conversão ou do exercício de direitos por eles conferidos, desde que o emitente dos valores mobiliários não representativos de capital social não seja o emitente dos valores mobiliários subjacentes ou uma entidade pertencente ao grupo deste último. Para estes casos (art. 145.º, n.º 2 CVM), existe a possibilidade de escolha entre uma de três autoridades: a autoridade do Estado-membro em que o emitente tem a sua sede; a do Estado em que os valores mobiliários serão admitidos à negociação; ou a autoridade do Estado em que os valores mobiliários serão oferecidos ao público.

Quanto aos valores mobiliários emitidos por países terceiros, é consagrado um direito de escolha entre a autoridade do Estado-Membro em que os valores mobiliários serão pela primeira vez admitidos à negociação ou a autoridade do Estado-Membro em que os valores mobiliários serão oferecidos ao público (art. 145.º, n.º 3 CVM).

III. A concorrência entre reguladores financeiros vigora, no sentido exposto, há escassos anos, não sendo possível nesta data fazer um balanço definitivo sobre o tema. Ainda assim, antecipa-se que este cenário possa provocar consequências virtuosas, ao atrair um maior volume de processos para as autoridades de supervisão que se mostrarem mais diligentes na apreciação de prospectos e que sejam dotadas de maior especialização técnica: funcionará, nessa medida, como um estímulo salutar para um afinamento dos procedimentos dos supervisores europeus e para o reforço do seu *know-how*, particularmente em relação a valores mobiliários de estruturação complexa.

Mas pode originar consequências perversas, se esta disputa regulamentar não for devidamente vigiada ou se entrever margem para exigências informativas assimétricas. Com efeito, a concorrência entre reguladores obriga não apenas a uma harmonização mais ambiciosa no domínio dos prospectos, o que a Directiva reguladora da matéria logrou atingir¹²⁹, mas também pressupõe um

¹²⁹ Paulo Câmara, *A Directiva dos Prospectos: Contexto, Conteúdo e Confronto com o Direito Positivo Nacional*, cit., 1091-1092, 1106 e *passim*.

nivelamento das exigências da prática formuladas em cada jurisdição. De modo contrário, estar-se-ia a promover o laxismo regulador: a “corrida” dos reguladores seria, afinal, em direcção a padrões gradualmente menos exigentes (*race to the bottom*)¹³⁰. E quanto a este último aspecto, não basta repousar no facto de o regime comunitário harmonizar o conceito de aprovação do prospecto¹³¹; há que acautelar o comportamento revelado de facto pelos reguladores. Coloca-se, de novo, a questão clássica: *quis custodiet custodiet?*

13. A ARQUITECTURA INTERNACIONAL DAS AUTORIDADES DE SUPERVISÃO

I. A internacionalização do tráfego financeiro, sendo um dado irrefutável, tem hoje plúrimas expressões, designadamente quanto aos seguintes níveis:

- internacionalização dos mercados de valores mobiliários: revelada na tendência importante de concentração das entidades gestoras de mercados e de criação de mercados e plataformas de negociação internacionais;
- internacionalização dos agentes: iniciada através do interesse que um crescente número de empresas manifesta na cotação plurilocalizada (*multiple listing*) dos valores emitidos e nas ramificações geográficas dos correspondentes prestadores de serviços (intermediários financeiros, auditores e sociedades de notação de risco);
- internacionalização das operações: que se concretiza na sucessão de ofertas de distribuição internacionais de valores mobiliários, potenciada pelo efeito extra-territorial da aprovação comunitária do prospecto, e de ofertas de aquisição;

¹³⁰ Em geral: Roberta Romano, *The Genius of American Corporate Law*, Washington, (1993); Id., *The Advantage of Competitive Federalism for Securities Regulation*, Washington, (2002); Ralph Winter, *State Law, Shareholder Protection and the Theory of the Corporation*, *J. Leg. St.* 6 (1977), 251-292; Id., *The Race for the Top Revisited: A Comment on Eisenberg*, *Columbia LR*, vol. 89 (1989), 1526-1529.

¹³¹ Art. 2.º, n.º 1 q) da Directiva dos Prospectos.

• internacionalização dos delitos: o carácter internacional do ilícito pode resultar da plurilocalização de entidades instrumentais aos delitos (ex: BCCI, Parmalat) ou da natureza transnacional dos meios empregues ou das estruturas de negociação visadas (basta referir

as dificuldades colocadas por actividades de manipulação de mercado empreendidas em estruturas de negociação internacionais ou através da utilização da Internet).

Estas vertentes não funcionam de modo isolado, antes se inter-relacionam e se estimulam reciprocamente. A expressão deste fenómeno poliédrico torna-se crescentemente visível¹³².

II. Sucede que, no plano institucional, esta realidade tem sido unicamente acompanhada por um reforço dos mecanismos de cooperação.

Tais mecanismos revestem natureza:

- bilateral, quando baseados em protocolos de cooperação bilaterais (*MoU: Memoranda of Understanding*)
- multilateral: quando decorrem do esforço de organizações internacionais como a IOSCO e o CESR, que também têm encorajado a celebração de protocolos internacionais de cooperação.

A sedimentar e a complementar os esforços de cooperação, há ainda a mencionar a aproximação promovida pela IOSCO através dos já mencionados princípios de regulação financeira que instituiu – os *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Trata-se de um documento extenso, que a título recomendatório enuncia e densifica 30 princípios mobiliários aplicáveis aos reguladores, emitentes, intermediários financeiros, fundos de investimento e mercados¹³³. O grau de observância destes Princípios por parte de cada Estado-Membro da IOSCO, por seu turno, constitui objecto de avaliações periódicas no âmbito das missões do FMI e do Banco Mundial¹³⁴ – o que acentua fortemente a sua influência enquanto instrumento

¹³² Reenvia-se a propósito para Michael D. Mann/Joseph Mari/George Lavdas, *Developments in International Securities Law Enforcement and Regulation*, *The International Lawyer* vol. 29 n.º 4 (1995), 729-873; Ethiopis Tafara/Robert J. Peterson, *A Blueprint for Cross-Border Access to U.S. Investors: A New*

International Framework, *International Harvard Law Journal* vol. 48 (2007), 31-68; José Nunes Pereira, *Integração dos Mercados de Capitais e Regulação Financeira*, *Boletim de Ciências Económicas* Vol. XLV-A (2002), 617-682.

¹³³ IOSCO Public Document No. 125, *Objectives and Principles of Securities*

Regulation, IOSCO Presidents' Committee (2003).

¹³⁴ Relevante referência, neste âmbito, é o documento que descreve a metodologia de avaliação: IOSCO, *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, (2003).

de harmonização e de promoção de boas práticas das autoridades de supervisão e das entidades que supervisiona.

III. A suficiência de uma estrutura de supervisão descentralizada em termos internacionais, apesar de reforçada por mecanismos de cooperação, constitui um tema de permanente reflexão no âmbito da regulação dos mercados financeiros.

Desde há quarenta anos¹³⁵ que se equaciona, no espaço europeu, a sugestão de criação de uma autoridade europeia que coordene ou substitua os reguladores locais.

Esta ideia, que consubstanciaria um sinal político de sentido federalizante, teria a seu favor lograr uma maior rapidez nos processos regulatórios. Em termos institucionais, esta solução teria ainda o mérito de estar melhor apetrechada para a supervisão sobre a actuação dos mercados, dos agentes e das operações internacionais e para a prevenção e repressão dos delitos que atravessam fronteiras¹³⁶.

De outro lado, esta saída contrariaria arbitragens regulatórias – nomeadamente em favor dos agentes domésticos (*home bias*).

Em síntese conclusiva – forçosamente provisória – sobre esta apreciação, dir-se-á ser decisivo o argumento segundo o qual a actual estrutura descentralizada convive melhor com a harmonização imperfeita em muitos domínios jurídicos¹³⁷. Desta análise emerge que as autoridades de supervisão de cada Estado-Membro mostram-se sobretudo aptas a conhecer a cultura própria de cada mercado e a lidar com as singularidades de cada espaço jurídico¹³⁸.

¹³⁵ Cfr., a propósito dos deveres de informação, o Relatório Segré (1966).

¹³⁶ Uma colecção importante de estudos sobre o tema pode encontrar-se em Mads Andenas/Yannis Avgerinos (ed.), *Financial Markets in Europe. Towards a Single Regulator?*, cit., 145-260. Cfr. ainda Karel Lanoo, *Does Europe need a SEC? Securities Market Regulation in the EU*, ECMI (1999); Gilles Thieffry, *The Case for a European Securities Commission*. in Elis Ferran/Charles

Goodhart (ed.), *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, cit., 211-234; Guido Rossi, *Un'autorità sovranazionale per i mercati finanziari?*, *Rivista delle Società* (2001), 184-192. Entre nós, cfr. José Nunes Pereira, *A Reforma Europeia do Plano de Acção para os Serviços Financeiros: Uma Futura Autoridade de Supervisão Europeia?*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VII (2007), 77-166.

¹³⁷ Niamh Moloney, *EC Securities Regulation*, cit., 889-890.

¹³⁸ As singularidades nacionais são, de resto, tidas como relevantes pelo próprio legislador comunitário: cfr. por exemplo o recente art. 4.º da Directiva n.º 2006/73/CE, tomando como suficientes para legitimar intervenções adicionais dos Estados-Membros, no contexto das normas de conduta sobre intermediação financeira, os riscos específicos no quadro da estrutura de mercado onde tais medidas serão aplicadas.

Todavia, a ser assim, a valia desse argumento é transitória¹³⁹: depende do grau de harmonização vigente em cada momento histórico. E faz deslocar o epicentro do problema para a análise sobre o grau óptimo de harmonização – e, simetricamente, sobre o nível adequado de concorrência legislativa no âmbito do Direito comunitário mobiliário.

IV. A este propósito, convirá por fim reter que o plano actual da agenda política europeia é muito marcado pelas propostas constantes do Relatório DE LAROSIÈRE e das decisões políticas incorporadas na Comunicação da Comissão Europeia de 27 Maio 2009¹⁴⁰, nas deliberações do Ecofin de 9 de Junho de 2009 e nas conclusões da Reunião do Conselho Europeu de 18 e 19 de Junho 2009¹⁴¹. Em resultado deste processo, é consumada a proposta de criação de um Conselho Europeu de Risco Sistémico (*European Systemic Risk Board*), que tome a seu cargo a supervisão macro-prudencial. A par deste organismo, será criado um Sistema Europeu de Supervisores Financeiros, agregando três novas autoridades europeias (nas áreas da banca, mercado de capitais e seguros), constituídas para coordenar a aplicação de padrões de supervisão, mediar relações entre autoridades nacionais, supervisionar e coordenar os colégios de supervisores e autorizar e supervisionar sociedades de notação de risco.

Neste quadro, tudo aponta para que o *European Systemic Risk Board* não revista a natureza de uma autoridade de supervisão no sentido clássico, porquanto não lhe serão atribuídos poderes de supervisão sobre instituições individuais, que continuam confiadas às autoridades de supervisão domésticas.

Frise-se, todavia, que o processo político nesta matéria não se encontra ainda concluído, havendo que aguardar pela apresentação, discussão e

¹³⁹ Em sentido próximo, Elis Ferran admite que a maior falha desta solução é a sua prematuridade, pela oposição política que ainda pode deparar, da banda da Comissão Europeia e de alguns Estados-Membros importantes, e pela actual imperfeita integração dos mercados: cfr. *Building an EU Securities Market*, Cambridge, (2004), 120-122.

¹⁴⁰ European Commission, *Euro-*

pean Financial Supervision, COM 252 (27-Mai.-2009) disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm#communication.

¹⁴¹ Os documentos oficiais estão disponíveis para consulta em http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm#overview. Para uma ilustração do debate em curso, reenvia-se nomeadamente

para: European Savings Banks Group, *Response to Proposals on financial supervision made in the de Larosière report and the Commission Communication from 4 March 2009*, (10 April 2009); Eva Hüpkens/Oliver Zibung, *Pragmatic and effective regulation: A Swiss perspective on the regulatory process*, *Journal of Banking Regulation* (2008) Vol. 9, 4 247-263.

aprovação dos textos legislativos europeus que lhe darão forma. É intensa a expectativa quanto a saber se, no desfecho deste processo, as deficiências institucionais confirmadas pela crise financeira serão objecto de respostas satisfatórias, em benefício da protecção dos agentes e aforradores do mercado e da resiliência do sistema financeiro internacional.

Referências

- AADV, *Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Vol. I (1999), Vol. II (2000), Coimbra, Vol. III (2001); Vol. IV (2003); Vol. V (2004); Vol. VI (2006); Vol. VII (2007).
- ABRAMS, Richard/Michael Taylor, *Issues in the Unification of Financial Sector Supervision*, IMF WP/00/213 (2000).
- ALBUQUERQUE, Ruy de/António Menezes Cordeiro, *Regulação e Concorrência. Perspectivas e Limites da Defesa da Concorrência*, Coimbra, (2005).
- ALFON, Isaac/Peter Andrews, *Cost-benefit analysis: how to do it and how it adds value*, FSA Occasional Paper n.º 3 (1999).
- ALMEIDA, Carlos Ferreira de, *O Código dos Valores Mobiliários e o Sistema Jurídico*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7 (2000), 19-47.
- ANDENAS, Mads/Yannis Avgerinos (ed.), *Financial Markets in Europe. Towards a Single Regulator?*, London/The Hague/New York, (2003).
- ANTUNES, José Brito, *Notas Pessoais sobre o Processo Lamfalussy*, *Cadernos do MVM*, n.º 18 (2004), 48-61, disponível em www.cmvm.pt.
- ASCENÇÃO, José de Oliveira, *A protecção do investidor*, em *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, (2003), 13-40.
- AVGERINOS, Yannis V., *EU Financial Market Supervision Revisited: The European Securities Regulator*, NYU School of Law (2003).
- BANNER, Stuart, *Anglo-American Securities Regulation: Cultural and Political Roots, 1690-1860*, Cambridge (1998).
- BENJAMIN, Joanna, *Financial Law*, Oxford, (2007).
- BOLINA, Helena, *Market Manipulation and Insider Dealing in the New Market Abuse Directive (2003/6/EC)*, *Euredia* (2001-2002/4), 555-576.
- , *A Manipulação de Mercado e o Abuso de Informação Privilegiada na Nova Directiva sobre Abuso de Mercado (2003/6/CE)*, *Cadernos MVM* n.º 18 (Ag.-2004), 62-71.
- , *As Contra-Ordenações no Novo Código dos Valores Mobiliários*, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* n.º 7 (1999), 431-447.
- , *O regime dos processos de contra-ordenação dos reguladores independentes*, (2008).
- BRIAULT, Clive, *The Rationale for a Single National Financial Services Regulator*, *Journal of International Financial Markets* (1999), 249-256.
- , *Revisiting the Rationale for a Single National Financial Services Regulator*, FSA Occasional Paper n.º 16 (2002).
- CÂMARA, Paulo, *Deveres de informação e formação de preços no direito dos valores mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 2, (1998), 79-94.
- , *Códigos de Governo das Sociedades*, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* n.º 15 (Dezembro de 2002), 65-90; também publicado nos *Cadernos de Auditoria Interna*, edição Banco de Portugal, Ano 6 n.º 1 (Outubro 2003), 6-51.
- , *A Directiva dos Prospectos: Contexto, Conteúdo e Confronto com o Direito Positivo Nacional*, in *Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos*.
- , *O Governo das Bolsas, Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra, (2006), 187-228.
- , *A Regulação Baseada em Princípios e a DMIF*, *Cadernos MVM* n.º 27 (2007).
- , *Anotações aos arts. 447.º a 450.º*, em Menezes Cordeiro (org.), *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, (2008).
- CASEY, Jean-Pierre/Karel Lannoo, *The MiFID Implementing Measures: Excessive detail or level playing field?* ECMI Policy Brief n.º 1 (2006).

- CASPARI, Karl-burkhard, *Anlegerschutz in Deutschland im Lichte der Brüsseler Richtlinien*, em Stefan Grundmann/Hans-Peter Schwintowski/Reinhard Singer (org.), *Anleger- und Funktionsschutz durch Kapitalmarktrecht*, Berlin, (2006), 7-21.
- CEPS WORKING PARTY (rap. Karel Lanoo), *Challenges to the Structure of Financial Supervision in the EU*, (2000).
- CHIN, Sharon, *Financial Services Regulation: Can History Teach Us Anything?*, in P. Cartwright (ed.), *Consumer Protection in Financial Services*, (1999), 141-160.
- COFFEE Jr., John, *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications*, *Northwestern University L R*, n.º 93 (1999), 641-707.
- , *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, *Columbia Law and Economics Working Paper* n.º 304 (2007), <http://ssrn.com/abstract=967482>.
- CORDEIRO, António Menezes, *Regulação Económica e Supervisão Bancária*, *O Direito* (2006), III, 245-276.
- , *Manual de Direito Comercial*², Coimbra (2007).
- , *Manual de Direito das Sociedades*, II (2007).
- COSTA, José Faria da/Maria Elisabete Ramos, *O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading): a informação enquanto problema jurídico-penal?*, Coimbra (2006).
- CUNNINGHAM, Lawrence, *A Prescription to Retire the Rhetoric of "Principles-Based Systems" in Corporate Law, Securities Regulation and Accounting*, Boston College Law School Research Paper 127 (2007).
- DUQUE, João, *A Regulação do Sistema de Valores Mobiliários – Uma Abordagem pela Teoria Financeira*, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* n.º 6 (Set.-Dez. 1999), 19-68.
- EASTERBROOK, Frank/Daniel Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, *Virginia LR* Vol. 70 n.º 4 (1984) 669-715.
- ELDERFIELD, Matthew (ed.), *A Practitioner's Guide to MiFID*, London, (2007).
- ENRIQUES, Luca/Gatti, Matteo, *Is There a Uniform EU Securities Law after the Financial Services Action Plan?*, (2007).
- FERRAN, Eilís/Charles Goodhart (ed.), *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, Oxford (2001).
- FERRAN, Eilís, *Building an EU Securities Market*, Oxford, (2004).
- , *Examining the UK's Experience in Adopting the Single Financial Regulator Model*, 4-13, em *Brooklyn Journal of International Law* (2003), 257-307.
- , *The liberalization of financial markets: the regulatory response in the United Kingdom*, em Rainer Grote/Thilo Marauhn, *The Regulation of International Financial Markets. Perspectives for Reform*, Cambridge, (2006), 57-111.
- FERRARINI, Guido/Hopt, Klaus/Wymeersch, Eddy, *Capital Markets in the Age of the Euro: Cross-border Transactions, Listed Companies and Regulation* (2002).
- FERRARINI, Guido/Hopt, Klaus/Winter, Jaap/Wymeersch, Eddy, *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford, (2004).
- FERRARINI, Guido/Wymeersch, Eddy, *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford (2006).
- FERREIRA, Eduardo Paz, *Sectores estratégicos e intervenção do Estado no mercado dos valores mobiliários*, em *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. III (2001).
- , *Direito da Economia*, Lisboa, (2001, reimp. 2004).
- , *Anotação ao art. 101.º CRP*, em Jorge Miranda/Rui Medeiros, *Constituição da República Portuguesa Anotada*, II, (2006).

- FIGUEIREDO, André, *A Informação Difundida no Mercado de Valores Mobiliários e os Poderes da CMVM: Uma "Nova Dimensão do Direito Administrativo?"*, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* n.º 24 (2006), 68-72.
- FISHER, Jonathan/Bewsey, Jane, *The Law of Investor Protection*, London, (1997).
- FORD, Cristie L., *New Governance, Compliance and Principles-Based Securities Regulation*, (Mar-2007), <http://ssrn.com/abstract=970130>.
- FRIEND, Irwin/Edward S. Herman, *The SEC through a Glass Darkly*, *Journal of Business* Vol. 37 (1964), 382-405.
- GEORGOSOULI, Andromachi, *The debate over the economic rationale for investor protection regulation: a critical appraisal*, *Journal of Financial Regulation and Compliance* Vol. 15 n.º 3 (2007), 242-247.
- GROTE, Rainer/Marauhn, Thilo (ed.), *The Regulation of International Financial Markets*, Cambridge (2006).
- KARMEL, Roberta, *Regulation by Prosecution: The Securities and Exchange Commission versus Corporate America*, (1982).
- KING, Michael R./Philipp Maier, *Hedge Funds and Financial Stability: The State of the Debate*, em *Bank of Canada. Discussion Paper*, n.º 9 (2007).
- KITCH, Edmund, *Regulation of the Securities Market*, in *Encyclopedia of Law and Economics*, disponível em <http://allserv.rug.ac.be>, (1999), 5660.
- LA PORTA, Rafael/Florencio Lopez-de-Silanes/Andrei Shleifer/Robert Vishny, *Investor Protection and Corporate Governance*, in *Journal of Financial Economics*, n.º 58 (2000), 3-27.
- , *Investor Protection and Corporate Valuation*, *Journal of Finance* Vol. 57 n.º 3 (2002), 1147-1170.
- LANOO, Karel, *Does Europe need a SEC? Securities Market Regulation in the EU*, ECMI (1999).
- , *Challenges to the Structure of Financial Supervision in the E.U.*, *Journal of International Financial Markets*, (Aug.-2000), 98-118.
- LLEWELLYN, David, *The Case for Financial Regulation*, *Journal of International Financial Markets*, Vol. 1 n.ºs 4 e 5 (1999), 153-161.
- LOSS, Louis/Seligman/Joel/Paredes, Troy, *Securities Regulation*³, Aspen, New York, 10 vols. (anualmente revisto).
- MACAS, Maria Fernanda, *O controlo jurisdicional das autoridades reguladoras independentes*, em *Cadernos de Justiça Administrativa*, n.º 58 (Jul.-Ag. 2006).
- MANN, Michael D./Joseph Mari/George Lavdas, *Developments in International Securities Law Enforcement and Regulation*, *The International Lawyer* vol. 29 n.º 4 (1995), 729-873.
- McKEE, Michael, *European supervisory convergence: a new dynamic*, *Journal of Financial Regulation and Convergence* Vol. 14 n.º 4 (2006), 348-362.
- MOLONEY, Niamh, *EC Securities Regulation*, Oxford (2002).
- , *The Lamfalussy Process and Recent Evidence on Its Operation: An Examination on Level 2 and Level 3 and the Role of the CESR*, (2007).
- MOREIRA, Vital, *Auto-Regulação Profissional e Administração Pública*, Coimbra, (1997).
- NAGY, Donna, *Judicial Reliance on Regulatory Interpretations in SEC No-Action Letters: Current Problems and a Proposed Framework*, in Donald Langevoort, *Securities Law Review*, (1999), 75-167.
- OTERO, Paulo, *A competência da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários para controlar a legalidade de actos jurídicos provenientes de entidades privadas*, in ROA ano, 669-701.
- PAOLI-GAGNÉ, Vanina, *Les Commissions de Valeurs Mobilières aux États-Unis et en Europe*, Bruxelles, (1998).
- PARK, James J., *The Competing Paradigms of Securities Regulation*, *Duke Law Journal* 57 (2007) – *Brooklyn Law School Research Paper* n.º 79.

PEREIRA, José Nunes, *Regulação e Supervisão dos Mercados de Valores Mobiliários e das Empresas de Investimento: Alguns Problemas Actuais*, Separata ao Boletim de Ciências Económicas, Coimbra, (1997).

—, *O Novo Código dos Valores Mobiliários e a Protecção dos Investidores*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários n.º 7 (2000), 75-87.

—, *Integração dos Mercados de Capitais e Regulação Financeira*, Boletim de Ciências Económicas Vol. XLV-A (2002), 617-682.

—, *A Reforma Europeia do Plano de Acção para os Serviços Financeiros: Uma Futura Autoridade de Supervisão Europeia?*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VII (2007), 77-166.

PINA, Carlos Costa, *Instituições e Mercados Financeiros*, Coimbra, (2005).

PINTO, Eduardo Vera-Cruz, *A regulação pública como instituto jurídico de criação prudencial na resolução de litígios entre operadores económicos no início do séc. XXI*, em Ruy de Albuquerque/Menezes Cordeiro, *Regulação e Concorrência. Perspectivas e Limites da Defesa da Concorrência*, Coimbra, (2005), 159-201.

PINTO, Frederico Costa, *O Direito de Informar e os Crimes de Mercado*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 2, (1998), 95-108.

—, *O Novo Regime dos Crimes e Contra-Ordenações no Código dos Valores Mobiliários*, Lisboa, (2000).

—, *A Supervisão no Novo Código dos Valores Mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7 (2000), 89-103.

PINTO, Frederico Costa/Alexandre Brandão da Veiga, *Natureza, Limites e Efeitos das Recomendações e Pareceres Genéricos da CMVM*, Cadernos MVM n.º 12 (2001), 273-285.

PITT, Harvey L./Karen L. Shapiro, *Securities Regulation by Enforcement: A Look Ahead of the New Decade*, *Yale Journal on Regulation* 7 (1990), 149-ss.

POSNER, Richard A./Kenneth Scott, *Economics of Corporation Law and Securities Regulation*, Boston/Toronto, (1980).

RODRIGUES, Sofia NASCIMENTO, *A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Estudos sobre o Mercado de Valores Mobiliários, Almedina, (2001).

—, *A Protecção do Investidores na Sociedade da Informação*, em *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. V, (2004), 241-272.

—, *A protecção dos investidores nos contratos sobre valores mobiliários*, em Maria De Fátima Ribeiro (org.), *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Coimbra, (2007), 145-161.

ROMANO, Roberta, *The Genius of American Corporate Law*, Washington, (1993).

—, *The Advantage of Competitive Federalism for Securities Regulation*, Washington, (2002).

ROSSI, Guido, *I conflitti di obiettivi nell'esperienza decisionale delle autorità*, *Riv. Società* (1997), 265-280.

—, *Un'autorità sovranazionale per i mercati finanziari?*, *Rivista delle Società* (2001), 184-192.

SCHNEIDER, Uwe, *Internationales Kapitalmarktrecht. Regelungsprobleme, Methoden und Aufgaben*, in AG 6/2001, 271.

SELIGMAN, Joel, *The Transformation of Wall Street*, Boston (1982).

SILVA, João Calvão da, *Banca, Bolsa e Seguros. Direito Europeu e Português?*, I. Parte Geral, (2007).

—, *Mercado e Estado. Serviços de Interesse Económico Geral*, Coimbra, (2008).

SILVA, Paula Costa e, *As Autoridades Independentes. Alguns Aspectos da Regulação Económica numa Perspectiva Jurídica*, *O Direito* III (2006), 541-569.

STIGLER, George, *Public Regulation of the Securities Market*, *Journal of Business* Vol. 37 (1964), 117-142.

TAFARA, Ethiopis/Robert J. Peterson, *A Blueprint for Cross-Border Access to U.S. Investors: A New International Framework*, *International Harvard Law Journal* vol. 48 (2007), 31-68.

TAYLOR, Michael, *Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century*, London, (1995).

THIEFFRY, Gilles, *The Case for a European Securities Commission*, in Eilís Ferran/Charles Goodhart (ed.), *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, cit., 211-234.

VAN LEEUWEN, Arthur Docters/Fabrice Demarigny, *Europe's Securities Regulators under the new EU Regulatory Framework*, *Journal of Financial Regulation and Compliance* Vol. 12 n.º 3 (2004), 206-215.

VASCONCELOS, Pedro Paes, *Direitos inerentes e Direito subjectivo*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 4, (Maio 1999), 23-31.

VEIGA, Alexandre Brandão da, *Crime de Manipulação, Defesa e Criação de Mercado*, Lisboa, (2001).

VELOSO, José António, *Boas Intenções, Maus Resultados: Notas Soltas sobre Investigação e Processo na Supervisão Financeira*, ROA ano 60 (2000), 73-102.

WEGEN, Gerhard/Heinz-Dieter Assmann, *Insider trading in Western Europe: current status*, London, (1994).

WHITE, Laurence, *The Benefits, Opportunities and Challenges of MiFID*, in Chris Skinner, *The Future of Investing in Europe's Markets after MiFID*, (2007).

WINTER, Ralph, *State Law, Shareholder Protection and the Theory of the Corporation*, *J. Leg. St.* 6 (1977), 251-292.

—, *The Race for the Top Revisited: A Comment on Eisenberg*, *Columbia LR*, vol. 89 (1989), 1526-1529.

WYMEERSCH, Eddy, *The Structure of Financial Supervision in Europe: About Single Financial Supervisors, Twin Peaks and Multiple Financial Supervisors*, *EBOLR* 8 (2007) 242-ss.

ZINGALES, Luigi, *Costs and Benefits of Financial Market Regulation*, *ECGI Working Paper* n.º 21 (2004).