

WORKING PAPERS

BOLETIM DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS

Ricardo Miguel Simões Silva

A REGULAÇÃO E SUPERVISÃO DOS CONGLOMERADOS FINANCEIROS

14

SÉRIE BCE



INSTITUTO • IVRÍDICO
FACULDADE DE DIREITO
UNIVERSIDADE DE COIMBRA

(página deixada em branco propositadamente)



I
j

(página deixada em branco propositadamente)

WORKING PAPERS
BOLETIM DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS

Ricardo Miguel Simões Silva

**A REGULAÇÃO E SUPERVISÃO
DOS CONGLOMERADOS FINANCEIROS**

INSTITUTO ALVARO

EDIÇÃO

Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra
Instituto Jurídico

DIREÇÃO

Luís Pedro Cunha
lpc@fd.uc.pt

REVISÃO EDITORIAL

Isaías Hipólito
ihipolito@fd.uc.pt

CONCEÇÃO GRÁFICA | INFOGRAFIA

Ana Paula Silva | apsilva@fd.uc.pt
Jorge Ribeiro | jorgeribeiro@fd.uc.pt

CONTACTOS

Pátio da Universidade | 3004-528 Coimbra
bce@fd.uc.pt

ISBN

978-989-8787-55-2

© MAIO 2016

INSTITUTO JURÍDICO | FACULDADE DE DIREITO | UNIVERSIDADE DE COIMBRA

A REGULAÇÃO E SUPERVISÃO DOS CONGLOMERADOS FINANCEIROS

Ricardo Miguel Simões Silva

RESUMO: Os conglomerados financeiros ocupam uma especial e importante posição no seio do atual sistema financeiro, pelo facto de reunirem um conjunto de instituições e entidades financeiras que exercem atividades diversas em dois ou três dos setores financeiros – Banca, Seguros e Valores Mobiliários. Impõem, no entanto, específicos e relevantes desafios à regulação e supervisão do sistema financeiro. São grupos marcados pelo número elevado de entidades financeiras que os constituem, pelas várias relações e operações que se desenvolvem entre elas (muitas vezes de carácter complexo e pouco transparente) e pela sua internacionalização (em regra, os conglomerados financeiros têm entidades espalhadas por vários países). Estes desafios relativos aos conglomerados exigem um especial modo de regulação e supervisão financeira sobre eles.

Este *paper* irá, em primeiro lugar, apresentar os elementos essenciais que permitem definir conglomerado financeiro. Em segundo lugar, será exposta uma visão geral sobre a recente integração dos três setores financeiros, o papel dos conglomerados nesta integração e a breve referência à relação entre esta integração e a crise iniciada em 2007. Em terceiro lugar, são referidas as vantagens produzidas pela formação de economias de escala dentro dos conglomerados. Em quarto lugar, serão identificados: os desafios específicos que os conglomerados criam para a supervisão financeira e a consequente necessidade de um especial modo

de supervisão; os princípios de supervisão dos conglomerados financeiros; e os motivos que apontam para a necessidade de se estabelecer uma supervisão coordenada ou integrada dos conglomerados financeiros. Por fim, será feita uma referência geral ao regime europeu de supervisão complementar dos conglomerados financeiros

PALAVRAS-CHAVE: *conglomerados financeiros; sistema financeiro; regulação e supervisão financeira.*

THE REGULATION AND SUPERVISION OF FINANCIAL CONGLOMERATES

Ricardo Miguel Simões Silva

ABSTRACT: Financial conglomerates occupy a special and important position within the current financial system, insofar as they involve a set of financial institutions and entities carrying out various activities in two or three of the financial sectors - Banking, Insurance and Securities.

Financial conglomerates, however, impose specific and relevant challenges to the regulation and supervision of the financial system. These financial groups are marked by the large number of financial institutions that constitute them, the various relationships and operations that develop between them (often with complex and opaque character) and their internationalization (usually financial conglomerates have entities scattered in several countries). These specific challenges also require a special way of financial regulation and supervision over them.

In this *paper* the essential elements of a definition of financial conglomerate are presented in first place. In second place, an overview of the recent financial integration of the three financial sectors, the role of conglomerates in this integration and a brief reference to the relationship between this integration and the crisis that began in 2007. In third place, the advantages produced by the formation of economies of scale in the conglomerates will be referred. In fourth place, the essay will identify: the specific challenges that conglomerates create to the financial supervision and the subsequent need for a special supervision mode; the supervisory principles of financial conglomerates; and the reasons poin-

ting to the need of a coordinated or integrated supervision of financial conglomerates. Finally, a general reference is made to the European system of supplementary supervision of financial conglomerates.

KEYWORDS: *financial conglomerates; financial system; financial regulation and supervision..*

“Although it is possible that larger, more diversified international financial conglomerates will be less likely to fail, if a failure should occur the spillover effects on the rest of the financial system are bound to be greater.”

Richard HERRING – Jacopo CARMASSI¹

Introdução: O que é um conglomerado financeiro?

Os conglomerados financeiros são fundamentais para compreender o funcionamento do atual sistema financeiro. Muitas das maiores instituições financeiras do Mundo estão integradas em conglomerados.²

O primeiro passo para definir conglomerado financeiro será perceber o que é, desde logo, um *conglomerado*. O conglomerado é resultado de uma modalidade de operações de concentração de empresas. Essas operações podem ser: de *concentração horizontal*, i.e. entre empresas concorrentes ao mesmo nível de mercado; e de *concentração não horizontal*, i.e. entre empresas não concorrentes. Dentro da concentração não horizontal podemos ter duas submodalidades:

¹ «The Corporate Structure of International Financial Conglomerates: Complexity and its Implications for Safety and Soundness», 197.

² Sobre esta presença dos conglomerados financeiros no sistema financeiro, ver Richard HERRING – Jacopo CARMASSI, «The Corporate Structure of International Financial Conglomerates», 195-196. Os conglomerados financeiros estão também bastante presentes em mercados emergentes – ver Stijn CLAESSENS, «Benefits and Costs on Integrated Financial Services Provision in Developing Countries», 38 s.

as *concentrações verticais*, que se realizam entre empresas situadas em fases distintas do processo de fabrico e de comercialização de bens; e as *concentrações conglomerais*³.

As *concentrações conglomerais* – das quais resultam os conglomerados – ocorrem entre empresas que não se situam no mesmo mercado e que não operam em fases distintas de um processo de fabrico e de comercialização de bens. Estas concentrações ocorrem, principalmente, entre empresas que desenvolvem atividades em *mercados estreitamente relacionados*⁴.

Os conglomerados financeiros (quando as empresas que resultam da concentração prestam serviços em distintas áreas financeiras) são um dos tipos de conglomerados possíveis. Além dos conglomerados financeiros, temos por exemplo, os *conglomerados industriais*. Um conglomerado financeiro pode ele próprio estar inserido num conjunto mais vasto de um grupo de empresas – um *conglomerado misto* – que, além das empresas ou entidades da área financeira (o (sub)conglomerado financeiro), é também constituído por empresas não financeiras que exercem várias atividades económicas (na indústria, no comércio, etc.). Um exemplo de grupo de empresas com esta estrutura mista era o Grupo Espírito Santo (GES)⁵.

Os *conglomerados financeiros* podem ser definidos como grupo de empresas/sociedades sob controlo comum ou influência dominante de uma empresa/sociedade, incluindo qualquer *holding* financeira, e que conduzem atividades financeiras materiais em pelo menos dois dos três setores financeiros regulados – banca, seguros e valores mobiliários⁶. Outra definição semelhante de conglomerados financeiros, adotada por Calvão da Silva, determina que estes são

³ José Alberto Correia de Oliveira Ferreira MENDES, *As Concentrações Conglomerais – Controlo Jurídico Comunitário*, 13-14.

⁴ Ferreira MENDES, *As Concentrações Conglomerais – Controlo Jurídico Comunitário*, 115.

⁵ E por isso, tendo uma estrutura de conglomerado misto, é bastante usual distinguir-se entre o setor financeiro e o setor não financeiro do GES.

⁶ Definição baseada na definição de conglomerado financeiro consagrada no Relatório *Principles for the supervision of financial conglomerates*, do Joint Forum do Basel Committee on Banking Supervision, publicado pelo BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS em setembro de 2012. Sobre a definição de conglomerado financeiro e os seus elementos essenciais, ver Lutgart A. A. VAN DEN BERGHE, «Defining financial conglomerates».

“grupos de empresas que prestam serviços financeiros entrelaçados (“*allfinance*”, *allfinanz*) nos três sectores – o sector da Banca, o sector da Bolsa e o sector dos Seguros –, sujeitos ao mesmo e único controlo, não raro uma *holding* ou Sociedade de Gestão de Participações Sociais (SGPS) que não é nem instituição de crédito ou sociedade financeira nem empresa de investimento ou companhia de seguros”⁷.

Em primeiro lugar, os conglomerados financeiros são *grupos de sociedades/empresas* ou *conjuntos plurissocietários*⁸ em que um conjunto de sociedades ou empresas, mantendo cada uma delas a sua personalidade jurídica própria e distinta, está sujeito a um controlo comum e unitário. Como tal, no ordenamento jurídico português os conglomerados estarão sujeitos às normas do Título VI do Código de Sociedades Comerciais (CSC), onde, nos artigos 481.º e seguintes do CSC, são reguladas as *sociedades coligadas*⁹.

Em segundo lugar, os conglomerados financeiros são *grupos financeiros heterogéneos* – isto é, as sociedades ou instituições financeiras do conglomerado prestam *serviços financeiros*¹⁰ e oferecem *produtos financeiros*¹¹ em pelo menos dois dos três sectores tradicionalmente

⁷ João Calvão da SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros: Direito Europeu e Português*, 32.

⁸ O conceito mais adotado, pela doutrina, de grupo de sociedades é “todo o conjunto mais ou menos vasto de sociedades comerciais que, conservando embora as respectivas personalidades jurídicas próprias e distintas, se encontram subordinadas a uma direcção económica unitária e comum.” Sobre este conceito, ver José A. Engrácia ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, 52. Sobre o conglomerado financeiro como grupo de sociedades, ver Lutgart A. A. VAN DEN BERGHE, «Defining financial conglomerates», 2 s.

⁹ Sobre os conglomerados financeiros enquanto conjunto plurissocietário sujeito ao regime societário português das sociedades coligadas, ver João Calvão da SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros: Direito Europeu e Português*, 94 s. Sobre o regime de sociedades coligadas, ver José A. Engrácia ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*; e Paulo Olavo CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 953 s.

¹⁰ *Serviços financeiros* podem ser designados como “as prestações ou actividades bancárias, as prestações ou actividades bolsistas e as prestações ou actividades seguradoras” – João Calvão da SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros: Direito Europeu e Português*, 21.

¹¹ *Produtos financeiros* podem ser definidos como “valores mobiliários (acções, obrigações, unidades de participação, etc.) e outros instrumentos financeiros

identificados no seio do sistema financeiro – o *sector bancário*, o *sector dos seguros* e o *sector dos valores mobiliários ou do investimento*. Dentro do conglomerado, em regra, existirão instituições financeiras que exercem atividade no setor bancário (que é a regra da esmagadora maioria dos conglomerados financeiros existentes) e, além destas, ainda existem as outras instituições financeiras do conglomerado que exercem atividade no setor dos seguros e/ou no setor dos valores mobiliários. Os conglomerados são distintos dos *grupos financeiros homogêneos* (grupos bancários, grupos de investimento ou grupos seguradores) em que as diferentes instituições financeiras do grupo prestam as suas atividades financeiras dentro do mesmo setor financeiro¹².

Os conglomerados financeiros podem assim reunir a *atividade creditícia* (a Banca), a *atividade de investimento mobiliário* (a Bolsa ou os valores mobiliários) e a *atividade seguradora* (os seguros). A *atividade creditícia* corresponde à atividade dos

“intermediários financeiros que recolhem do público, especialmente das famílias, poupanças (disponibilidades monetárias), sob a forma de depósitos ou outros fundos reembolsáveis, com vista à sua transferência por contra própria para outros sujeitos ou operadores económicos, (...) mediante empréstimos e outras formas de concessão de crédito e financiamento”¹³.

A *atividade de investimento mobiliário* corresponde ao

“investimento directo de aforro na aquisição de títulos ou valores mobiliários (acções, obrigações, outras participações, etc.), em alternativa à vista intermediação bancária, por parte do público (detentor de excedentes monetários) disposto a correr de *per si* os correspondentes riscos económicos, *maxime* o risco da insolvência do emitente dos títulos adquiridos, na mira de benefícios ou réditos superiores à remuneração de depósitos bancários”¹⁴.

(v.g. derivados) transacionáveis, vale dizer, possíveis objectos de relações jurídicas firmadas no mercado bancário, no mercado de capitais e mesmo no mercado dos seguros, com vista a sobretudo fazer investimentos financeiros e gerir os riscos inerentes” – João Calvão da SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros: Direito Europeu e Português*, 21.

¹² Sobre a distinção entre grupos financeiros heterogêneos (conglomerados financeiros) e grupos financeiros homogêneos, ver João Calvão da SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros: Direito Europeu e Português*, 94.

¹³ Definição em João Calvão da SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros: Direito Europeu e Português*, 22.

¹⁴ Definição em João Calvão da SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros: Direito Europeu e Português*, 23.

Por fim, a *atividade seguradora* corresponde à atividade de

“aplicação de poupanças em pagamentos de *prêmios de seguros*, para fazer frente a necessidades futuras (seguros de vida) ou a danos futuros” em que o prêmio de seguros “aparece como custo ou preço de um serviço – o serviço de neutralização de riscos ou áleas pela sua transferência para a seguradora”¹⁵.

I. Os conglomerados financeiros, a “integração progressiva” dos três setores financeiros e a “Grande Recessão”

Desde os anos 80 e 90 do século XX, e graças à desregulação iniciada nessas décadas, o sistema financeiro assiste a uma “integração progressiva” entre os três setores financeiros – Banca, Seguros e Valores Mobiliários¹⁶. Esta integração traduziu-se num maior esbatimento das fronteiras entre os três sectores financeiros, com as vantagens e desvantagens inerentes. O papel dos conglomerados financeiros é fundamental, mesmo que não exclusivo, para compreender esta “integração” dos três setores.

Uma das características desta integração financeira é a concretização do *princípio da banca universal*¹⁷. Até aos anos 80 e 90, era comum os Estados estabelecerem a separação entre a banca comercial e os restantes setores financeiros da atividade seguradora e da atividade do investimento (v.g. banca de investimento). Com o fim desta separação no seio da regulação e supervisão do sistema finan-

¹⁵ Definição em João Calvão da SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros: Direito Europeu e Português*, 24.

¹⁶ Sobre a “integração progressiva”, ver João Calvão da SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros: Direito Europeu e Português*, 24. Esta integração, especialmente no caso de conglomerados financeiros, é fruto da globalização, da desregulação (e da consequente re-regulação) e da desintermediação no sistema financeiro – ver Arnold SCHILDE – Iman VAN LELYVELD, *Risk in Financial Conglomerates*, 3. Também sobre a forte *consolidação financeira* ocorrida nas últimas décadas entre as instituições financeiras de vários setores financeiros, ver Allen N. BERGER – Rebecca S. DEMSETZ – Philip E. STRAHAN, «The Consolidation of the Financial Services Industry»; *Group of Ten Report on Consolidation in the Financial Sector*.

¹⁷ Sobre o princípio da banca universal, a sua importância para o sistema financeiro e para a crise iniciada em 2007, ver Natália de Almeida MORENO, *A Reforma Institucional da Regulação Financeira no Pós-Crise*, 13 s.

ceiro, passou-se para um sistema financeiro onde vigora o princípio da banca universal¹⁸ – os bancos, além dos serviços e produtos bancários tradicionais, passam a poder prestar serviços de investimento e a serem operadores na Bolsa (v.g. artigo 4.º/1/ alíneas e), f), h), i) e q) do Regime Geral das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras (RGICSF)¹⁹, e a poder comercializar seguros (*bancassurance*) através da distribuição de produtos financeiros de seguros e da atividade de mediação de seguros (v.g. artigo 4.º/1/m) do RGICSF).

Outra característica desta integração é a crescente *multiplicação de intermediários financeiros*, que não bancos e seguradoras, e dos *produtos financeiros disponíveis* – muitos destes produtos permitem substituir os tradicionais depósitos bancários com tendência para maior rentabilidade, mas podendo existir um maior risco inerente a alguns destes produtos²⁰.

¹⁸ Nos EUA, a título de exemplo, a partir do ano 80 e 90, deu-se a eliminação progressiva do Banking Act de 1933, que estabelecia a separação entre o setor da banca comercial e o setor segurador. Em 1998, o Citigroup tornou-se o primeiro banco universal norte-americano. Sobre esta evolução, ver Arthur E. WILMARTH JR, «The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis», 972 s.

¹⁹ O Regime Geral das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras está consagrado no Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro, com as alterações introduzidas pelos Decretos-Leis n.ºs 246/95, de 14 de setembro; 232/96, de 5 de dezembro; 222/99, de 22 de junho; 250/2000, de 13 de outubro; 285/2001, de 3 de novembro; 201/2002, de 26 de setembro; 319/2002, de 28 de dezembro; 252/2003, de 17 de outubro; 145/2006, de 31 de julho; 104/2007, de 3 de abril; 357-A/2007, de 31 de outubro; 1/2008, de 3 de janeiro; 126/2008, de 21 de julho; e 211-A/2008, de 3 de novembro; pela Lei n.º 28/2009, de 19 de junho; pelo Decreto-Lei n.º 162/2009, de 20 de julho; pela Lei n.º 94/2009, de 1 de setembro; pelos Decretos-Leis n.ºs 317/2009, de 30 de outubro; 52/2010, de 26 de maio; e 71/2010, de 18 de junho; pela Lei n.º 36/2010, de 2 de setembro; pelo Decreto-Lei n.º 140-A/2010, de 30 de dezembro; pela Lei n.º 46/2011, de 24 de junho; pelos Decretos-Leis n.ºs 88/2011, de 20 de julho; 119/2011, de 26 de dezembro; 31-A/2012, de 10 de fevereiro; e 242/2012, de 7 de novembro; pela Lei n.º 64/2012, de 24 de dezembro; pelos Decretos-Leis n.ºs 18/2013, de 6 de fevereiro; 63-A/2013, de 10 de maio; 114-A/2014, de 1 de agosto; 114-B/2014, de 4 de agosto; e 157/2014, de 24 de outubro; pelas Leis n.ºs 16/2015, de 24 de fevereiro; 23-A/2015, de 26 de março; e 66/2015, de 6 de julho; pelo Decreto-Lei n.º 140/2015, de 31 de julho; pela Lei n.º 118/2015, de 31 de agosto; e pelo Decreto-Lei n.º 190/2015, de 10 de setembro.

²⁰ Sobre esta multiplicação e o papel de produtos financeiros sucedâneos face aos depósitos bancários, ver Stijn CLAESSENS, «Benefits and Costs on Integra-

Por fim, as próprias seguradoras passaram a ser reconhecidas como instituições financeiras (v.g. artigo 8.º/1 do Decreto-Lei n.º 94-B/98²¹), passando a poderem gerir fundos de pensões (artigo 32.º/1 do Decreto-Lei n.º 12/2006²²), a poderem captar do público fundos reembolsáveis para operações de capitalização (v.g. artigo 8.º/3/d) do RGICSF), a poderem participar no capital social de outras sociedades e até a poderem comercializar crédito bancário (“as-surbanque”) e outros produtos financeiros (“assurfinance”) ²³.

Temos assim um sistema financeiro onde os bancos entram no mercado segurador e no mercado de investimentos e onde as seguradoras, por sua vez, entram no mercado do crédito e de investimentos²⁴. Aliada a este esbatimento de fronteiras entre os setores financeiros, temos a multiplicidade de intermediários financeiros, que não bancos e seguradoras, os quais também prestam serviços financeiros e vendem produtos financeiros, e a criação de novos e complexos produtos financeiros, resultado da chamada “engenharia

ted Financial Services Provision in Developing Countries», 8. Sobre esta *desintermediação e desbancarização* no recente sistema financeiro e sobre os novos produtos financeiros, ver José Manuel Gonçalves Santos QUELHAS, *Sobre a Evolução Recente do Sistema Financeiro (Novos “Produtos Financeiros”)*, 8 s.

²¹ Decreto-Lei n.º 94-B/98, de 17 de abril, que regula as condições de acesso e exercício da atividade seguradora e resseguradora, com as alterações sofridas pelo Decretos-Leis n.ºs 8-C/2002, de 11 de janeiro; 169/2002, de 25 de julho; 72-A/2003, de 14 de abril; 90/2003, de 30 de abril; 251/2003, de 14 de outubro; 291/2007, de 21 de agosto; 357-A/2007, de 31 de outubro; 72/2008, de 16 de abril; 211-A/2008, de 3 de novembro; e 2/2009, de 5 de janeiro; pela Lei n.º 28/2009, de 19 de junho; pela Lei n.º 46/2011, de 24 de junho e pelo Decreto-Lei n.º 91/2014, de 20 de junho.

²² Decreto-Lei n.º 12/2006, de 20 de janeiro, que altera o regime jurídico dos fundos de pensões e transpõe para a ordem jurídica nacional a Diretiva n.º 2003/41/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 3 de Junho, relativa às atividades e à supervisão das instituições de realização de planos de pensões profissionais.

²³ Sobre a entrada das seguradoras em outros setores financeiros nos EUA, ver Arthur E. WILMARTH JR, «The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis», 977 s.

²⁴ No mercado de investimentos norte-americano, por exemplo, os bancos e seguradoras têm um forte peso – ver Arthur E. WILMARTH JR, «The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis», 981.

financeira”²⁵. O mais conhecido exemplo desta “engenharia financeira” é a *titularização de créditos* (“securitization”), que originou bastantes problemas durante a crise financeira e económica iniciada em 2007²⁶ (designada por Grande Recessão)²⁷.

Estes processos ocorrem, muitas vezes, através da formação e expansão de conglomerados financeiros²⁸ – o mercado de titularização de créditos era marcado pela forte presença dos maiores conglomerados financeiros do Mundo²⁹. Os conglomerados financeiros

²⁵ Sobre o termo “engenharia financeira” – “uma “engenharia” que aplique conhecimentos financeiros à exploração e criação de serviços financeiros ou “bens financeiros imateriais” – e os novos produtos financeiros (opções, futuros, *forwards*, *swaps*, papel comercial), ver José Manuel Gonçalves Santos QUELHAS, *Sobre a Evolução Recente do Sistema Financeiro (Novos “Produtos Financeiros”)*, 37 s.

²⁶ Sobre a evolução desta atividade de titularização de créditos e o seu papel na crise, ver Christopher J. GREEN, «“The day the music died”: the financial tsunami of 2007-09», 9 s.; Arthur E. WILMARTH JR, «The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis», 984 s. Este último Autor refere que das 16 LCFI’s (*large complex financial institutions*), onde estão presentes os maiores conglomerados financeiros dos EUA – incluindo as LCFI’s lideradas pelos 4 maiores bancos norte-americanos (Bank of America, Chase, Citigroup e Wachovia), as LCFI’s lideradas pelas 5 maiores empresas de investimentos norte-americanas (Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch e Morgan Stanley) e as LCFI’s lideradas por 7 dos maiores bancos universais estrangeiros (Credit Suisse, Deutsche Bank, Barclays, RBS, HSBC, BNP Paribas e Société Générale) – dominavam em conjunto os mercados de titularização de créditos e dos produtos financeiros derivados – ver *ibidem*, 994. Estas LCFI’s e outras grandes instituições financeiras têm originado importantes problemas, sendo bastante discutido quais as políticas que os governos deverão tomar em relação a estas instituições – sobre as soluções propostas nos EUA para evitar as complicações para o sistema financeiro resultantes de instabilidades no seio de instituições financeiras “too big to fail”, principalmente o grande risco sistémico inerente a estas instituições (soluções como apoios governamentais às instituições financeiras, limitações ao tamanho destas instituições, limitações quanto às atividades que cada instituição pode praticar), ver Marc LABONTE, *Systemically Important or “Too Big to Fail” Financial Institutions*”.

²⁷ Sobre as causas da recente crise financeira, ver Relatório De Larosière de 2009, (relatório disponível em <http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de_larosiere_report_en.pdf>) 7 s.

²⁸ Sobre a formação e expansão dos conglomerados financeiros, ver Arnold SCHILDE – Iman VAN LELYVELD, *Risk in Financial Conglomerates*, 4 s.

²⁹ Sobre a forte presença dos conglomerados financeiros neste mercado, ver Arthur E. WILMARTH JR, «The Dark Side of Universal Banking: Financial Con-

facilitam estes processos de diluição de fronteiras entre setores financeiros, graças às suas economias de escala e às relações e operações entre as diferentes instituições dos conglomerados. Contudo, também têm o seu lado negativo, como bem demonstrou a Grande Recessão – o aumento do perigo de *risco/efeito de contágio*³⁰ dentro dos conglomerados financeiros e, conseqüentemente, dentro do próprio sistema financeiro³¹.

glomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis», 989.

³⁰ Sobre o *risco sistémico* e o *efeito de contágio* no sistema financeiro, ver José Manuel Gonçalves Santos QUELHAS, *Sobre as Crises Financeiras, o Risco Sistémico e a Incerteza Sistémica*, 405 s. Um dos fatores para se aferir o nível de risco sistémico é o “grau de conexão entre operadores e entre mercados financeiros, no intuito de examinar o impacto da deflagração de um choque inicial num operador ou num mercado sobre outros operadores e sobre outros mercados, conexicionados com os primeiros. Por regra, quanto maior o grau de conexão, maior a probabilidade de um choque inicial atingir outros operadores e outros mercados”, ver *ibid.* 415. Ainda sobre o risco sistémico e a consolidação/integração financeira, ver Gianni DE NICOLÓ – Myron L. KWAST, *Systemic Risk and Financial Consolidation: Are They Related?*.

³¹ Mesmo que os conglomerados financeiros não sejam os únicos culpados do risco de contágio e não sejam o único fator por detrás da Crise de 2007, é inegável que foram um dos principais responsáveis pela Crise – ver Natália de Almeida MORENO, *A Reforma Institucional da Regulação Financeira no Pós-Crise*, 15 s.; e Arthur E. WILMARTH JR, «The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis», 944 s. Este último Autor refere que as atividades destes conglomerados, bastante complexas e nem sempre transparentes, aumentaram a exposição das empresas dos conglomerados aos diferentes riscos associados às diferentes, mas interligadas, atividades financeiras realizadas por essas empresas, principalmente aos perigos do elevado risco sistémico que começaram a gerar-se a partir dos anos 90 (de tal forma que, mesmo antes da crise de 2007, já era apontado o elevado risco sistémico que se estava a gerar dentro do sistema financeiro graças à atividade dos conglomerados financeiros) – ver Arthur E. WILMARTH JR, «The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis», 996, e artigos e estudos aí citados. Os conglomerados financeiros tiveram um fundamental papel na brutal expansão de crédito que ocorreu a partir dos anos 90 e que terminou com o rebentar da crise em 2007 – ver *ibidem*, 1008 s. O resultado: com o despoletar da crise, 6 das LCFI's (muitas delas conglomerados financeiros) faliram ou foram nacionalizadas (Wachovia, Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch, AIG – cujos prejuízos quase chegaram aos 100 bilhões de dólares! – e RBS) e 3 das LCFI's tiveram que recorrer aos fundos governamentais disponibilizados para evitar o seu colapso (Citigroup, Bank of America e UBS). As restantes LCFI's sofreram prejuízos massivos – ver *ibidem*, 1044 s. Por exemplo, em finais de 2007, a UBS reportou que os seus ativos desvalorizaram cerca de 10

II. Conglomerados financeiros e as vantagens da formação de economias de escala

Os conglomerados financeiros permitem a formação de *economias de escala*, o que tem como grande vantagem a redução dos custos marginais na prestação dos serviços financeiros por parte das instituições financeiras e a partilha de custos entre elas. Estas economias de escala garantem uma melhor gestão da concentração do risco e a diversificação desse risco³²; uma maior disponibilidade de capital disponível para o desenvolvimento das atividades financeiras; a redução dos gastos administrativos das instituições financeiras; e a possibilidade do desenvolvimento de novos e diversificados (mas também complexos) produtos financeiros, principalmente produtos integrados em mais do que um setor financeiro (por exemplo, os produtos financeiros resultantes da titularização do crédito). Ainda podemos apontar como vantagens para as instituições financeiras inseridas nos conglomerados: o desenvolvimento de estratégias de oferta em conjunto de diferentes serviços financeiros; a possibilidade de partilha de informações entre instituições, de forma a melhorar a sua eficiência e competitividade (principalmente através da partilha do *know-how* existente nas diferentes atividades financeiras³³);

biliões de dólares e o Citibank reportou a desvalorização de ativos em 18,1 biliões de dólares (um valor equivalente ao PIB de um país africano de média dimensão) – ver Christopher J. GREEN, «“The day the music died”: the financial tsunami of 2007-09», 16.

³² A diversificação do risco é um dos argumentos a favor da integração dos setores financeiros – ver Marc LABONTE, *Systemically Important or “Too Big to Fail” Financial Institutions*”, 16. Contudo, esta integração tem o reverso da medalha – o potencial maior risco sistémico. Sobre a discussão se os conglomerados financeiros são geradores de maior risco ou de menor risco, ver Andrew KURITZKES – Til SCHUERMANN – Scott M. WEINERS, *Risk Measurement, Risk Management and Capital Adequacy in Financial Conglomerates*, 2 s.

³³ Sobre esta partilha de *know-how* entre diferentes setores financeiros (mesmo que não exclusivo dos conglomerados financeiros) e as suas vantagens para os mercados emergentes, ver Stijn CLAESSENS, «Benefits and Costs on Integrated Financial Services Provision in Developing Countries», 28.

e a melhor e mais eficiente gestão das relações entre instituições e seus clientes³⁴.

Os conglomerados financeiros podem até trazer vantagens para os consumidores e utilizadores dos serviços financeiros prestados pelas entidades pertencentes a um conglomerado: os custos de transação poderão ser menores, a procura de serviços financeiros ser facilitada, existir uma melhor possibilidade de negócio para o consumidor e os preços praticados serem menores graças à competitividade gerada pelos conglomerados.

A grande vantagem dos conglomerados financeiros estará na capacidade de assumir uma posição bastante forte no mercado financeiro, mesmo que essa possa ser limitada pelas legislações de proteção da concorrência e pela competitividade gerada pela própria globalização e diversificação de instituições financeiras (e de outros conglomerados)³⁵.

III. Regulação e supervisão dos conglomerados financeiros

1. Regulação e supervisão do sistema financeiro: conceitos e tipos

A “Grande Recessão”, iniciada em 2007, afetou gravemente os sistemas financeiros e as economias de vários países. Uma das maiores discussões geradas no pós-crise incidiu sobre a necessidade

³⁴ Sobre as vantagens dos conglomerados financeiros, resultantes da formação de economias de escala, ver Stijn CLAESSENS, «Benefits and Costs on Integrated Financial Services Provision in Developing Countries», 13 s.; Richard HERRING – Jacopo CARMASSI, «The Corporate Structure of International Financial Conglomerates», 196; KURITZKES – SCHUERMANN – WEINERS, *Risk Measurement, Risk Management and Capital Adequacy in Financial Conglomerates*, 2. As economias de escala poderão originar maior eficiência para as próprias instituições financeiras, para o mercado e até para os consumidores dos serviços – é este um dos argumentos apresentados contra a limitação jurídica das atividades financeiras que cada instituição financeira pode praticar e contra a separação entre setores financeiros – sobre este argumento, ver Marc LABONTE, *Systemically Important or “Too Big to Fail” Financial Institutions?*, 16.

³⁵ Sobre a forte posição dos conglomerados financeiros no seio do mercado e as suas limitações, ver Richard HERRING – Jacopo CARMASSI, «The Corporate Structure of International Financial Conglomerates», 196.

de reformar o modo (até então considerado incompleto, ineficiente e ineficaz) como é realizada a regulação e a supervisão do sistema financeiro em geral³⁶ e, especificamente, sobre o modo como é realizada a regulação e supervisão dos conglomerados financeiros³⁷.

Desde logo, é necessário precisar dois conceitos fundamentais: *regulação* e *supervisão*. A *regulação em sentido estrito* ou *regulamentação* consiste na “definição das condições (normativas) de funcionamento das actividades reguladas, no cumprimento de uma função de “orientação do sistema”³⁸ ou como “atividade de estabelecimento de regras, que garanta o equilíbrio de um determinado sistema ou mecanismo”³⁹. O conceito de *supervisão* consistirá no controlo da aplicação ou cumprimento destas regras⁴⁰.

Existe ainda um *conceito amplo de regulação* onde são abrangidas as actividades de regulamentação, as de supervisão ou de garantia de implementação das normas, e as de aplicação de sanções⁴¹. Este conceito amplo é bastante utilizado na doutrina da regulação.

Todavia, em matéria de regulação de sistema financeiro e, em especial, dos conglomerados financeiros, dever-se-á optar pelo

³⁶ Principalmente, sobre a regulação das maiores instituições financeiras (as “large complex financial institutions” – LCFI’s). Para algumas propostas de novos métodos de regulação e supervisão, ver İnci ÖTKER-ROBE – Ceyla PAZARBASIÖGLÜ – Alberto BUFFA DI PERRERO, *et al.*, *Impact of Regulatory Reforms on Large and Complex Financial Institutions*. A regulação financeira é uma regulação bastante complexa, principalmente a realizada a nível internacional – sobre a complexidade e as dificuldades que a regulação financeira internacional enfrenta, ver Julia BLACK, «Restructuring Global and EU Financial Regulation: Character, Capacities, and Learning».

³⁷ A literatura sobre a crise é bastante vasta. A título de exemplo, sobre a crise financeira de 2007-2009, ver Christopher J. GREEN, «“The day the music died”: the financial tsunami of 2007-09». Sobre a evolução do sistema financeiro até à Crise iniciada em 2007 e a discussão que se após gerou sobre a regulação e supervisão do sistema, ver Natália de Almeida MORENO, *A Reforma Institucional da Regulação Financeira no Pós-Crise*. Sobre o papel dos conglomerados financeiros e das outras instituições financeiras no despoletar da Crise e as consequências negativas daí resultantes, ver Arthur E. WILMARTH JR, «The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis».

³⁸ Ver Pedro GONÇALVES, «Direito Administrativo da Regulação», 15.

³⁹ Ver Vital MOREIRA, *Auto-regulação profissional e administração profissional*, 34.

⁴⁰ Ver Pedro GONÇALVES, «Direito Administrativo da Regulação», 15.

⁴¹ Sobre este conceito amplo de regulação, ver Natália de Almeida MORENO, *A Reforma Institucional da Regulação Financeira no Pós-Crise*, 10; Vital MOREIRA, *Auto-regulação profissional e administração profissional*, 36.

uso da distinção entre *regulação em sentido estrito* e *supervisão*. É bastante comum na doutrina⁴² focar a distinção entre atividade de regulação e atividade de supervisão do sistema financeiro, e salientar esta última ⁴³.

A regulação e supervisão do sistema financeiro visa três grandes *objetivos*: i) garantir que as instituições financeiras são sólidas e seguras; ii) garantir que o sistema financeiro é estável; e iii) garantir a proteção dos consumidores e usuários dos serviços financeiros, através de uma adequada alocação de recursos e de uma correta prestação de informações precisas e claras por parte das instituições financeiras⁴⁴.

⁴² No relatório De Larosière também se distingue o conceito de *regulação financeira* – “Regulation is the set of rules and standards govern that financial institutions; their main objective is to foster financial stability and to protect the customers of financial services” – do conceito de *supervisão financeira* – “supervision is the process designed to oversee financial institutions in order to ensure that rules and standards are properly applied” –, mesmo que “in practice, regulation and supervision are intertwined” – ver Relatório De Larosière de 2009, (relatório disponível em <http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de_larosiere_report_en.pdf>), 13.

⁴³ “Supervisão” ou “supervision” são conceitos bastantes utilizados na legislação – exemplo da Diretiva de *supervisão prudencial* de instituições de crédito (Diretiva 2013/35/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento) e da Diretiva de *supervisão complementar* dos conglomerados financeiros (Diretiva 2002/87/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de dezembro de 2002, relativa supervisão complementar de instituições de crédito, empresas de seguros e empresas de investimento de um conglomerado financeiro) – e em relatórios e pareceres de vários comités, comissões e fóruns – exemplo do Relatório De Larosière de 2009, (relatório disponível em <http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de_larosiere_report_en.pdf>) e do Relatório do Fórum Conjunto (Joint Forum) do Comité de Basileia (Basel Committee on Banking Supervision) de setembro de 2012, sobre “*Principles for the supervision of financial conglomerates*”, publicado pelo BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (relatório disponível em <<http://www.bis.org/publ/joint29.pdf>>).

⁴⁴ Sobre os objetivos da regulação do sistema financeiro, ver Giorgio DI GIORGIO / Carmine DI NOLA / Laura PIATTI, *Financial Market Regulation*, 3 s.; Richard HERRING – Reinhard H. SCHMIDT, «The economic rationale for financial regulation reconsidered: an essay in honour of David Llewellyn», 69-70; Natália de Almeida MORENO, *A Reforma Institucional da Regulação Financeira no Pós-Crise*, 26.

A regulação e supervisão deste sistema pode ser classificada em três tipos distintos: *prudencial*; *comportamental* ou de *condutas*; e *macroprudencial*⁴⁵.

A regulação e supervisão *prudencial* visa salvaguardar a *segurança e a solidez das instituições financeiras*, garantindo que não assumem riscos excessivos e assegurando que cumprem com as suas obrigações perante investidores, depositantes, segurados e outras contrapartes⁴⁶.

A regulação e supervisão *comportamental* ou de *condutas* visa garantir o adequado desenrolar das *relações entre os agentes do mercado*, principalmente entre instituições financeiras, e entre estas e os consumidores e usuários, estabelecendo determinadas obrigações e limitações às atividades praticadas pelos agentes do mercado, como, por exemplo, a obrigação de prestação de determinadas informações aos clientes⁴⁷.

A regulação e supervisão *macroprudencial* (ou para a *estabilidade do mercado*) visa garantir a *estabilidade do sistema financeiro como um todo*, abrangendo não só as atividades das instituições, mas também as políticas monetárias, financeiras e económicas dos Estados. É uma regulação e supervisão centrada na prevenção das crises e dos riscos sistémicos que ocorrem no sistema financeiro⁴⁸.

⁴⁵ Sobre estes três tipos de regulação e supervisão do sistema financeiro, ver Natália de Almeida MORENO, *A Reforma Institucional da Regulação Financeira no Pós-Crise*, 26 s. Sobre a importância da supervisão microprudencial e da supervisão macroprudencial, ver Relatório De Larosière de 2009, (relatório disponível em «http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de_larosiere_report_en.pdf»), p.38. Relativamente á supervisão macro-prudencial realizada pelo Comité Europeu do Risco Sistémico, ver Chryssa PAPATHANASSIOU / Georgios ZAGOURAS, «A European Framework for Macro-Prudential Oversight», 159 s.

⁴⁶ Ver, por exemplo, o Título VII do Regime Geral das Instituições de Créditos e Sociedades Financeiras (Decreto-Lei n.º 298/92, já citado), onde está regulada, em termos gerais, a supervisão prudencial destas entidades.

⁴⁷ Ver, por exemplo, o Título VI do Regime Geral das Instituições de Créditos e Sociedades Financeiras (Decreto-Lei n.º 298/92, já citado), onde está regulada, em termos gerais, a supervisão comportamental destas entidades.

⁴⁸ Especificamente sobre a supervisão macroprudencial, ver Claudio BORIO, «Implementing the macroprudential approach to financial regulation and supervision», 101 s. O atual sistema financeiro globalizado também exige uma regulação e supervisão global/internacional, como é exemplo das atividades desenvolvidas pelo *Financial Stability Board* (FSB) – que visa garantir a estabilidade do sistema financeiro internacional, através da monitorização deste sistema, da pro-

2. Razões para a necessidade de um modo especial de regulação e supervisão dos conglomerados financeiros

Os conglomerados financeiros caracterizam-se, em regra, por estruturas complexas onde as relações e operações entre as instituições e entidades inseridas dentro do conglomerado, nem sempre são fáceis de compreender. Esta complexidade é reforçada pela forte internacionalização que ocorre nos conglomerados financeiros – a maioria deles estão presentes em vários países do Globo, presença esta que pode envolver diferentes tipos jurídicos de *holdings*, sociedades, filiais, agências, sucursais, entre outras entidades ou instituições⁴⁹.

Os conglomerados financeiros (e outras instituições financeiras de grande porte) são bastantes poderosos a nível financeiro e eco-

moção da cooperação entre entidades de supervisão e da formulação de propostas para melhorar a regulação – e pelo *Fundo Monetário Internacional* (FMI) – sobre o papel destas duas instituições internacionais na regulação internacional do sistema financeiro, ver Julia BLACK, «Restructuring Global and EU Financial Regulation: Character, Capacities, and Learning», 19 s. Além destas duas instituições, é de ainda referir as atividades desenvolvidas nesta matéria pelo Comité de Basileia de Supervisão Bancária (Basel Committee on Banking Supervision – BCBS) e pela Organização Internacional de Comissões de Valores (International Organization of Securities Commissions – IOSCO).

⁴⁹ “A typical large conglomerate has over 400 licenses in several jurisdictions and several sectors (banking, life and/or non-life insurance, asset management). The biggest conglomerates may have over 900 legal entities or licenses. Total assets of the 30 largest financial groups as of end 2009 exceeded €25 trillion, which is equivalent to about 208% of the EU GDP and represents a substantial share of the EU banking market of roughly €42 trillion assets and the EU insurance market of roughly €10 trillion assets. Since the total assets of the remaining 39 groups make up a considerably smaller amount, the total assets of all 69 groups covered by the directive can be assumed to be also equal to €25 trillion while their share in the combined EU banking and insurance market of €52 trillion can be approximated to 48%” – no parecer *Commission Staff Working Document Impact Assessment – Accompanying document to the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 98/78/EC, 2002/87/EC and 2006/48/EC as regards the supplementary supervision of financial entities in a financial conglomerate* (SEC (2010) 979), p.10.

nómico, sendo considerados como “too big to discipline”, ao mesmo tempo que serão “too big to disappear”⁵⁰ ou “too big to fail”⁵¹.

É assim necessário criar regimes específicos (ou complementares, como no caso da União Europeia) de regulação e supervisão para os conglomerados financeiros, que sejam eficazes e eficientes ao nível não só estritamente nacional mas também transnacional, além da necessidade de formulação de regimes internacionalmente harmonizados de resolução/liquidação de conglomerados. Só assim se garantirá que as situações de crise dentro de um conglomerado financeiro não originem riscos de contágio sistémico⁵² dentro do conglomerado, ou mesmo em todo o sistema financeiro⁵³.

Os conglomerados financeiros, principalmente os internacionais, trouxeram uma maior complexidade e interdependência entre os diferentes operadores do sistema financeiro. Conjugando isto com outras formas de interdependência entre operadores financeiros e atividades financeiras⁵⁴, com os altos volumes de negócios

⁵⁰ Ver Stijn CLAESSENS, «Benefits and Costs on Integrated Financial Services Provision in Developing Countries», 27.

⁵¹ Ver KURITZKES – SCHUERMANN – WEINERS, *Risk Measurement, Risk Management and Capital Adequacy in Financial Conglomerates*, 3.

⁵² O surgimento e desenvolvimento de conglomerados financeiros é apontado como um dos fatores para o maior risco sistémico dentro do sistema financeiro – ver José Manuel Gonçalves Santos QUELHAS, *Sobre as Crises Financeiras, o Risco Sistémico e a Incerteza Sistémica*, 438-439. Os conglomerados financeiros e os riscos de contágio sistémico que estes conglomerados apresentam são grandes motivos para uma especial regulação destes - ver Arnold SCHILDE – Iman VAN LELYVELD, *Risk in Financial Conglomerates*, 11.

⁵³ Sobre a necessidade destes regimes para os *Systemically Important Financial Institutions* (SIFI's), dos quais podem fazer parte conglomerados financeiros, ver João Calvão da SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros: Direito Europeu e Português*, 71. Contudo, é preciso ter em atenção que a atividade de regulação e de supervisão pode falhar e também tem os seus riscos – como o aumento do risco moral (*moral hazard*) e o perigo de captura dos reguladores pelos regulados – sobre estas potenciais falhas e riscos da regulação, ver Marc LABONTE, *Systemically Important or “Too Big to Fail” Financial Institutions*”, 21 s.; Niamh MOLONEY, «Supervision in the Wake of the Financial Crisis: Achieving Effective “Law in Action” – A Challenge for the EU», 80 s. Ainda sobre o papel do *moral hazard* nas crises, ver Charles GOODHART, «Moral hazard», 83 s.; José Manuel Gonçalves Santos QUELHAS, *Sobre as Crises Financeiras, o Risco Sistémico e a Incerteza Sistémica*, 136 s.

⁵⁴ Veja-se em Stijn CLAESSENS, «Benefits and Costs on Integrated Financial Services Provision in Developing Countries», 26, o exemplo da intervenção

realizados e a complexidade dos produtos financeiros hoje existentes (criados por uma autêntica “engenharia financeira”), geram-se maiores *riscos e incertezas*, principalmente os de carácter *sistémico*, no sistema financeiro, e que podem prejudicar todo o sistema financeiro nacional, regional ou até mundial (como infelizmente demonstrou a recente Crise)⁵⁵.

Face aos *perigos de risco sistémico*, os conglomerados financeiros têm duas importantes especificidades. Em primeiro lugar, o risco sistémico intragrupo inerente ao conglomerado – uma situação de crise em instituições financeiras de um setor financeiro do conglomerado pode rapidamente atingir as instituições dos outros setores financeiros do mesmo conglomerado (principalmente por causa das relações e operações que ocorrerão entre instituições financeiras do conglomerado)⁵⁶. Em segundo lugar, este risco sistémico intragrupo, aliado ao importante peso que os conglomerados financeiros têm

dos bancos em outras áreas financeiras:

“Nevertheless, as “banks” evolve into large financial conglomerates, combining deposit-taking functions with insurance, investment banking, asset and pension fund management, and other financial intermediation functions, safeguards can be (more) necessary to avoid the transfer of explicit and implicit deposit insurance subsidies from the banking part of the institution to the securities and other parts. These safeguards can take the form of market value accounting, timely monitoring and disclosure, more risk-sensitive capital requirements, firewalls between different type of operations, risk-based pricing of deposit insurance and prompt corrective actions, including the closure of insolvent banks. In many ways, these safeguards are not different from those being applied to normal banking operations, but may need to be stricter and closer enforced”.

⁵⁵ Sobre esta complexidade do sistema financeiro e os seus perigos, ver Natália de Almeida MORENO, *A Reforma Institucional da Regulação Financeira no Pós-Crise*, 15. A complexidade e o grande tamanho que os conglomerados financeiros assumem são outros dois motivos para a necessidade de uma especial regulação e supervisão – ver Arnold SCHILDE – Iman VAN LELYVELD, *Risk in Financial Conglomerates*, 11.

⁵⁶ A supervisão dos conglomerados financeiros deverá assim detetar, prevenir e mitigar os riscos decorrentes das atividades e operações entre os diferentes setores financeiros do conglomerado financeiro – ver parecer do Comité Conjunto das autoridades reguladoras financeiras europeias: “EBA, EIOPA and ESMA’s Response to the European Commission’s Call for Advice on the Fundamental Review of the Financial Conglomerates Directive”, JC/2012/88, p. 43.

no sistema financeiro, pode agravar o próprio risco sistémico existente no seio do sistema financeiro⁵⁷.

A complexidade da estrutura e do funcionamento dos conglomerados financeiros é fundamental para compreender os problemas que estes põem perante a necessidade de regulação e supervisão do sistema financeiro. A internacionalização dos conglomerados financeiros e a possibilidade de o conglomerado financeiro estar inserido num ainda maior conglomerado misto, só agravam estes problemas – os conglomerados financeiros são ainda, na expressão de Herring e Carmassi, “too complex to fail”⁵⁸.

Os conglomerados financeiros, graças à sua complexidade e tamanho, dificilmente entrarão em colapso – uma das vantagens dos conglomerados estará na possibilidade de uma maior distribuição do risco em diferentes setores financeiros –, mas quando colapsam, os efeitos sistémicos deste colapso serão bastante graves para todo o sistema financeiro⁵⁹.

Desde logo, as autoridades reguladoras nacionais terão bastante dificuldade em compreender quais são as efetivas relações

⁵⁷ Sobre o risco sistémico nos conglomerados financeiros, ver Natália de Almeida MORENO, *A Reforma Institucional da Regulação Financeira no Pós-Crise*, 17. Sobre as desvantagens da integração dos três setores financeiros e os riscos inerentes às grandes instituições financeiras, ver Stijn CLAESSENS, «Benefits and Costs on Integrated Financial Services Provision in Developing Countries», 19 s. Porém, para se evitar uma crise dentro do conglomerado financeiro, não devem ser ignoradas as próprias operações de auxílio entre entidades do conglomerado financeiro quando algumas delas estão em má situação (as “*intra-group support measures*”). Sobre as operações intragrupo de auxílio, as suas vantagens e riscos e qual deve ser o papel da supervisão face a estas, ver Relatório do Fórum Conjunto (Joint Forum) do Comité de Basileia (Basel Committee on Banking Supervision) de fevereiro de 2012 – “*Report on intra-group support measures*” – publicado pelo Bank for International Settlements (relatório disponível em <<http://www.bis.org/publ/joint28.pdf>>).

⁵⁸ Sobre os problemas de complexidade dos conglomerados financeiros, ver Richard HERRING – Jacopo CARMASSI, «The Corporate Structure of International Financial Conglomerates», 197 s.

⁵⁹ Transcrevendo novamente a expressão de Herring e Carmassi: “Although it is possible that larger, more diversified international financial conglomerates will be less likely to fail, if a failure should occur the spillover effects on the rest of the financial system are bound to be greater”, em Richard HERRING – Jacopo CARMASSI, «The Corporate Structure of International Financial Conglomerates», 197.

existentes entre as empresas do conglomerado – o simples mapear destas relações pode ser uma tarefa hercúlea. Depois, face aos conglomerados financeiros internacionais, as autoridades reguladoras dos Estados terão que obrigatoriamente cooperar em matéria de regulação e supervisão, sob pena de esta ser totalmente ineficaz.

A cooperação entre autoridades reguladoras de diferentes Estados foi e continua a ser bastante difícil. Os Estados adotam diferentes sistemas de regulação (mesmo que a nível da União Europeia haja uma tendência para a harmonização), o que origina discrepâncias, conflitos e lacunas de regulação e supervisão⁶⁰. Mesmo existindo tal cooperação, não é garantido que, por exemplo, em situações de crise no seio do conglomerado, haja uma resposta suficientemente rápida e eficiente por parte das autoridades reguladoras. Porém, é incontornável a necessidade desta cooperação internacional, principalmente face à muito fraca possibilidade de se criar uma *efetiva* autoridade de supervisão internacional⁶¹. Neste domínio, a União Europeia deu um passo bastante positivo ao criar o *Sistema Europeu de Supervisão Financeira*, que é constituído pelo Comité Europeu do Risco Sistémico, pela Autoridade Bancária Europeia, pela Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, pela Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma, pelo Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão e pelas várias Autoridades nacionais de supervisão.

Outra importante cooperação necessária para se garantir uma adequada regulação e supervisão dos conglomerados é a cooperação entre os regulados e os reguladores. Ora, como bem se sabe, nem sempre os administradores das instituições financeiras transmitem todas as informações necessárias aos reguladores, ocultando as

⁶⁰ Problemas apontados no Relatório De Larosière de 2009, (relatório disponível em «http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de_larosiere_report_en.pdf»), p.40ss. Sobre os problemas impostos pela internacionalização das instituições financeiras, ver Eva H. G. HÜPKES, «The Last Frontier: Protecting Critical Functions Across Borders», 425 s.

⁶¹ Sobre esta necessidade de coordenação e cooperação, ver José Manuel Gonçalves Santos QUELHAS, *Sobre as Crises Financeiras, o Risco Sistémico e a Incerteza Sistémica*, 439.

más notícias que possam agravar ainda mais a crise dentro de uma instituição financeira e, eventualmente, dentro do conglomerado⁶².

A crise revela também outra importante falha de supervisão dos conglomerados financeiros: certas entidades dentro dos conglomerados escapam à supervisão⁶³. Muitas vezes, estas entidades não reguladas assumem maiores riscos que têm impacto negativo em todo o conglomerado. É assim necessário que a supervisão incida sobre todas as entidades e/ou atividades financeiras do conglomerado, evitando lacunas de supervisão⁶⁴. Este alargamento do âmbito de supervisão permite, desde logo, combater riscos provenientes de entidades e atividades que em princípio não estariam abrangidas pela supervisão⁶⁵.

⁶² Não devemos esquecer que a revelação de determinadas informações ao público pode criar ainda mais problemas à instituição e ao próprio conglomerado, mesmo que a sua instabilidade não seja assim tão elevada, por exemplo através da perda de clientes e de investidores. As próprias autoridades reguladoras podem ocultar determinadas informações para conter um maior escalar da crise. Sobre esta questão de ocultação de determinadas informações – ver Richard HERRING – Jacopo CARMASSI, «The Corporate Structure of International Financial Conglomerates», 217. No caso das corridas bancárias, o conhecimento por parte dos depositantes de determinadas informações pode dar origem a estas corridas – sobre os modelos explicativos das corridas bancárias, ver José Manuel Gonçalves Santos QUELHAS, *Sobre as Crises Financeiras, o Risco Sistémico e a Incerteza Sistémica*, 29 s.

⁶³ Esta falha é apontada no Relatório do Fórum Conjunto (Joint Forum) do Comité de Basileia (Basel Committee on Banking Supervision) de setembro de 2012 sobre “*Principles for the supervision of financial conglomerates*”, publicado pelo BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 1.

⁶⁴ Esta necessidade de extensão do âmbito da supervisão é defendida no parecer do Comité Conjunto das três autoridades reguladoras financeiras da UE: “*EBA, EIOPA and ESMA’s Response to the European Commission’s Call for Advice on the Fundamental Review of the Financial Conglomerates Directive*”, JC/2012/88, p.8 (parecer disponível em <<http://www.eba.europa.eu/documents/10180/104671/JC-2012-88-FINAL--ESAs-Joint-response-to-the-COM-call-for-advice-on-fund.pdf>>). No mesmo parecer, considera-se que a atividade de supervisão também deve incidir de forma mais direta sobre as *holdings* do conglomerado financeiro que estejam fora da supervisão prudencial complementar – ver parecer do Comité Conjunto, já citado, p. 8.

⁶⁵ Tal como o parecer do Comité Conjunto das autoridades reguladoras financeiras europeias, no Relatório do Fórum Conjunto (Joint Forum) do Comité de Basileia (Basel Committee on Banking Supervision) de setembro de 2012, sobre *Principles for the supervision of financial conglomerates*, p. 6, é defendida a extensão da supervisão, em determinadas matérias e atividades, às entidades não reguladas

A *supervisão dos conglomerados deve incidir sobre todas as atividades financeiras* praticadas pelas entidades do conglomerado financeiro, independentemente de serem ou não entidades reguladas – isto é, uma supervisão assente na atividade realizada, e não tanto na entidade que a realiza. Só assim se garante uma supervisão mais eficaz e eficiente, capaz de evitar lacunas de supervisão e conflitos de competência entre entidades reguladoras⁶⁶.

Esta supervisão não deverá significar uma supervisão sem limites. A supervisão deve respeitar princípios jurídicos fundamentais de exercício da atividade empresarial, como o respeito pela personalidade jurídica de cada instituição do conglomerado financeiro⁶⁷.

(“unregulated entities”), sejam entidades não reguladas do conglomerado financeiro, sejam até entidades, que não estando inseridas no conglomerado financeiro, são contudo parte do grupo mais extenso (conglomerado misto) do qual o conglomerado financeiro faz parte. Neste Relatório defende-se que a supervisão deve ter em atenção uma série de características que estas entidades não reguladas reúnem face ao conglomerado financeiro – v.g. as interdependências entre entidades reguladas e não reguladas, a exposição ao risco, a concentração do risco, a gestão do risco, as operações entre estas entidades, entre outras características.

⁶⁶ Ver o parecer “EBA, EIOPA and ESMA’s Response to the European Commission’s Call for Advice on the Fundamental Review of the Financial Conglomerates Directive”, JC/2012/88, p. 13. De frisar que na Recomendação n.º 1 deste parecer, o Comité Conjunto propõe que os SPV’s (*Special Purpose Vehicles*) e os SPE’s (*Special Purpose Entities*) sejam também abrangidos pela supervisão, de forma a evitar a falta de supervisão sobre estes “veículos” ou “entidades” – ver parecer, p. 3-4 e p. 15 s. Sobre os riscos de contágio dos SPV’s e SPE’s, ver o Anexo D deste mesmo parecer, p. 73 s. A necessidade de se ampliar o âmbito da atividade regulatória não é só uma proposta exclusiva para os conglomerados financeiros – esta ampliação deveria ser concretizada em toda a regulação e supervisão do sistema financeiro – sobre esta necessidade, ver ÖTKER-ROBE – PAZARBASIOGLU – BUFFA DI PERRERO, *et al.*, *Impact of Regulatory Reforms on Large and Complex Financial Institutions*, 28.

⁶⁷ O conglomerado financeiro não tem personalidade jurídica própria. No próprio parecer do Comité Conjunto das autoridades reguladoras financeiras europeias observa-se esta necessidade de compatibilização e ponderação entre a supervisão, que visa garantir interesses públicos, e os princípios jurídicos que regulam e protegem a atividade empresarial – ver parecer do Comité Conjunto, já citado, p. 9-10.

3. Os princípios da supervisão dos conglomerados financeiros

No Relatório do Fórum Conjunto (Joint Forum) do Comité de Basileia (Basel Committee on Banking Supervision) de 2012, relativo aos *princípios da supervisão de conglomerados financeiros*, considera-se que para uma adequada e efetiva aplicação destes princípios é necessário: i) que a autoridade de supervisão do conglomerado financeiro (o “*Group-level Supervisor*”) tenha claramente definidas as suas responsabilidades para a supervisão do conglomerado e para a coordenação entre os diferentes supervisores relevantes para esta supervisão⁶⁸; ii) que o procedimento de supervisão seja preciso, claro e transparente, identificando-se quais as respetivas funções de supervisão de cada entidade supervisora⁶⁹; iii) e que sejam criados mecanismos que consigam resolver eventuais conflitos ou disparidades entre atividades de supervisão das entidades supervisoras do conglomerado financeiro⁷⁰.

Este Relatório elaborou uma série de princípios para a supervisão dos conglomerados financeiros em cinco áreas distintas: i) poderes de supervisão das autoridades supervisoras; ii) responsabilidade na supervisão; iii) governança no seio do conglomerado; iv) adequação e liquidez de capital; e v) gestão do risco.

Na área dos *poderes de supervisão das autoridades supervisoras* considera-se que a supervisão deve englobar todas as entidades do

⁶⁸ Em Portugal, a entidade que assume esta posição de *Group-level Supervisor* será o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, que nos termos do artigo 2.º/2/d) do Decreto-Lei n.º 228/2000 (com as alterações sofridas pelo Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de novembro, pelo Decreto-Lei n.º 143/2013, de 18 de outubro, e pela Lei n.º 118/2015, de 31 de agosto), tem competência para *desenvolver regras e mecanismos de supervisão de conglomerados financeiros*. Este Conselho tem também importantes funções de coordenação entre os supervisores financeiros portugueses. O Banco de Portugal também tem um importante papel na supervisão complementar dos conglomerados financeiros – ver *infra* nota 127.

⁶⁹ Evitando-se assim conflitos de competência entre entidades de supervisão ou situações de lacuna.

⁷⁰ Sobre estes três regras-base para uma adequada supervisão dos conglomerados financeiros, ver Relatório do Fórum Conjunto (Joint Forum) do Comité de Basileia (Basel Committee on Banking Supervision) de setembro de 2012 sobre *Principles for the supervision of financial conglomerates*, publicado pelo BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 8.

conglomerado que possam afetar o risco financeiro e/ou posição financeira do conglomerado, principalmente as entidades não reguladas cujas atividades sejam fontes de risco para o conglomerado⁷¹. Para tal, deve ser garantido: i) que os supervisores tenham efetivos poderes que garantem a prossecução dos objetivos da supervisão de conglomerados, através de poderes de recolha de informações e de poderes de imposição ou proibição de medidas face às entidades do conglomerado⁷²; ii) que haja uma efetiva e eficaz coordenação entre entidades supervisoras nacionais, mas também estrangeiras, indispensável para uma adequada supervisão dos conglomerados⁷³; iii) que as entidades supervisoras sejam efetivamente independentes (mas também responsáveis) no exercício da atividade de supervisão, principalmente face aos regulados; e iv) que tenham acesso aos recursos (legais, técnicos, humanos, financeiros) necessários para se salvaguardar uma efetiva e independente supervisão⁷⁴.

Na área da *responsabilidade na supervisão* visa-se garantir a eficiência e eficácia do exercício dos poderes de supervisão atribuídos às entidades supervisoras⁷⁵. Para tal: i) deve existir uma entidade supervisora coordenadora (“*Group-level Supervisor*”) da atividade de supervisão, entidade essa que também deve ser responsável pela supervisão geral de todo o conglomerado financeiro⁷⁶; ii) devem

⁷¹ Ver Relatório do Fórum Conjunto do Comité de Basileia, já citado, p. 9.

⁷² Ver Relatório do Fórum Conjunto do Comité de Basileia, já citado, p. 9-10. O parecer do Comité Conjunto das autoridades reguladoras financeiras europeias defende também a aplicação deste princípio – ver parecer EBA, EIOPA and ESMA’s *Response to the European Commission’s Call for Advice on the Fundamental Review of the Financial Conglomerates Directive*, JC/2012/88, p. 42.

⁷³ Ver Relatório do Fórum Conjunto do Comité de Basileia, já citado, p. 10.

⁷⁴ Sobre os princípios nesta área, ver Relatório do Fórum Conjunto do Comité de Basileia, já citado, p. 11-12. Podemos ver aqui algumas ideias bastante próximas daquelas que justificam, em geral, a existência de autoridades reguladoras independentes.

⁷⁵ Sobre os princípios necessários para garantir esta eficiência e eficácia, ver Relatório do Fórum Conjunto do Comité de Basileia, já citado, p. 12 s.

⁷⁶ Explicando de forma simplificada: as autoridades supervisoras continuam a exercer os seus poderes de supervisão (em regra por setor financeiro) sobre as instituições financeiras sob sua supervisão. A supervisão do conglomerado financeiro como um todo será competência do *Group-level Supervisor*, supervisão esta reforçada pela coordenação entre autoridades supervisoras. Isto significa que a regulação setorial é complementada por uma supervisão geral do conglomerado

ser assegurados mecanismos adequados para se garantir uma efetiva atividade de coordenação e cooperação entre autoridades de supervisão nacionais, mas também com autoridades estrangeiras⁷⁷; iii) deve existir a formulação e implementação de regras mínimas prudenciais harmonizadas para todas as autoridades de supervisão, de forma a garantir-se um efetivo e adequado controlo dos riscos; iv) devem-se criar mecanismos que permitam a correta compreensão das operações realizadas entre entidades do conglomerado⁷⁸; e v) deve ser permitida às autoridades de supervisão a aplicação de medidas preventivas, corretivas ou sancionatórias de combate a situações geradoras de risco⁷⁹.

Na área da *governança no seio do conglomerado* (“*corporate governance*”)⁸⁰ – processos, políticas e regulamentações que definem como as entidades do conglomerado e o próprio conglomerado são geridas, administradas e controladas – é apresentada uma série de objetivos e princípios de supervisão que visam garantir uma boa governança nos conglomerados financeiros. Nesta área, devem os supervisores: i) garantir que os conglomerados financeiros tenham

financeiro. O próprio Relatório defende a necessidade de se manter em conjunto estas duas formas de regulação. Ver Relatório do Fórum Conjunto do Comité de Basileia, já citado, p. 12.

⁷⁷ Mesmo que se prevejam estes mecanismos de cooperação e coordenação, não é garantido que as autoridades supervisoras cooperem, de facto, de forma eficaz. Em Portugal temos o exemplo das falhas de coordenação entre o Banco de Portugal e a CMVM no caso GES/BES.

⁷⁸ Este princípio também é defendido pelo parecer do Comité Conjunto das autoridades reguladoras financeiras europeias – ver parecer “*EBA, EIOPA and ESMA’s Response to the European Commission’s Call for Advice on the Fundamental Review of the Financial Conglomerates Directive*”, JC/2012/88, p.42.

⁷⁹ Sobre algumas propostas de medidas preventivas e corretivas – ver parecer “*EBA, EIOPA and ESMA’s Response to the European Commission’s Call for Advice on the Fundamental Review of the Financial Conglomerates Directive*”, JC/2012/88, p. 44-45.

⁸⁰ Sobre os vários princípios desta área, ver Relatório do Fórum Conjunto do Comité de Basileia, já citado, p. 17ss. A inadequada governança praticada no seio das empresas foram uma das causas para o despoletar da crise de 2007 – ver Relatório De Larosière de 2009, (relatório disponível em <http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de_larosiere_report_en.pdf>), p. 10. Esta área da governança das empresas ganhou bastante interesse de estudo no meio académico nas últimas décadas – sobre uma visão geral da “*corporate governance*”, ver Igor FILATOTCHEV / Kevin KEASEY, Donald S. SIEGEL / Mike WRIGHT, *The Oxford Handbook of Corporate Governance*.

uma governança consistente e clara, mas sem que se prejudique a governança individual de cada entidade dentro do conglomerado; ii) garantir que a estrutura do conglomerado financeiro seja suficientemente transparente para se permitir uma adequada supervisão do conglomerado; iii) garantir que os administradores, gestores ou outros indivíduos com funções de administração e gestão nas entidades do conglomerado, sejam indivíduos com suficiente competência, experiência, integridade e qualificações para exercerem estas funções; iv) garantir que o conselho de administração da sociedade dominante do conglomerado financeiro define e implementa de forma adequada a estratégia relativa às atividades do conglomerado financeiro, principalmente ao nível dos riscos assumidos através destas atividades; e v) garantir que as remunerações praticadas dentro do conglomerado sejam apropriadas, principalmente face aos riscos a que este conglomerado esteja exposto.

Na área da *adequação e liquidez do capital* do conglomerado são apresentados princípios complementares àqueles que, nesta área, já existem na regulação setorial⁸¹. Os supervisores devem garantir: i) que a *gestão do capital* do conglomerado seja prudente, robusta e adequada aos riscos inerentes às atividades e operações realizadas por parte das entidades do conglomerado⁸², principalmente as atividades e operações entre as entidades não reguladas e as reguladas do conglomerado; ii) que a *avaliação do capital necessário para o conglomerado*, permita que esse capital seja adequado aos recursos disponíveis do conglomerado e aos riscos das suas atividades, além de garantir que a utilização múltipla do mesmo capital dentro do conglomerado seja devidamente considerada nessa avaliação, podendo o supervisor estabelecer exigências específicas de manutenção de capital e limites face a operações intragrupo que possam constituir operações ilícitas.

⁸¹ Sobre os princípios de supervisão que devem ser aplicados nesta área, ver Relatório do Fórum Conjunto do Comité de Basileia, já citado, 25 s.

⁸² Sobre a importância para a atividade de supervisão de garantir determinados níveis de capital no seio do conglomerado, ver KURITZKES – SCHUERMANN – WEINERS, *Risk Measurement, Risk Management and Capital Adequacy in Financial Conglomerates*, 13.

tas⁸³ ou origem excessiva alavancagem⁸⁴; iii) e que a *liquidez* de capital seja adequada e consistente face aos riscos de liquidez dentro do conglomerado financeiro, devendo os supervisores assegurar que essa liquidez de capital seja suficiente para enfrentar períodos de crise (ou de “*stress*”).

Por fim, na área da *gestão do risco*⁸⁵ dentro do conglomerado financeiro, no Relatório são estabelecidos princípios fundamentais para se garantir que esta gestão seja adequada e que o conglomerado financeiro não origine riscos excessivos que possam pôr em causa a sua estabilidade financeira⁸⁶. Estes princípios são: i) os supervisores devem exigir uma *gestão do risco* independente, transparente e efetiva, acompanhada de sistemas de controlo interno e de auditoria interna dentro do conglomerado; ii) os supervisores devem garantir que dentro do conglomerado haja uma “*cultura*” de *gestão do risco*, que assegure procedimentos adequados de gestão do risco e que garanta que os indivíduos, com posições importantes dentro da gestão e administração das entidades do conglomerado, tenham conhecimentos adequados do que é uma boa gestão do risco; iii) os supervisores devem exigir que o conglomerado financeiro estabeleça *adequados níveis de tolerância ao risco e adequadas políticas de assunção de riscos*; iv) os supervisores devem exigir uma *adequada e robusta avaliação do risco* aquando da entrada do conglomerado financeiro em novas áreas de negócio; v) os supervisores devem exigir que o conglomerado realize periodicamente *testes de stress/esforço* adequados, para que o conglomerado identifique previamente os riscos existentes e as suas

⁸³ Principalmente em matéria de preços de transferência ou de situações de subcapitalização.

⁸⁴ Como a excessiva alavancagem resultante de operações entre uma sociedade mãe para uma sociedade subsidiária – exemplo das operações em que a sociedade-mãe se torna devedora de uma sociedade sua subsidiária, com o correspondente aumento do capital desta. Uma excessiva alavancagem de sociedades subsidiárias pode originar riscos excessivos. Sobre esta excessiva alavancagem, ver Relatório do Fórum Conjunto do Comité de Basileia, já citado, p. 28-29.

⁸⁵ Sobre a gestão do risco, ver Arnold SCHILDE – Iman VAN LELYVELD, *Risk in Financial Conglomerates*, 16 s. Sobre a classificação dos diferentes tipos de riscos, ver WORKING GROUP ON ECONOMIC CAPITAL MODELS, *Risk Measurement within Financial Conglomerates: Best Practices by Risk Type*, Research Series Supervision n.º 51, De Nederlandsche Bank, 2003.

⁸⁶ Sobre os princípios nesta área, ver Relatório do Fórum Conjunto do Comité de Basileia, já citado, p. 31 s.

consequências, em caso de instabilidade dentro do conglomerado⁸⁷; vi) os supervisores devem assegurar que o conglomerado financeiro determine de forma adequada a *agregação dos riscos* a que está sujeito⁸⁸; vii) os supervisores devem exigir que os conglomerados financeiros sejam prudentes quanto às atividades de *concentração de riscos* e de *exposição ao risco*, devendo estas atividades ser identificadas e reportadas aos supervisores⁸⁹; e viii) os supervisores devem tomar em consideração as *operações fora do balanço*⁹⁰, como as operações de titularização de créditos, para se garantir uma mais efetiva e eficaz supervisão dos conglomerados financeiros.

4. Necessidade de uma regulação e supervisão coordenada ou integrada dos conglomerados financeiros

A regulação e supervisão dos conglomerados financeiros deve garantir que as entidades do conglomerado de cada setor financeiro – banca, valores mobiliários, seguros – são reguladas e su-

⁸⁷ Também é bastante comum, como no caso dos bancos, que sejam os próprios supervisores a realizar estes testes de “stress” ou de esforço. Estes testes devem ser os mais abrangentes e severos possíveis, de forma a assegurar uma análise mais realista da resposta do conglomerado e das suas instituições financeiras às situações de crise.

⁸⁸ Na agregação do risco é bastante problemática a inserção dos riscos de entidades não reguladas dos conglomerados financeiros ou do grupo de empresas no qual está inserido o conglomerado financeiro – ver KURITZKES – SCHUERMANN – WEINERS, *Risk Measurement, Risk Management and Capital Adequacy in Financial Conglomerates*, 14. Sobre como é feita a agregação dos riscos nos conglomerados financeiros, *ibidem*, 17 s. Para uma posição crítica sobre a agregação dos riscos nos conglomerados financeiros, ver Alan D. MORRISON, «The Economics of Capital Regulation in Financial Conglomerates», 529 s.

⁸⁹ Também indicando os perigos da concentração e correlação entre riscos dentro dos conglomerados financeiros – ver parecer EBA, EIOPA and ESMA’s Response to the European Commission’s Call for Advice on the Fundamental Review of the Financial Conglomerates Directive, JC/2012/88, 44.

⁹⁰ Sobre as operações fora do balanço (“*off-balance-sheet*”), entre elas, as relacionadas com os processos de titularização, ver José Manuel Gonçalves Santos QUELHAS, *Sobre a Evolução Recente do Sistema Financeiro (Novos “Produtos Financeiros”)*, 23 s. A necessidade de supervisão destas operações fora do balanço também é referida no Relatório De Larosiére de 2009 (relatório disponível em <http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de_larosiere_report_en.pdf>), 18.

pervisionadas de forma adequada, tendo sempre em consideração as especificidades de cada setor financeiro⁹¹. Contudo, também deve ser realizada *uma regulação e supervisão devidamente coordenada ou integrada* que convenientemente regule o conglomerado financeiro como um todo – a supervisão deve combater operações intraconglomerado (entre entidades do conglomerado) que visem criar ativos fictícios e deve impedir a utilização indevida do mesmo capital entre diferentes entidades do conglomerado. A regulação e supervisão deve também controlar os riscos acrescidos que o conglomerado pode gerar, principalmente os riscos de contágio resultantes da diluição dos setores financeiros dentro do conglomerado⁹².

Face aos conglomerados financeiros⁹³ é necessária uma *regulação e supervisão coordenada* em que, continuando a existir a tradicional regulação setorial, haja também uma coordenação e concertação entre as diferentes autoridades reguladoras financeiras; ou *uma regulação e supervisão integrada* em que todo a atividade financeira realizada num Estado é regulada por uma única autoridade reguladora. Só com esta coordenação ou integração é que se podem evitar os conflitos de competência entre autoridades reguladoras e as lacunas de regulação, que permitem que certas atividades ou entidades fiquem fora do âmbito da regulação e supervisão⁹⁴.

⁹¹ Não sendo totalmente benéfico o afastamento da regulação e supervisão setorial. Contudo este modelo de regulação e supervisão tem importantes limitações, principalmente face aos conglomerados. Sobre estas limitações (v.g. diferentes formas de tratamento face a riscos semelhantes; tendência para ignorar a agregação do risco resultante das diferentes operações de concentração ou diversificação realizadas pela mesma entidade em diferentes setores financeiros), ver KURITZKES – SCHUERMANN – WEINERS, *Risk Measurement, Risk Management and Capital Adequacy in Financial Conglomerates*, 7 s.

⁹² Sobre a necessidade uma regulação e supervisão consolidada ou integrada, ver Arnold SCHILDE – Iman VAN LELYVELD, *Risk in Financial Conglomerates*, 6 s. Sobre os fins que a regulação e supervisão coordenada ou integrada deve prosseguir, ver João Calvão da SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros: Direito Europeu e Português*, 32.

⁹³ Ou mesmo face ao sistema financeiro. Nos dias de hoje a integração progressiva dos setores financeiros exigirá também uma regulação e supervisão coordenada ou integrada deste sistema.

⁹⁴ Sobre esta necessidade, ver João Calvão da SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros: Direito Europeu e Português*, 32. Não se deve esquecer que uma das falhas apontadas à supervisão do sistema financeiro antes da Crise, era a tendência para a falta

É possível identificar *quatro modelos de regulação e supervisão* que poderão permitir uma adequada regulação e supervisão dos conglomerados financeiros⁹⁵:

1) O *modelo de supervisão institucional/setorial com entidade coordenadora*. É o modelo em vigor em Portugal. Este modelo mantém a tradicional supervisão setorial dos setores financeiros, em que cada setor financeiro tem a sua própria entidade reguladora. Em Portugal, a banca é regulada pelo Banco de Portugal (BdP)⁹⁶, a atividade seguradora é regulada pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF)⁹⁷ e o mercado dos valores mobiliários é regulado pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)⁹⁸. Além das autoridades reguladoras financeiras setoriais, neste modelo são criados mecanismos, ou até entidades, que permitem a coordenação da atividade de regulação e supervisão realizada por estas autoridades setoriais (em Portugal, a mais importante entidade de coordenação é o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros⁹⁹,

de cooperação entre autoridades reguladoras, conflitos entre estas e lacunas de regulação que deixavam determinadas atividades financeiras ou entidades fora do âmbito da supervisão – ver Natália de Almeida MORENO, *A Reforma Institucional da Regulação Financeira no Pós-Crise*, 20 s. Contudo, mesmo nos dias de hoje, estes problemas subsistem – veja-se o caso GES/BES e os problemas que ocorreram entre o Banco de Portugal e a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

⁹⁵ Sobre os quatro modelos, ver João Calvão da SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros: Direito Europeu e Português*, 42-43. Para uma análise mais detalhada dos modelos de regulação e supervisão dos sistemas e mercados financeiros – com a autonomização do modelo do *twin peak* como quinto modelo – e suas vantagens e desvantagens, ver Giorgio DI GIORGIO / Carmine DI NOLA / Laura PIATTI, *Financial Market Regulation*, 5 s.; Natália de Almeida MORENO, *A Reforma Institucional da Regulação Financeira no Pós-Crise*, 29 s.

⁹⁶ Cujas leis orgânicas é a Lei n.º 5/98, de 31 de janeiro com alterações introduzidas pelos Decretos-Lei n.ºs 118/2001, de 17 de abril; 50/2004, de 10 de março; 39/2007, de 20 de fevereiro; 31-A/2012, de 10 de fevereiro; e 142/2013, de 18 de outubro; e pelas Leis n.ºs 23-A/2015, de 26 de março; e 39/2015, de 25 de maio. O Banco de Portugal assume as funções do *coordenador* nacional na supervisão complementar dos conglomerados financeiros – ver *infra*, nota 127.

⁹⁷ A ASF, anteriormente o Instituto de Seguros de Portugal (ISP), tem os seus estatutos regulados no Decreto-Lei n.º 1/2015, de 6 de janeiro.

⁹⁸ Cujos estatutos estão aprovados no Decreto-Lei n.º 5/2015, de 8 de janeiro, com as alterações introduzidas pela Lei n.º 148/2015, de 9 de setembro.

⁹⁹ O Conselho Nacional dos Supervisores Financeiros é regulado pelo Decreto-Lei n.º 228/2000, de 23 de novembro, alterado pelo Decreto-Lei n.º 211-

onde estão presentes o BdP, a ASF e a CMVM). Este modelo tem a vantagem de permitir uma regulação setorial mais eficiente face às especificidades de cada setor financeiro; porém, as dificuldades, que a coordenação sempre origina¹⁰⁰, comportam desvantagens quanto à supervisão de todo o conglomerado financeiro ou quanto à supervisão macroprudencial de todo o sistema financeiro.¹⁰¹

Relativamente aos conglomerados financeiros, em Portugal o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF), nos termos do artigo 2.º/2/d) do Decreto-Lei n.º 228/2000, tem competência para *desenvolver regras e mecanismos de supervisão de conglomerados financeiros*, sendo os conglomerados financeiros definidos, nos termos do artigo 3.º/c) do mesmo Decreto-Lei, como “grupos de empresas que abrangem, simultaneamente, entidades sujeitas a supervisão do Banco de Portugal e do Instituto de Seguros de Portugal”. Todavia, cabe ao Banco de Portugal o exercício das funções de *coordenador nacional* na supervisão complementar dos conglomerados financeiros¹⁰².

2) O *modelo de supervisão por objetivos*. Neste modelo, cada entidade reguladora financeira supervisiona o cumprimento de determinados objetivos, independentemente do setor financeiro em que a instituição financeira regulada está inserida. É um modelo que exi-

A/2008, de 3 de novembro, pelo Decreto-Lei n.º 143/2013, de 18 de outubro, e pela Lei n.º 118/2015, de 31 de agosto. Além deste Conselho, ainda assumem importantes funções de coordenação e cooperação: i) o Comité Nacional de Estabilidade Financeira, criado pelo Memorando de Entendimento de 27 de julho de 2007, assinado entre o Ministério das Finanças e as três entidades reguladoras financeiras em Portugal (Comité que visa promover mecanismos de cooperação entre as entidades reguladoras e o governo com vista a garantir a estabilidade financeira e a dar melhor resposta às situações de crise), ii) e o Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria, recentemente extinto pela Lei n.º 148/2015, de 9 de setembro, passando as suas atribuições a serem exercidas pela CMVM. Sobre estas entidades financeiras portuguesas de coordenação e cooperação, ver João Calvão da SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros: Direito Europeu e Português*, 33. O modelo português segue assim o modelo holandês, que desde de 1999 tem também um Conselho de Supervisores Financeiros – ver Arnold SCHILDE – Iman VAN LEYVELD, *Risk in Financial Conglomerates*, 12.

¹⁰⁰ Novamente o caso português GES/BES revela como a coordenação pode falhar.

¹⁰¹ Sobre as vantagens e desvantagens deste modelo, ver Natália de Almeida MORENO, *A Reforma Institucional da Regulação Financeira no Pós-Crise*, 29 s.

¹⁰² Ver *infra*, nota 127.

girá coordenação entre autoridades reguladoras, seja na supervisão dos conglomerados financeiros, seja na supervisão macroprudencial do sistema financeiro.

3) O *modelo de supervisão funcional*. Neste modelo cada entidade reguladora financeira supervisiona determinadas atividades financeiras, independentemente de quem as pratique. Tal como o modelo anterior, é necessário no mínimo algum nível de coordenação.

4) O *modelo de supervisão integrada ou consolidada*. Neste modelo, só existe uma autoridade reguladora financeira (modelo da Autoridade Única¹⁰³) ou só duas autoridades reguladoras (o modelo *Twin Peaks* de Taylor, em que existe uma autoridade para a supervisão prudencial e outra para a supervisão comportamental¹⁰⁴). É o melhor modelo de supervisão para a supervisão macroprudencial do sistema financeiro e para a supervisão dos conglomerados financeiros. Contudo, é-lhe apontada a desvantagem de ser um modelo que não permite uma tão eficiente supervisão de cada setor financeiro *per se*. O modelo de uma única autoridade reguladora financeira é o modelo adotado, por exemplo, pela Noruega (cuja a autoridade é o *Finanstilsynet*). Recentemente, o Reino Unido abandonou o modelo de autoridade única (com a extinta *Financial Services Authority* – FSA) e adotou o modelo *Twin Peaks*, com uma autoridade para a supervisão prudencial (a *Prudential Regulation Authority* – PRA – inserida na orgânica do Banco de Inglaterra) e com uma autoridade para a supervisão comportamental (a *Financial Conduct Authority* – FCA).

¹⁰³ Calvão da Silva, por exemplo, defende o modelo da autoridade reguladora única, principalmente num país pequeno como Portugal. Segundo este autor este modelo permitiria uma “*definição clara de responsabilidades e objectivos*” e uma “*estrutura (mais) ágil e eficiente*” - ver João Calvão da SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros: Direito Europeu e Português*, 37s. Considerando que este modelo de autoridade única também é o melhor para a regulação e supervisão de conglomerados financeiros e outros grupos financeiros, ver Giorgio DI GIORGIO / Carmine DI NOLA / Laura PIATTI, *Financial Market Regulation*, 9-10.

¹⁰⁴ Sobre o modelo *Twin Peaks*, ver M. TAYLOR, *Twin Peaks: a regulatory structure for the new century*.

5. A supervisão prudencial complementar dos conglomerados na União Europeia

Na União Europeia¹⁰⁵, está implementada uma supervisão prudencial complementar para os conglomerados financeiros¹⁰⁶, através da Diretiva 2002/87/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de dezembro de 2002¹⁰⁷. Já anteriormente, no *Plano-Quadro de Ação para os Serviços Financeiros* apresentado pela Comissão (COM (1999) 232 final) a 11 de maio de 1999, constava a necessidade de uma maior solidez dos mecanismos de supervisão dos conglomerados financeiros.

A Diretiva 2002/87/CE visa estabelecer uma supervisão complementar ou suplementar que, não substituindo a regulação

¹⁰⁵ Sobre a estrutura europeia de regulação e supervisão financeira – ver Eilis FERRAN, «Understanding the New Institutional Architecture of EU Financial Market Supervision», 111 s. Ainda sobre as autoridades europeias de supervisão financeira – ver Eddy WYMEERSCH, «The European Financial Supervisory Authorities or ESAS», 232 s.

¹⁰⁶ Ver a lista oficial de 2014 do Comité Conjunto das autoridades reguladoras financeiras europeias, relativa aos conglomerados financeiros cuja sociedade de topo está estabelecida em Estados-Membros da UE e da EFTA (identificando também alguns conglomerados financeiros presentes na Europa, mas cuja sociedade de topo está estabelecida em países terceiros) – *List of Identified Financial Conglomerates* do Joint Committee (JC 2014 071), atualizada em 11 de setembro de 2014 (disponível em <<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/15736/JC+2014+071+%28List+of+Identified+Financial+Conglomerates+2014%29.pdf>>). Nesta lista são identificados dois conglomerados financeiros portugueses – a Caixa Geral de Depósitos (CGD) e o Espírito Santo Financial Group (ESFG). O ESFG está atualmente em processo de insolvência. No total são identificados 71 conglomerados financeiros europeus e 5 conglomerados financeiros não europeus.

¹⁰⁷ Diretiva 2002/87/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de dezembro de 2002, relativa à supervisão complementar de instituições de crédito, empresas de seguros e empresas de investimento de um conglomerado financeiro, e que altera as Diretivas 73/239/CEE, 79/267/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE, 93/6/CEE e 93/22/CEE do Conselho e as Diretivas 98/78/CE e 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho. Esta Diretiva foi transposta para o ordenamento jurídico português através do Decreto-Lei n.º 145/2006, de 31 de julho, alterado pelo Decreto-Lei n.º 18/2013, de 6 de fevereiro. Sobre a supervisão prudencial complementar dos conglomerados financeiros na UE, ver Michael GRUSON, «Supervision of Financial Conglomerates in the European Union»,.

e supervisão já estabelecida para cada setor financeiro, estabelece especiais regras para a supervisão dos conglomerados financeiros e assenta na premissa de que na supervisão destes conglomerados há determinadas especificidades de supervisão que têm que ser aplicadas¹⁰⁸.

Esta supervisão complementar visa quatro grandes objetivos: 1) garantir que os conglomerados financeiros estão devidamente capitalizados; 2) introduzir métodos que permitam calcular o nível de solvência dos conglomerados; 3) garantir uma adequada supervisão face às operações intragrupo, à exposição do risco e à gestão do risco no seio dos conglomerados; e 4) estabelecer uma entidade coordenadora (o *coordenador*) que permita uma efetiva e eficiente supervisão prudencial dos conglomerados¹⁰⁹.

5.1. Definição de conglomerado financeiro

O artigo 2.º/14 da Diretiva 2002/87/CE (referida a partir deste ponto como Diretiva) e o artigo 3.º do Decreto-Lei n.º 145/2006 (referido a partir deste ponto como Decreto-Lei), estabelecem uma série de condições que permitem definir conglomerado financeiro para efeitos da supervisão prudencial complementar¹¹⁰.

O conglomerado financeiro é o *grupo de empresas*¹¹¹ em que estejam reunidas as seguintes condições:

¹⁰⁸ E por isso é uma supervisão *complementar* face à supervisão que existe sobre cada setor financeiro e face à supervisão *macroprudencial* sobre sistema financeiro - ver Michael GRUSON, «Supervision of Financial Conglomerates in the European Union», 426 s. Ver também, *Commission Staff Working Document Impact Assessment – Accompanying document to the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 98/78/EC, 2002/87/EC and 2006/48/EC as regards the supplementary supervision of financial entities in a financial conglomerate* (SEC (2010) 979), 4 s.

¹⁰⁹ Sobre os objetivos da supervisão complementar dos conglomerados, ver KURITZKES – SCHUERMANN – WEINERS, *Risk Measurement, Risk Management and Capital Adequacy in Financial Conglomerates*, 11; Arnold SCHILDE – Iman VAN LEYVELD, *Risk in Financial Conglomerates*, 14.

¹¹⁰ Sobre a definição de conglomerado financeiro no âmbito de supervisão complementar, ver Michael GRUSON, «Supervision of Financial Conglomerates in the European Union», 431 s.

¹¹¹ Sendo definido *grupo* como “um grupo de empresas constituído por uma empresa-mãe, pelas suas filiais e pelas entidades em que a empresa-mãe e as

1) O grupo é liderado por uma *entidade regulamentada* ou, pelo menos, uma das filiais do grupo é uma *entidade regulamentada*¹¹² (artigo 2.º/14 da Diretiva).

2) Se o grupo for liderado por uma entidade regulamentada ou autorizada, é exigido que a entidade seja uma “*empresa-mãe*”¹¹³ de uma entidade do setor financeiro, uma entidade que detém uma *participação*¹¹⁴ numa entidade do setor financeiro, ou uma entidade ligada

suas filiais detenham uma participação, bem como pelas empresas ligadas entre si por uma relação na aceção do n.º 1 do artigo 12.º da Directiva 83/349/CEE” (artigo 2.º/12 da Diretiva 2002/87/CE). O artigo 2.º, alínea j) do Decreto-Lei n.º 145/2006 tem uma redação mais pormenorizada que define expressamente quais são as relações na aceção do artigo 12.º/1 da Directiva 83/349/CE. O grupo basear-se-á: i) na relação entre sociedade-mãe e sociedade-filha; ii) na participação entre as sociedades; ou iii) na estrutura horizontal comum – neste sentido, ver Michael GRUSON, «Supervision of Financial Conglomerates in the European Union», 430-431.

¹¹² *Entidades regulamentadas*, nos termos do artigo 1.º da Directiva 2002/87/CE, são entidades que

“tenham obtido uma autorização ao abrigo do artigo 6.º da Directiva 73/239/CEE, do artigo 4.º da Directiva 2002/83/CE, do artigo 5 da Directiva 2004/39/CE), do artigo 3.º da Directiva 2005/68/CE, do artigo 6.º da Directiva 2006/48/CE, do artigo 5.º da Directiva 2009/65/CE, do artigo 14.º da Directiva 2009/138/CE ou dos artigos 6.º a 11.º da Directiva 2011/61/UE e que pertençam a um conglomerado financeiro.” No artigo 2.º/4 da mesma Directiva, também é definida como entidade regulamentada “uma instituição de crédito, uma empresa de seguros ou de resseguros, uma empresa de investimento, uma sociedade de gestão de activos ou um gestor de fundos de investimento alternativos”.

¹¹³ *Empresa-mãe*, nos termos do artigo 2.º/9 da Directiva 2002/87/CEE, é “uma empresa-mãe na aceção do artigo 1º da sétima Directiva 83/349/CEE do Conselho, de 13 de Junho de 1983, relativa às contas consolidadas, e qualquer empresa que, no parecer das autoridades competentes, exerça efectivamente uma influência dominante sobre outra empresa”.

Na alínea g) do artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 145/2006, empresa-mãe é definida mais pormenorizadamente.

¹¹⁴ *Participação* é definida como

“uma participação na aceção do primeiro período do artigo 17º da quarta Directiva 78/660/CEE do Conselho, de 25 de Julho de 1978, relativa às contas anuais de certas formas de sociedades, ou o facto de deter, directa ou indirectamente, 20 % ou mais dos direitos de voto ou do capital de uma empresa”, nos termos do artigo 14.º/11 da Directiva 2002/87/CEE. No artigo 2.º, alínea i) do Decreto-Lei n.º 145/2006, participação é definida como “os direitos no capital de outras empresas desde que criem ligações duradouras com estas e se destinem a contribuir para a actividade da empresa, sendo que é sempre considerada uma participação a detenção, directa ou indirecta, de pelo menos 20% ou dos direitos de voto ou do capital de uma empresa”.

a outra do setor financeiro por uma relação na aceção do n.º 1 do artigo 12.º da Diretiva 83/349/CEE (artigo 2.º/14/a) da Diretiva e artigo 3.º/1/a) do Decreto-Lei).

3) Se o grupo foi liderado por entidade não regulamentada ou não autorizada¹¹⁵, há conglomerado financeiro quando pelo menos uma filial do grupo é uma entidade regulamentada e as atividades do grupo ocorrem principalmente no setor financeiro, isto é, se a razão entre o total do balanço das entidades do setor financeiro regulamentadas e não regulamentadas do grupo e o total do balanço de todo o grupo exceder 40% (artigo 2.º/14/b) e artigo 3.º/1 da Diretiva; artigo 3.º/1/b) do Decreto-Lei).

4) Pelo menos uma das entidades do grupo tem que pertencer ao setor dos seguros e pelo menos uma outra entidade tem que pertencer ao setor bancário ou ao setor dos serviços de investimento (artigo 2.º/14/a)/ii) e artigo.º 15/b)/ii) da Diretiva; artigo 3.º/2/a) do Decreto-Lei).

5) As atividades consolidadas e/ou agregadas das entidades do grupo no subsector dos seguros e as atividades consolidadas e/ou agregadas das entidades no subsector bancário e dos serviços de investimento *são ambas significativas*, isto é, se para cada subsector financeiro, a *média da razão* entre o total do balanço desse subsector financeiro e o total do balanço das entidades do setor financeiro do grupo e da *razão* entre os requisitos de solvência do mesmo subsector financeiro e os requisitos de solvência totais das entidades do setor financeiro do grupo *excederem ambos 10%* (artigo 2.º/14/a)/iii), artigo 2.º/14/b)/iii) e artigo 3.º/2 da Diretiva; artigo 3.º/2/b)/i) do Decreto-Lei)¹¹⁶. Nos termos do artigo 3.º/3 da Diretiva (também objeto de remissão no artigo 2.º/14/e) da mesma Diretiva) e do

¹¹⁵ Sendo relevante a *companhia financeira mista (mixed financial holding company)*, que nos termos do artigo 2.º/15 da Diretiva 2002/87/CE, é

“uma empresa-mãe que não seja uma entidade regulamentada, a qual, em conjunto com as suas filiais – em que pelo menos uma deve ser uma entidade regulamentada com sede estatutária na União – e outras entidades, constitui um conglomerado financeiro”.

Em regra, as entidades não regulamentadas que ocupam o topo de um conglomerado financeiro são companhias financeiras mistas – ver Michael GRUSON, «Supervision of Financial Conglomerates in the European Union», 432.

¹¹⁶ No artigo 3.º/2 da Diretiva 2002/87/CEE, ainda se estabelece que “Para calcular a média, bem como para calcular qual o sector de menor dimensão e qual o sector mais importante, o sector bancário e o sector dos serviços de in-

artigo 3.º/2/b)/ii) do Decreto-Lei, determina-se que as atividades intersetoriais consideram-se também *significativas*, se o total do balanço do subsector financeiro de menor dimensão do grupo *exceder 6 mil milhões de euros*, determinando também que, se neste caso o grupo não atingir o limite mínimo de 10%, as autoridades competentes podem decidir de comum acordo não considerar o grupo como um conglomerado financeiro ou decidir não aplicar o disposto nos artigos 7.º a 9.º, quando estas autoridades forem de opinião que a inclusão deste grupo no âmbito da Diretiva não é necessária, não é adequada ou induziria em erro relativamente aos objetivos da supervisão complementar¹¹⁷.

Nos termos do artigo 2.º/12 da Diretiva e artigo 3.º/4 do Decreto-Lei, permite-se a existência de (sub)conglomerados financeiros dentro do conglomerado financeiro, desde que esses (sub)conglomerados também reúnam as condições exigidas.

Por fim, nos termos do artigo 5.º/4 da Diretiva, prevê-se a *possibilidade de extensão da aplicação da supervisão complementar* nos

“casos em que pessoas detêm participações no capital de uma ou mais entidades regulamentadas ou têm com elas ligações de capital, ou exercem uma influência significativa sobre tais entidades sem deterem uma participação ou uma ligação de capital, com exclusão dos casos referidos nos n. os 2 e 3, as autoridades competentes relevantes determinam, de comum acordo e nos termos do direito nacional, se e em que medida as entidades regulamentadas são sujeitas a supervisão complementar e se estas constituem um conglomerado financeiro”,

mas para tal

“pelo menos uma das entidades deve ser uma das entidades regulamentadas referidas no artigo 1º e devem ser satisfeitas as condições referidas no artigo 2º, ponto 14, alínea a), subalínea ii), ou alínea b), subalínea ii), e no artigo 2º, ponto 14, alínea a), subalínea iii), ou alínea b), subalínea iii)”.

vestimento são considerados em conjunto”. Ver também artigo 3.º/3 do Decreto-Lei n.º 145/2006.

¹¹⁷ Tal como o artigo 3.º/3 da Diretiva, nos termos do artigo 3.º/3-A da Diretiva, se o limiar mínimo de 10% for atingido, mas o setor financeiro de menor dimensão tiver um balanço total não superior aos 6 mil milhões de euros, podem as autoridades competentes não considerar o grupo como conglomerado financeiro. Esta possibilidade de exclusão por parte das autoridades está também prevista no artigo 5.º do Decreto-Lei n.º 145/2006.

As autoridades competentes relevantes tomam a decisão de extensão desta supervisão tendo em conta os objetivos da supervisão complementar, nos termos previstos na Diretiva.¹¹⁸

5.2. Identificação do conglomerado financeiro

Cabe às autoridades competentes a identificação de um grupo determinado como conglomerado financeiro (artigo 4.º/1 da Diretiva e artigo 7.º/2 do Decreto-Lei).

A entidade coordenadora da supervisão tem que notificar a empresa-mãe que lidera o grupo ou, na falta de empresa-mãe, a entidade regulamentada com total de balanço mais elevado no sub-setor financeiro mais importante do grupo, de que o seu grupo foi identificado como conglomerado financeiro e da nomeação do coordenador responsável. A entidade coordenadora tem também que notificar as autoridades competentes que autorizaram as entidades regulamentadas do grupo, notificar o Comité Conjunto das autoridades reguladoras financeiras europeias e, se for o caso, notificar as autoridades competentes do Estado-Membro em que a companhia financeira mista tem a sua sede (artigo 4.º/2 da Diretiva e artigo 7.º/4 do Decreto-Lei). Cabe ao Comité Conjunto publicar e atualizar a lista oficial dos conglomerados financeiros (artigo 4.º/3 da Diretiva)¹¹⁹.

As autoridades de supervisão acabam por ter um elevado nível de discricionariedade para identificar, excluir ou incluir grupos enquanto conglomerados financeiros sujeitos à supervisão complementar. Pode ser criticável tal discricionariedade, que origina substanciais diferenças entre os Estados-Membros quanto ao âmbito de aplicação da supervisão complementar, além de poder originar distorções de concorrência¹²⁰.

¹¹⁸ Possibilidade prevista também no artigo 9.º/5 do Decreto-Lei n.º 145/2006.

¹¹⁹ A última lista é a *List of Identified Financial Conglomerates* do Joint Committee (JC 2014 071), atualizada em 11 de setembro de 2014 (disponível em <<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/15736/JC+2014+071+%28List+of+Identified+Financial+Conglomerates+2014%29.pdf>>).

¹²⁰ Sobre as críticas relativamente à discricionariedade atribuída às autoridades de supervisão, ver Michael GRUSON, «Supervision of Financial Conglomerates in the European Union», 439.

5.3. Âmbito de aplicação da supervisão prudencial complementar

O âmbito de aplicação da supervisão prudencial complementar varia consoante a entidade regulamentada: i) há entidades regulamentadas que estão sujeitas à supervisão complementar, e ii) há entidades regulamentadas que só estão sujeitas a determinadas obrigações resultantes desta supervisão. Eventualmente, podem existir entidades não regulamentadas indiretamente afetadas por esta supervisão complementar¹²¹.

Nos termos do artigo 5.º/2 da Diretiva (artigo 9.º/1 do Decreto-Lei), *estão sujeitas à supervisão complementar dos conglomerados financeiros* as entidades regulamentadas: i) que liderem o conglomerado financeiro; ii) cuja empresa-mãe seja uma companhia financeira mista com sede na União; ou iii) ligadas a outra entidade do setor financeiro por uma relação na aceção do artigo 12.º/1 da Diretiva 83/349/CEE (isto é, por relação horizontal de grupo).

Nos casos em que o (sub)conglomerado financeiro seja um subgrupo de outro conglomerado financeiro, os Estados-Membros podem aplicar as disposições do artigo 6.º a 17.º às entidades regulamentadas daquele (sub)conglomerado, sendo as referências da diretiva aos conceitos de grupo e de conglomerado financeiro, interpretadas como referência também àquele (sub)conglomerado (artigo 5.º/2 da Diretiva e artigo 9.º/2 do Decreto-Lei).

Todas as entidades regulamentadas do conglomerado financeiro também podem ser *destinatárias de obrigações resultantes da supervisão complementar* – exemplo das obrigações de adequação de fundos próprios e das obrigações relativas à concentração do risco.

Além disto, muito provavelmente a supervisão complementar irá afetar indiretamente as entidades não regulamentadas do conglomerado financeiro. É exemplo a supervisão relativa às operações intragrupo e às concentrações de riscos, cuja definição tem também

¹²¹ Sobre estas diferentes âmbitos de aplicação da supervisão complementar dos conglomerados financeiros, ver Michael GRUSON, «Supervision of Financial Conglomerates in the European Union», 439 s.

em consideração as relações das entidades regulamentadas do conglomerado com as entidades não regulamentadas¹²².

5.4. As mais importantes regras de supervisão complementar dos conglomerados financeiros

As mais importantes regras de supervisão complementar dos conglomerados financeiros são as relativas: i) à adequação do capital, ii) às operações intra-grupo, iii) às da concentração do risco, e iv) às da gestão do risco¹²³. Muitas destas regras são congruentes com os princípios de supervisão dos conglomerados financeiros estabelecidos pelo Fórum Conjunto do Comité de Basileia.

A supervisão complementar tem como base a supervisão individual de cada entidade regulamentada do conglomerado financeiro. Esta supervisão individual é depois *complementada* por uma supervisão complementar de todo o conglomerado financeiro¹²⁴.

¹²² No artigo 2.º/19 da mesma Diretiva (artigo 2.º/p) do Decreto-Lei n.º 145/2006) As *operações intragrupo* são definidas como

“todas as operações em que as entidades regulamentadas de um conglomerado financeiro recorrem directa ou indirectamente a outras empresas do mesmo grupo ou a uma pessoa singular ou colectiva ligada às empresas desse grupo por relações estreitas para cumprimento de uma obrigação, contratual ou não, e a título oneroso ou gratuito”, no artigo 2.º/18 da Diretiva 2002/87/CE (artigo 2.º/o) do Decreto-Lei n.º 145/2006). A *concentração de risco* é definida como “qualquer exposição a riscos que implique eventuais perdas suficientemente elevadas para ameaçar a solvência ou a situação financeira em geral das entidades regulamentadas de um conglomerado financeiro quer essas exposições resultem de risco de contraparte/risco de crédito, risco de investimento, risco de seguro, risco de mercado ou de outros riscos, ou de uma combinação ou interacção desses riscos”.

¹²³ Sobre a supervisão nestas áreas, ver Michael GRUSON, «Supervision of Financial Conglomerates in the European Union», 443 s. Sobre a importância desta supervisão, ver João Calvão da SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros: Direito Europeu e Português*, 50 s. É bastante relevante a cooperação entre os supervisionados e supervisores, e entre as várias entidades de supervisão, principalmente através da prestação de informações, que no Decreto-Lei n.º 145/2006 é objeto de um artigo próprio – o artigo 14.º.

¹²⁴ Esta compatibilização entre a supervisão individual com a supervisão complementar é designada “solo-plus approach to supervision” – ver Michael GRUSON, «Supervision of Financial Conglomerates in the European Union», 443.

5.4.1. Adequação dos fundos próprios ou do capital

No artigo 6.º e no Anexo I da Diretiva (artigos 11.º e 12.º e Anexo do Decreto-Lei) estão estabelecidas as regras de supervisão quanto à adequação dos fundos próprios das entidades regulamentadas do conglomerado financeiro.

Através desta supervisão visa-se eliminar qualquer atividade das entidades regulamentadas que ponha em causa a adequação dos fundos próprios face à estabilidade do conglomerado financeiro, como atividades de dupla ou múltipla utilização dos mesmos fundos e atividades de alavancagem excessiva dentro do conglomerado financeiro¹²⁵. As entidades supervisoras competentes estabelecem determinados requisitos de nível de capital que as entidades do conglomerado financeiro têm que respeitar. Estes requisitos de capital são calculados de acordo com os métodos de cálculo de solvência estabelecidos no Anexo I da Diretiva (e Anexo do Decreto-Lei).

5.4.2. Concentração de risco e gestão do risco

As normas relativas à supervisão complementar na concentração de risco estão estabelecidas no artigo 7.º e Anexo II da Diretiva e no artigo 13.º do Decreto-Lei.

A *concentração de risco* é definida no artigo 2.º/19 da Diretiva (definição esta semelhante ao artigo 2.º/p) do Decreto-Lei) como:

“qualquer exposição a riscos que implique eventuais perdas suficientemente elevadas para ameaçar a solvência ou a situação financeira em geral das entidades regulamentadas de um conglomerado financeiro quer essas exposições resultem de risco de contraparte/risco de crédito, risco de investimento, risco de seguro, risco de mercado ou de outros riscos, ou de uma combinação ou interação desses riscos”.

A concentração do risco pode ou não ameaçar a solvência ou a situação financeira do conglomerado. Uma das missões das entidades de supervisão é assegurar que no seio dos conglomerados não ocorram concentrações de riscos potencialmente prejudiciais.

¹²⁵ Existindo uma especial preocupação em garantir que as entidades do conglomerado detenham suficiente capital face aos riscos de ocorrência de situações de crise nessas entidades – ver KURITZKES – SCHUERMANN – WEINERS, *Risk Measurement, Risk Management and Capital Adequacy in Financial Conglomerates*, 13.

Por fim, é de referir a importância de a supervisão garantir que as entidades regulamentadas realizam uma boa gestão do risco e estabelecem mecanismos adequados de controlo interno (artigo 9.º da Diretiva e artigos 15.º e 16.º do Decreto-Lei).

5.4.3. Operações intragrupo

A supervisão complementar das operações intragrupo estão reguladas no artigo 8.º e no Anexo II da Diretiva, e no artigo 13.º do Decreto-Lei.

No artigo 2.º/18 da Diretiva (definição semelhante ao artigo 2.º/o) do Decreto-Lei), as *operações intragrupo* são definidas como:

“todas as operações em que as entidades regulamentadas de um conglomerado financeiro recorrem directa ou indirectamente a outras empresas do mesmo grupo ou a uma pessoa singular ou colectiva ligada às empresas desse grupo por relações estreitas para cumprimento de uma obrigação, contratual ou não, e a título oneroso ou gratuito”.

No seio de um conglomerado financeiro é incontornável a necessidade de supervisionar estas operações, que podem ser inapropriadas para a estabilidade financeira do conglomerado. Estas operações também aumentam os riscos de contágio no seio do conglomerado.

5.5. Breve referência à figura do coordenador

Na supervisão complementar dos conglomerados financeiros está estabelecida a figura do *coordenador* (artigos 10.º e 11.º da Diretiva; artigo 17.º e 18.º do Decreto-Lei)¹²⁶. Este coordenador é

¹²⁶ Sobre a figura do coordenador e a sua importância, ver João Calvão da SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros: Direito Europeu e Português*, 57; Michael GRUSON, «Supervision of Financial Conglomerates in the European Union», 450 s. Em Portugal, o coordenador é o Banco de Portugal (e não, como se poderia pensar, o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros - CNSF). O CNSF não deixa, porém, de ser relevante nesta supervisão, como entidade de coordenação entre supervisores e como entidade com funções consultivas face à atividade desenvolvida pelo Banco de Portugal (artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 228/2000, de 23 de novembro, alterado pelo Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de novembro, pelo Decreto-Lei n.º 143/2013, de 18 de outubro, e pela Lei n.º 118/2015, de 31 de agosto).

uma entidade de supervisão que tem duas grandes competências: i) *realizar as atividades de supervisão complementar do conglomerado financeiro*, como a atividade de avaliação da situação financeira do conglomerado (artigo 11.º/1/b) da Diretiva e artigo 18.º/1/b) do Decreto-Lei); avaliar a conformidade do conglomerado financeiro com as regras relativas à adequação dos fundos próprios, à concentração de riscos e às operações intragrupo (artigo 11.º/1/c) da Diretiva e artigo 18.º/1/c) do Decreto-Lei); avaliar a estrutura, organização e sistemas de controlo do conglomerado (artigo 11.º/1/d) da Diretiva e artigo 18.º/1/d) do Decreto-Lei); entre outras atividades; e ii) *coordenar as atividades de supervisão realizadas pelas várias entidades de supervisão competentes* (artigo 11.º/1/a) e e) da Diretiva e artigo 18.º/1/a) e e) do Decreto-Lei).

Além disso, o coordenador e as entidades de supervisão nacionais devem *cooperar* com as entidades de supervisão de outros Estados-Membros e com as Autoridades Europeias de Supervisão (artigos 12.º e 12.º-A da Diretiva e artigos 19.º a 22.º do Decreto-Lei)¹²⁷.

¹²⁷ Cooperação esta fundamental para o Sistema Europeu de Supervisão Financeira. Sobre este Sistema, ver João Calvão da SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros: Direito Europeu e Português*, 76 s.; Natália de Almeida MORENO, *A Reforma Institucional da Regulação Financeira no Pós-Crise*, 69 s.

Abreviaturas

ASF	Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
BdP	Banco de Portugal
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CNSF	Conselho Nacional de Supervisores Financeiros
CSC	Código das Sociedades Comerciais
EBA	European Banking Authority
EFTA	European Free Trade Association
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
ESMA	European Securities and Markets Authority
FCA	Financial Conduct Authority
FMI	Fundo Monetário Internacional
FSA	Financial Services Authority
FSB	Financial Stability Board
IMF	International Monetary Fund
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
LCFI	Large Complex Financial Institution
PRA	Prudential Regulation Authority
RGICSF	Regime Geral das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras
SIFI	Systemically Important Financial Institution
SPE	Special Purpose Entity
SPV	Special Purpose Vehicle
UE	União Europeia

Legislação

Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro, que regula o Regime Geral das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras (RGICSF), com as alterações introduzidas pelos Decretos-Leis n.ºs 246/95, de 14 de setembro; 232/96, de 5 de dezembro; 222/99, de 22 de junho; 250/2000, de 13 de outubro; 285/2001, de 3 de novembro; 201/2002, de 26 de setembro; 319/2002, de 28 de dezembro; 252/2003, de 17 de outubro; 145/2006, de 31 de julho; 104/2007, de 3 de abril; 357-A/2007, de 31 de outubro; 1/2008, de 3 de janeiro; 126/2008, de 21 de julho; e 211-A/2008, de 3 de novembro; pela Lei n.º 28/2009, de 19 de junho; pelo Decreto-Lei n.º 162/2009, de 20 de julho; pela Lei n.º 94/2009, de 1 de setembro; pelos Decretos-Leis n.ºs 317/2009, de 30 de outubro; 52/2010, de 26 de maio; e 71/2010, de 18 de junho; pela Lei n.º 36/2010, de 2 de setembro; pelo Decreto-Lei n.º 140-A/2010, de 30 de dezembro; pela Lei n.º 46/2011, de 24 de junho; pelos Decretos-Leis n.ºs 88/2011, de 20 de julho; 119/2011, de 26 de dezembro; 31-A/2012, de 10 de fevereiro; e 242/2012, de 7 de novembro; pela Lei n.º 64/2012, de 24 de dezembro; pelos Decretos-Leis n.ºs 18/2013, de 6 fevereiro; 63-A/2013, de 10 de maio; 114-A/2014, de 1 de agosto; 114-B/2014, de 4 de agosto; e 157/2014, de 24 de outubro; e pelas Leis n.ºs 16/2015, de 24 de fevereiro; e 23-A/2015, de 26 de março.

Decreto-Lei n.º 94-B/98, de 17 de abril, que regula as condições de acesso e exercício da atividade seguradora e resseguradora, com as alterações sofridas pelo Decretos-Lei n.ºs 8-C/2002, de 11 de janeiro; 169/2002, de 25 de julho; 72-A/2003, de 14 de abril; 90/2003, de 30 de abril; 251/2003, de 14 de outubro; 291/2007, de 21 de agosto; 357-A/2007, de 31 de outubro; 72/2008, de 16 de abril; 211-A/2008, de 3 de novembro; e 2/2009, de 5 de janeiro; pela Lei n.º 28/2009, de 19 de junho; pela Lei n.º 46/2011, de 24 de junho; e pelo Decreto-Lei n.º 91/2014, de 20 de junho.

- Decreto-Lei n.º 228/2000, de 23 de novembro, alterado pelo Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de novembro; pelo Decreto-Lei n.º 143/2013, de 18 de outubro; e pela Lei n.º 118/2015, de 31 de agosto, que regula o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros.
- Decreto-Lei n.º 12/2006, de 20 de janeiro, alterado pelo Decretos-Lei n.ºs 14/2006, de 31 de julho; 357-A/2007, de 31 de outubro; 180/2007, de 9 de maio; e 124/2015, de 7 de julho; e pela Lei n.º 147/2015, de 9 de setembro; e que altera o regime jurídico dos fundos de pensões e transpõe para a ordem jurídica nacional a Diretiva 2003/41/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 3 de Junho, relativa às atividades e à supervisão das instituições de realização de planos de pensões profissionais.
- Decreto-Lei n.º 145/2006, de 31 de julho, alterado pelo Decreto-Lei n.º 18/2013, de 6 de fevereiro, que transpõe para o ordenamento jurídico português a Diretiva 2002/87/CE, relativa à supervisão complementar de instituições de crédito, empresas de seguros e empresas de investimento de um conglomerado financeiro.
- Decreto-Lei n.º 1/2015, de 6 de janeiro, que aprova os estatutos da Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões.
- Decreto-Lei n.º 5/2015, de 8 de janeiro, que aprova os (novos) estatutos da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, com as alterações introduzidas pela Lei n.º 148/2015, de 9 de setembro.
- Diretiva 2002/87/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de dezembro de 2002, relativa à supervisão complementar de instituições de crédito, empresas de seguros e empresas de investimento de um conglomerado financeiro.
- Diretiva 2013/35/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento.
- Lei n.º 5/98, de 31 de janeiro, que estabelece a lei orgânica do Banco de Portugal, com alterações introduzidas pelos Decretos-Lei n.ºs 118/2001, de 17 de abril; 50/2004, de 10 de

março; 39/2007, de 20 de fevereiro; 31-A/2012, de 10 de fevereiro; e 142/2013, de 18 de outubro; e pelas Leis n.ºs 23-A/2015, de 26 de março; e 39/2015, de 25 de maio.

Documentos

Commission Staff Working Document Impact Assessment – Accompanying document to the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 98/78/EC, 2002/87/EC and 2006/48/EC as regards the supplementary supervision of financial entities in a financial conglomerate (SEC (2010) 979) (relatório disponível em <http://ec.europa.eu/smart-regulation/impact/ia_carried_out/docs/ia_2010/sec_2010_0979_en.pdf>).

Group of Ten Report on Consolidation in the Financial Sector, Working Group Report to the Governors of the Group of Ten (G10) (relatório disponível em <<http://www.bis.org/publ/gten05.pdf>>).

List of Identified Financial Conglomerates do Joint Committee (JC 2014 071), atualizada em 11 de setembro de 2014 (lista disponível em <<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/15736/JC+2014+071+%28List+of+Identified+Financial+Conglomerates+2014%29.pdf>>).

Parecer do Comité Conjunto de 2 de outubro de 2012 – “*EBA, EIOPA and ESMA’s Response to the European Commission’s Call for Advice on the Fundamental Review of the Financial Conglomerates Directive*”, JC/2012/88. Parecer disponível em <<http://www.eba.europa.eu/documents/10180/104671/JC-2012-88-FINAL--ESAs-Joint-response-to-the-COM-call-for-advice-on-fund.pdf>>.

Relatório De Larosiére de 2009, (relatório disponível em <http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de_larosiere_report_en.pdf>).

Relatório do Fórum Conjunto (Joint Forum) do Comité de Basileia (Basel Committee on Banking Supervision) de fevereiro de 2012 – “*Report on intra-group support measures*” – publicado pelo BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (relatório disponível em <<http://www.bis.org/publ/joint28.pdf>>).

Relatório do Fórum Conjunto (Joint Forum) do Comité de Basileia (Basel Committee on Banking Supervision) de setembro de 2012, sobre os “*Principles for the supervision of financial conglomerates*”, publicado pelo BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (relatório disponível em «<http://www.bis.org/publ/joint29.pdf>»).

Bibliografia

- ANTUNES, José A. Engrácia, *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, 2.^a ed., Coimbra: Almedina, 2002.
- BERGER, Allen N., DEMSETZ, Rebecca S., e STRAHAN, Philip E., «The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences and Implications for the Future», in *Journal of Banking & Finance*, volume 23/2-4 (1999).
- BLACK, Julia, «Restructuring Global and EU Financial Regulation: Character, Capacities, and Learning», in Eddy WYMEERSCH - Klaus J. HOPT – Guido FERRARINI, ed., *Financial Regulation and Supervision – A Post Crisis Analysis*, Oxford: Oxford University Press, 2012.
- BORIO, Claudio, «Implementing the macroprudential approach to financial regulation and supervision», in *The Financial Crisis and the Regulation of Finance*, ed. Christopher J. GREEN, Eric J. PENTECOST e Tom WEYMAN-JONES, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2011.
- CLAESSENS, Stijn, *Benefits and Costs on Integrated Financial Services Provision in Developing Countries*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 2003.
- CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5.^a ed., Coimbra: Almedina, 2012.
- DE NICOLÓ, Gianni, e KWAIST, Myron L, *Systemic Risk and Financial Consolidation: Are They Related?*, IMF Working Paper, 2002.
- DI GIORGIO, Giorgio, DI NOLA, Carmine, e PIATTI, Laura, *Financial Market Regulation: The Case of Italy and a Proposal for the Euro Area*, Working Papers Series, The Wharton School, University of Pennsylvania, 2000.

- FERRAN, Eilis, «Understanding the New Institutional Architecture of EU Financial Market Supervision», in *Financial Regulation and Supervision – A Post Crisis Analysis*, ed. Eddy WYMEERSCH, Klaus J. HOPT e Guido FERRARINI, 1.^a edição, Oxford University Press, Oxford, 2012.
- FILATOTCHEV, Igor, KEASEY, Kevin, SIEGEL, Donald S., e WRIGHT, Mike, *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, 1.^a edição, Oxford University Press, Oxford, 2014.
- GOODHART, Charles, «Moral hazard», in *The Financial Crisis and the Regulation of Finance*, ed. Christopher J. GREEN, Eric J. PENTECOST e Tom WEYMAN-JONES, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2011.
- GREEN, Christopher J., «“The day the music died”: the financial tsunami of 2007-09», in Christopher J. GREEN – Eric J. PENTECOST – Tom WEYMAN-JONES, ed., *The Financial Crisis and the Regulation of Finance*, Cheltenham: Edward Elgar, 2011.
- GRUSON, Michael, «Supervision of Financial Conglomerates in the European Union», in *Current Developments in Monetary and Financial Law*, vol. 4, IMF, 2005.
- GONÇALVES, Pedro, «Direito Administrativo da Regulação», in *Regulação, Electricidade e Telecomunicações – Estudos de Direito Administrativo da Regulação*, Pedro GONÇALVES, Coimbra Editora, Coimbra, 2008.
- HERRING, Richard – SCHMIDT, Reinhard H., «The economic rationale for financial regulation reconsidered: an essay in honour of David Llewellyn», in *The Financial Crisis and the Regulation of Finance*, ed. Christopher J. GREEN, Eric J. PENTECOST e Tom WEYMAN-JONES, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2011.
- - CARMASSI, Jacopo, in *The Oxford Handbook of Banking*, edited by Allen N. BERGER – Philip MOLYNEUX - John O. S. WILSON, Oxford: Oxford University Press, 2012.
- HÜPKES, Eva H. G., «The Last Frontier: Protecting Critical Functions Across Borders», in *Financial Regulation and Supervision – A Post Crisis Analysis*, ed. Eddy Eddy WYMEERSCH, Klaus J. HOPT e Guido FERRARINI, 1.^a edição, Oxford University Press, Oxford, 2012.

- KURITZKES, Andrew – SCHUERMANN, Til – WEINERS, Scott M., *Risk Measurement, Risk Management and Capital Adequacy in Financial Conglomerates*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 2002.
- LABONTE, Marc, *Systemically Important or “Too Big to Fail” Financial Institutions*”, Congressional Research Service, 2014.
- MENDES, José Alberto Correia de Oliveira Ferreira, *As Concentrações Conglomeradas – Controlo Jurídico Comunitário*, Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em Direito das Empresas, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, 2009.
- MOLONEY, Niamh, «Supervision in the Wake of the Financial Crisis: Achieving Effective “Law in Action” – A Challenge for the EU», in *Financial Regulation and Supervision – A Post Crisis Analysis*, ed. Eddy WYMEERSCH, Klaus J. HOPT e Guido FERRARINI, 1.^a edição, Oxford University Press, Oxford, 2012.
- MOREIRA, Vital, *Auto-regulação profissional e administração profissional*, Almedina, Coimbra, 1997.
- MORENO, Natália de Almeida, *A Reforma Institucional da Regulação Financeira no Pós-Crise*, Coimbra: Instituto Jurídico da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2014 (Working Paper do Boletim de Ciências Económicas, acessível em: <http://www.ij.f.d.uc.pt/publicacoes_WP BCE.html>).
- MORRISON, Alan, D., «The Economics of Capital Regulation in Financial Conglomerates», in *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, Volume 28 (3), The International Association for the Study of Insurance Economics, 2003.
- ÖTKER-ROBE, İnci – PAZARBASIOĞLU, Ceyla – BUFFA DI PERRERO, Alberto – IORGOVA, Silvia – KISINBAY, Turgut – LE LESLÉ, Vanessa – MELO, Fabiana – PODPIERA, Jiri – SACASA, Noel – SANTOS, André, *Impact of Regulatory Reforms on Large and Complex Financial Institutions*, Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund, 2010.
- PAPATHANASSIOU, Chryssa, e ZAGOURAS, Georgios, «A European Framework for Macro-Prudential Oversight», in *Financial Regulation and Supervision – A Post Crisis Analysis*, ed. Eddy WYMEERSCH, Klaus J. HOPT e Guido FERRARINI, 1.^a edição, Oxford University Press, Oxford, 2012.

- QUELHAS, José Manuel Gonçalves Santos, *Sobre as Crises Financeiras, o Risco Sistémico e a Incerteza Sistémica*, Coimbra, 2009, Dissertação de Doutoramento em Ciências Jurídico-Económicas na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra.
- *Sobre a Evolução Recente do Sistema Financeiro (Novos “Produtos Financeiros”)*, Coimbra, 1993, Dissertação de Mestrado em Ciências Económicas na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra.
- SCHILDER, Arnold - VAN LELYVELD, Iman, *Risk in Financial Conglomerates: Management and Supervision*, De Nederlandsche Bank, 2002, (Research Series Supervision, 49).
- SILVA, João Calvão da, *Banca, Bolsa e Seguros: Direito Europeu e Português*, 4.^a ed., Coimbra: Almedina, 2013.
- TAYLOR, M., *Twin Peaks: a regulatory structure for the new century*, Centre for the Study of Financial Innovation, Londres, 1995.
- VAN DEN BERGHE, Lutgart A. A., «Defining financial conglomerates – Combining economic and legal approaches», in IDEM, ed., *Financial Conglomerates: New Rules for New Players?*, Holanda: Kluwer Academic, 1995.
- WILMARTH JR., Arthur E., «The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis», *Connecticut Law Review*, 41/4 (maio de 2009).
- WORKING GROUP ON ECONOMIC CAPITAL MODELS, *Risk Measurement within Financial Conglomerates: Best Practices by Risk Type*, Research Series Supervision n.º51, De Nederlandsche Bank, 2003.
- WYMEERSCH, Eddy, «The European Financial Supervisory Authorities or ESAS», in *Financial Regulation and Supervision – A Post Crisis Analysis*, ed. Eddy WYMEERSCH, Klaus J. HOPT e Guido FERRARINI, 1.^a edição, Oxford University Press, Oxford, 2012.

