

O IMPACTO DO BREXIT NA UNIÃO FINANCEIRA EUROPEIA

THE IMPACT OF BREXIT IN THE EUROPEAN FINANCIAL UNION

Fábio da Silva Veiga¹

João Vieira dos Santos²

Resumo: Com a crise financeira mundial de 2007, verificou-se que a soberania nacional dos Estados-membros da União Europeia, em termos de políticas financeiras e monetárias não acompanhou a globalização financeira. Assim, a ausência de harmonização e uniformização das políticas financeiras, com as consequentes falhas do mercado de capitais europeu, resultou da falta de supervisão, dada a falta de um instrumento comunitário que funcionasse como um “*counterweight*” face à instabilidade do sistema. O sector bancário acabou por ser o mais afetado, com o défice de liquidez e a consequente redução na concessão de crédito bancário, promovendo irremediavelmente a crise no mercado de capitais europeus, com consequências macroeconómicas que ainda estão por estudar. A União Financeira, por via dos mercados de capitais, aparece como a próxima etapa da da integração europeia e como imprescindível para a sobrevivência da União Económica e Monetária. Esta etapa, na nossa opinião, passou a ficar em risco com o *Brexit*, a possível saída do Reino Unido da União Europeia, através do Referendo de 23 de junho de 2016. Por esse motivo, abordamos neste artigo o problema de continuação do plano da União Financeira, sem o principal Estado-membro prestador de serviços financeiros, o Reino Unido, e sem o principal centro financeiro, Londres.

¹ Professor de Direito Empresarial no *Máster en Abogacía* da Universidad Europea de Madrid. Doutor em Direito Empresarial pela Universidade de Vigo, Espanha. Professor convidado do *Master in Diritto Privado Europeo* da Università degli Studi “Mediterranea” di Reggio Calabria, Itália. Pesquisador de Direito Empresarial com Bolsa DPE/CAPES no programa de Doutorado da Universidad de Alcalá de Henares, Madrid. Presidente do Instituto Iberoamericano de Estudos Jurídicos – IBEROJUR. Mestre em Direitos dos Contratos e da Empresa pela Universidade do Minho, Portugal. Coordenador do Pós-doutorado em Direito Público da Universidade de Santiago de Compostela. E-mail: fabio.da@edu.uah.es

² Doutorando em Direito Comercial – *Faculdade de Direito da Universidade do Porto* (FDUP). Docente convidado na Faculdade de Letras da Universidade do Porto. Mestre em *Direito e Gestão* – *Universidade Católica Portuguesa* (Porto). Advogado Estagiário na Campos Ferreira, Sá Carneiro & Associados.

Palavras-chave: Brexit; União Financeira Europeia; Mercado de Capitais.

Abstract: With the global financial crisis of 2007, it was found that the national sovereignty of the Member States of the European Union in terms of financial and monetary policies did not accompany financial globalization. Thus, the lack of harmonization and uniformity of financial policies, with the consequent failures of the European capital market, resulted from the lack of supervision, given the lack of a Community instrument that would act as a “counterweight” to the instability of the system. The banking sector was the most affected, with the liquidity deficit and the consequent reduction in the granting of bank credit, hopelessly promoting the crisis in the European capital market, with macroeconomic consequences that are still to be studied. Financial Union, via capital markets, appears as the next stage of European integration and as essential for the survival of Economic and Monetary Union. This step, in our view, has come to be in jeopardy with Brexit, the possible exit from the United Kingdom of the European Union, through the referendum of June 23, 2016. For this reason, we have addressed in this article the problem of continuation of the Financial Union, without the main Member State financial services provider, the United Kingdom, and without the main financial center, London.

Key words: Brexit; European Financial Union; Capital market.

Introdução

Com o objetivo de corrigir a deficiente conjuntura económica, a Comissão Europeia implementou nos últimos anos algumas medidas com vista ao aprofundamento do processo de integração do mercado de capitais no mercado interno europeu – avanço da União Económica e Monetária, na sua vertente financeira. Os principais contributos foram: *a)* em novembro de 2014, a implementação da União Bancária; *b)* em fevereiro de 2015, o Livro Verde para a

“*Construção de uma União de Mercado de Capitais*”; c) Em setembro de 2015, o Plano de Ação para a criação de um mercado de capitais.

Tais medidas aceleraram o processo de integração dos mercados de capitais e promoveram o financiamento das PME europeias, como o investimento de longo prazo e o mercado de titularizações, de forma a responder à crise financeira global que afetou gravemente o sistema financeiro. Na vertente das falhas da supervisão financeira, a Comissão criou o *Sistema Europeu de Supervisão Financeira* (SESF), concebido como um sistema de autoridades macroprudenciais e microprudenciais descentralizado e de múltiplos níveis para garantir uma supervisão financeira coerente dentro de a União Europeia. Na supervisão macroeconómica, o SESF atribuiu às Autoridades Europeias de Supervisão e ao Comité Europeu de Risco Sistémico (JERS), organismos de supervisão que têm o repto de apoiar o processo de coordenação do trabalho desenvolvido pelas entidades reguladoras nacionais, bem como assegurar a aplicação coerente das regras comuns a nível da União Europeia.

Este plano ambicioso de harmonização e integração dos mercados de capitais só será possível se evitar, com sucesso, a fragmentação dos mercados financeiros nacionais. A União Financeira, por via dos mercados de capitais, aparece como a próxima etapa da da integração europeia e como imprescindível para a sobrevivência da União Económica e Monetária. Esta etapa, na nossa opinião, passou a ficar em risco com o *Brexit*, a possível saída do Reino Unido da União Europeia, através do Referendo de 23 de junho de 2016. Por esse motivo, abordamos neste artigo o problema de continuação do plano da União Financeira, sem o principal Estado-membro prestador de serviços financeiros, o Reino Unido, e sem o principal centro financeiro, Londres.

Destarte, começamos por analisar a evolução do mercado de capitais e o sistema bancário na Europa e nos Estados-Unidos da América para compreender as diferenças entre o modelo financeiro da Europa Continental e o modelo financeiro anglo-saxónico.

I. Os Mercados de Capitais e o Sistema Bancário na Europa e nos Estados-Unidos da América

Na Europa, os mercados, enquanto atividade económica³, desenvolveram-se muito cedo, e, como eram considerados um legado institucional da Idade Média, foram sempre bastante regulados de forma a proteger consumidores e pequenos produtores e a racionalizar recursos. Tal circunstância provocou a fomentação de cartéis por parte dos Governos europeus⁴.

Numa fase ulterior, inovações financeiras como os títulos de crédito começaram em França e nos Bancos de Bruges⁵ e Antuérpia, e despoletaram, mais tarde, a grande troca de instrumentos financeiros nas praças de Amesterdão e Londres. Foi, assim, o Reino Unido que, no início da Revolução Industrial, procurou destacar-se na internacionalização dos mercados de capitais, aproveitando a era do liberalismo e do *laissez-faire*, a era que permitiu o rápido crescimento desses mercados⁶.

No início do século XX, a emissão de obrigações do Governo americano “deu a conhecer ao público em geral o mercado dos valores mobiliários, incentivando inúmeras empresas, a partir da década de 20 do século passado a procurarem este tipo de financiamento, em desfavor dos mais tradicionais empréstimos bancários. Esta viragem, com impacto direto nas suas receitas, impeliu as instituições de crédito a penetrarem na pujante área dos instrumentos financeiros”⁷. Na crise de 1929 nos Estados- Unidos da América., foi observada uma deflação dos valores dos bens e serviços na ordem dos 25% entre 1929 e 1933, o que gerou uma crise deflacionária que teve como principal resultado uma diminuição dos valores dos créditos cedidos pelas instituições bancárias que compunham o sistema financeiro.

Após a “Grande Depressão” americana, de 1929, suscitou-se a criação do *New Deal*, “um amplo programa de intervenção na economia”⁸, sendo uma das medidas deste programa a criação de legislação federal para controlar os mercados de capitais e o sistema bancário (*Securities Act* e *Glass-Steagell Act* de 1933) e tutelar os

³ “O mercado, enquanto actividade económica, é o ponto de encontro entre vendedores e compradores”, Fernandes (1997, p. 189–199).

⁴ Cf. Casson e Lee (2011, p. 11).

⁵ “A origem do termo bolsa não está esclarecida, muito embora tradicionalmente se associe o seu aparecimento à cidade de Bruges, onde o senhor de uma nobre família Van der Bourse mandou construir um local destinado à reunião de assembleias de comerciantes, o qual estaria ornado, no seu frontispício, com o escudo das suas armas carregadas de três bolsas...”, Fernandes (1997, p. 187).

⁶ Cf. Bordo, Taylor, Williamson (2003, p. 121–127).

⁷ Barreto Menezes Cordeiro (2014, p. 567).

⁸ Domingues (2010, p. 489).

investidores (*Securities Exchange Act* de 1934), cujas principais medidas consistiram no seguinte: a criação da *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*, destinada a garantir os depósitos até um determinado montante; (a separação entre a banca de Investimento e a banca Comercial; e (a obrigatoriedade das instituições de crédito facultarem aos investidores o máximo de informação possível relativamente aos instrumentos financeiros submetidos a oferta pública⁹. Estas leis federais, que ainda se encontram em vigor, foram essenciais para uma regulação efetiva do sistema financeiro, permitindo uma fortalecimento dos mercados financeiros e do sistema bancário, e o seu conseqüente crescimento¹⁰, com destaque para a separação entre a Banca comercial e a Banca de investimento, que durante longas décadas, foi “um dos elementos mais característicos do mercado financeiro estado-unidense”¹¹.

Seguidamente, terminando a era *Bretton Woods*¹² (1945-1971), em que se procurou reerguer a Economia mundial depois das duas Grandes Guerras com a Europa a procurar a sua reconstrução na celebração dos Tratados Fundamentais das Comunidades Europeias, existiu um crescimento exponencial da mobilização de capitais¹³, destacando-se os Estados Unidos da América, que apostou fortemente na inovação financeira, através da Regulamento Q, que impôs limites máximos à taxas de juros em depósitos bancários, levando à maior procura de instrumentos dos mercados financeiros¹⁴. Ulteriormente, em 1999, o mesmo país revogou a barreira que separava a Banca de comercial e a Banca de Investimento, através do *Gramm-Leach-Bliley Act*, alcançando-se um crescimento do mundo financeiro até à data absolutamente inimaginável. O recente progresso tecnológico da engenharia financeira permitiu “a maximização da utilização de activos, quer do lado do passivo, quer do lado activo das

⁹ de Azevedo (2016, p. 5)

¹⁰ Cf. Domingues (2010, p. 489–492).

¹¹ Barreto Menezes Cordeiro (2014, p. 567); “A título de exemplo, o J.P. Morgan Bank, que à data já exercia a atividade típica da banca de investimento e da banca comercial, foi forçado a separar-se, dando origem ao Morgan Guaranty Trust Company of New York (banco comercial) e ao Morgan Stanley and Company (banco de investimento), de Azevedo (2016, p. 5)

¹² O acordo *Bretton Woods* estabeleceu um conjunto de relações comerciais, produtivas, tecnológicas e financeiras, em que se procurou iniciar um marco ordem internacional estável e regulada. “Sob o manto deste hegemonia foram reconstruídas as economias da Europa e do Japão e criadas as condições para o avanço das experiências de industrialização na periferia do capitalismo”, Belluzzo (1995, p. 14).

¹³ Um dos grandes marcos da ascensão dos mercados de capitais, foi a abertura do primeiro mercado de capitais secundário e eletrónico do mundo, em Nova Iorque, a 5 de Fevereiro de 1971, o *NASDAQ*, *vd.* Mandaloniz (2003, p. 380).

¹⁴ Anderson et al. (2015, p. 8).

empresas financeiras e não financeiras”¹⁵, passando a existir uma dinâmica holística dos operadores de mercado e uma diversificação das fontes de financiamento, aliadas à globalização da economia.

Na crise financeira de 2007/2008, o aumento das taxas de juro associadas à queda do valor do mercado imobiliário teve como consequência uma elevada quantidade de incumprimento de empréstimos. Quando o conhecimento sobre os instrumentos alternativos de investimento aumentou e as agências de *rating* demonstraram cada vez mais dúvidas quanto à qualidade dos ativos subjacentes aos mesmos, bem como ao risco associado, fez com que os investidores procurassem libertar-se daqueles instrumentos com a máxima celeridade possível. Toda a situação exposta gerou uma grave crise no mercado monetário interbancário que iria afetar o setor financeiro à escala global¹⁶. A resposta americana foi imediata com o resgate da Lehman Brothers, da Fannie Mae e da Freddie Mac, a recapitalização dos bancos e medidas fiscais, ao passo que na União Europeia a reação foi mais paulatina e focou-se numa alteração mais estrutural da supervisão financeira.

Actualmente, a Europa continua a olhar para os mercados norte-americanos como um exemplo a seguir. O objetivo das grandes empresas europeias é serem cotadas na Bolsa de Nova Iorque, implicando, por isso, uma adaptação de toda a União Europeia às normas contabilísticas, e não só, dos Estados- Unidos. A lógica do outro lado do Atlântico é, de facto, favorável para estas empresas. A privatização de todos os sectores e a flexibilização do mercado de trabalho leva a absurdos como os avanços tecnológicos que substituem o trabalho humano não favorecerem este último, com horários mais flexíveis, mas simplesmente o contrário com o bônus de salários mais baixos, preferindo-se o desemprego e a precariedade ao bem-estar social - menos salários, menos poder de compra, menos consumo, menos receitas fiscais, tudo isso explica a espiral recessiva em que nos encontramos. O crescimento económico já não significa criação de emprego. Em boa verdade, implica o oposto. Tudo isto com enormes prejuízos para o nosso Estado Social, e com enormes vantagens para, por exemplo, Fundos de Pensões privados, dos Estados- Unidos da América, que eliminam qualquer entrada de uma nova empresa nos mercados de capitais, com excepção do

¹⁵ Quelhas (2013, p. 83).

¹⁶ Cf. de Azevedo (2016, p. 5)

sector tecnológico, levando ao desaparecimento da maior parte das start-ups ao fim de um ano de existência.

Em suma, podemos dizer que existiram dois grandes modelos de sistema financeiro: O anglo-saxónico, marcado por um mercado de capitais sólido, pouca intervenção do Estado na Economia e grandes incentivos aos investidores; e o Europeu Continental com uma forte intervenção do Estado na Economia e uma influência muito forte dos Bancos no financiamento empresarial. Isto posto, consideramos que a União Financeira, ao envolver, naturalmente, os 28 países da União, incluindo o Reino Unido - a maior praça financeira da Europa encontra-se em Londres -, as reformas estruturais consistirão numa aproximação ao modelo anglo-saxónico, até porque a crise financeira afetou menos os países com este modelo.

II. O Sistema Europeu de Supervisão Financeira

Através do processo Lamfalussy, em 2010, foi criado o Sistema Europeu de Supervisão Financeira por quatro Regulamentos do Parlamento Europeu e do Conselho, a 4 de Novembro de 2010: O Regulamento (EU) nº 1092/2010, que criou o Comité Europeu do Risco Sistémico; o Regulamento (UE) nº 1093/2010, que criou a Autoridade Bancária Europeia; o Regulamento (UE) nº 1094/2010, que criou a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma; e o Regulamento (EU) nº 1095/2010, que criou a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados.

Esta criação parece ter sido uma resposta em peso da Comissão Europeia à crise financeira. É notório que “o relaxamento da regulação e da supervisão prudenciais¹⁷, em resposta à diminuição da probabilidade subjetiva de um desastre, pode contribuir para a vulnerabilidade crescente do sistema financeiro”¹⁸.

¹⁷ A supervisão prudencial, abrange as atividades e as relações dos intermediários financeiros com os clientes para garantir a estabilidade e a consistência financeira do intermediário perante os clientes, cf. Pereira (1997, p. 56). “De origem anglo-saxónica, a expressão tornou-se comum por toda a parte. Traduz-se na fiscalização do cumprimento das obrigações impostas às instituições pelas chamadas normas prudenciais que, dizendo sinteticamente, têm em vista assegurar que uma instituição seja bem gerida, designadamente no que respeita à sua solvabilidade e à sua liquidez”, Athayde, Athayde, Athayde (2009, p. 294). Morais (2015, p. 116): “Assim, no seu cerne a regulação e supervisão de instituições financeiras envolve uma dimensão prudencial dirigida ao controlo e verificação permanentes de um conjunto especial de indicadores de equilíbrio financeiro e de aferição de riscos de

Criado sobre a base de três princípios essenciais: a descentralização, a cooperação e a segmentação¹⁹, o Sistema Europeu de Supervisão Financeira é constituído, segundo o artigo 1º, nº 3, do Regulamento 1092/2010 e artigo 2º, nº 2 dos Regulamentos nºs 1093/2010, 1094/2010 e 1095/210, pelo Comité Europeu de Risco Sistémico²⁰, pelas três Autoridades de Supervisão e seu Comité Conjunto e pelas autoridades nacionais de supervisão dos Estados-membros, “num paradigma de centralização e cooperação vertical a superar a meramente horizontal”²¹.

Este modelo de regulação económica autónomo foi inspirado no Sistema norte-americano e recentemente introduzido na União Europeia, “devido a vastos programas de privatização e liberalização de múltiplos setores económicos onde predominavam antes monopólios públicos ou direitos especiais ou exclusivos do Estado”²².

Como grande novidade temos o Comité Europeu de Risco Sistémico, que é o órgão, responsável pela supervisão macroprudencial, vocacionado para lidar com os diversos setores financeiros e não dispõe de personalidade jurídica. Apesar das suas recomendações e alertas não serem vinculativos, considera-se que este órgão tem “natureza reputacional”, isto é, a capacidade de influência e de ação do Comité Europeu de Risco Sistémico reside na sua credibilidade, independência e qualidade técnica, podendo também tornar essas recomendações e alertas públicos²³.

Foram criadas, também, três autoridades europeias de regulação, com estatuto de agências comunitárias²⁴, responsáveis perante o Parlamento Europeu e o Conselho, e cada uma goza de personalidade jurídica própria, no sentido diametralmente oposto ao Comité Europeu de Risco Sistémico. Na área mobiliária, opera a *European Securities and Markets Authority (ESMA)*, a par da *European Banking Authority (EBA)*, para a área

gestão dessas instituições financeiras e uma dimensão de controlo e escrutínio da conduta de mercado dessas instituições”.

¹⁸ Guttentag e Herring (1984, p. 1378).

¹⁹ Cf. Morais (2015, p. 118).

²⁰ Encontramos a definição legal de risco sistémico, no artigo 2º, alínea c), do Regulamento (EU) nº 1092/2010: “Um risco de perturbação do sistema financeiro suscetível de ter consequências negativas graves no mercado interno e na economia real”.

²¹ Silva (2013, p. 77).

²² Morais (2015, p. 103).

²³ Cf. Terrinha (2012, p. 14).

²⁴ Explicando, eloquentemente e sucintamente, o surgimento de figuras como as entidades reguladoras independentes, Ferreira da Cunha (2015, p. 158): “A complexidade da realidade social cresce e com ela também a complexidade e quantidade de regras jurídicas. Surgiu então a necessidade de organizações especializadas em verificar o cumprimento dessas normas complexas”.

bancária, e da *European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)*, para os seguros e fundos de pensões.

Neste novo paradigma, é essencial a existência de uma grande coordenação destas autoridades devido ao esbatimento das fronteiras entre subsectores do sistema financeiro, *maxime*, o surgimento dos conglomerados financeiros. E, tendo em conta a construção da União dos Mercados de Capitais, será vital uma convergência destas Autoridades perante este ambicioso objetivo, contribuindo para melhor o funcionamento do mercado único de capitais.

A importância da Supervisão será, no entanto, não regulamentar excessivamente, impondo custos desnecessários na intermediação e acesso aos mercados²⁵, no sentido de coordenar-se com as outras prioridades do processo de construção da União dos Mercados de Capitais, controlando, ao mesmo tempo, certos riscos como o *shadow banking*, o aumento substancial das interligações financeiras, a assimetria regulatória e a excessiva pró-ciclicidade dos mercados de capitais²⁶.

Exige-se, deste modo, uma enorme coordenação destas Autoridades, porque enquanto a supervisão financeira se encontrar fragmentada, será impossível uma integração europeia dos mercados de capitais e uma transformação destes numa verdadeira alternativa ao financiamento bancário²⁷.

É indeclinável concordar com Barreto Menezes Cordeiro, quando refere que: “A crescente integração mobiliária comunitária vai levar, inevitavelmente, a uma ampliação e extensão dos poderes da *ESMA*. Sem uma autoridade de supervisão centralizadora o tão desejado mercado financeiro único não passará de uma miragem”²⁸.

III. A União Bancária

A União Bancária foi criada a 4 de Novembro de 2014, com o objetivo de reforçar a solvabilidade e liquidez dos bancos europeus, proteger os contribuintes dos resgates bancários e resolver a deficiência estrutural do sistema financeiro e que esteve, em parte, na origem da crise financeira. Foram estabelecidos 3 pilares: o

²⁵ Cf. Panait (2015, p. 3).

²⁶ Cf. Virtuoso, Gouveia, Martins (2015, p. 11)

²⁷ Cf. Buttigieg (2015, p. 35).

²⁸ Barreto Menezes Cordeiro (2015, p. 121).

Mecanismo Único de Supervisão, o Mecanismo Único de Resolução e o Conselho Único de Resolução.

O Conselho Único de Resolução é a nova autoridade, sob forma institucional de agência europeia, com “competência para as medidas de resolução²⁹ sobre todas as entidades bancárias e afins bem como as respectivas filiais sujeitas à supervisão do Banco Central Europeu (BCE) e ainda para as que compreendam instituições que desenvolvam atividades transfronteiriças, bem como nos casos em que resolução não pode ser financiada com meios apenas internos sendo necessário mobilizar recursos do fundo de resolução europeu”³⁰.

Primeiro assunto a considerar sobre a União Bancária é a sua falta de legitimidade democrática, sendo que o Parlamento Europeu apenas interveio no processo a título consultivo, numa matéria em que foram reforçados os poderes do BCE, instituição que não se sujeita a qualquer escrutínio democrático. Aliás, este problema tem sido apontado há muito tempo à União Europeia e às agências europeias. Nas palavras de Martin Shapiro: “o facto de estas agências defenderem que o que fazem é na base da legitimação técnica mostra que é negada transparência à população. Se a linguagem usada pelos técnicos, que não pode ser entendida por outros, mas é ao mesmo tempo a grande base da legitimação reclamada, então a mensagem que certamente tem de ser dada à população em geral é a de que: ‘alguém me está a dizer que não é suposto eu entender e não posso mesmo entender o que se passa no Governo...’³¹.

Outro grande problema é a promoção das concentrações bancárias, servindo a União Bancária para a oligopolização do mercado. O regime de resolução promove isto

²⁹ A resolução bancária consiste na adopção pela entidade competente de um conjunto variado de medidas visando remediar uma situação de crise bancária, de modo a assegurar a continuidade da actividade da instituição sob resolução e evitar riscos gerais ditos sistémicos, Moncada (2015, p. 9).

³⁰ Moncada (2015, p. 13–14).

³¹ Shapiro (1996, p. 104). Neste sentido, é importante referir as ideias de Robert Schiller de democratização das finanças: “A democratização da finança funciona lado a lado com a humanização da finança. Nessa medida, é importante que a finança seja humana e incorpore um conhecimento cada vez mais sofisticado da mente humana nos seus sistemas, modelos e previsões...A chave para alcançarmos os nossos objetivos e realçarmos os valores humanos é manter, e melhorar continuamente, um sistema financeiro democrático que tenha em conta a diversidade de motivos e impulsos humanos. Precisamos de um sistema que permita que as pessoas realizem negócios complexos e estimulantes em prol dos seus objetivos e que permita um escape para o nosso instinto de agressão e sede de poder. Tem de ser um sistema que redirecione os inevitáveis conflitos humanos para uma arena onde se tornem fáceis de lidar, uma arena que seja, simultaneamente, pacífica e construtiva”, Shiller (2015, p. 395–402).

mesmo, ao, por exemplo, autorizar a aquisição de bancos que estejam sobre um processo resolução, sem a necessidade de notificarem a Autoridade de Concorrência (arts. 38º e 39º da Diretiva 2014/59/EU), tendo em conta que a aquisição de um banco por outro banco, em qualquer outra circunstância, exige a autorização da Autoridade de Concorrência e a apreciação do pedido de autorização demora, normalmente, um ano.

Ademais, a União Bancária não encontra fundamento jurídico nos Tratados. Ao passo que a harmonização da supervisão prudencial, o primeiro pilar, encontra base jurídica adequada no art. 114º e no art. 127º, nº 5 do TFUE, o problema coloca-se em relação ao Mecanismo Único de Resolução, que não se encontra expressamente previsto no TFUE, sendo que o art. 114º do TFUE não confere explicitamente competências à União Europeia neste domínio. Destarte, o Mecanismo Único de Resolução pode, em *ultima ratio*, ser impugnado no Tribunal de Justiça Europeu, por falta de base jurídica adequada.

Será, também, essencial que medidas de resolução garantam a liquidação da massa insolvente pelos credores e acionistas – sendo que a distribuição das perdas pelos acionistas e credores deve ser realizada, *naturaliter*, com critérios de justiça, equidade e de previsibilidade -, pois estas medidas correspondem a intervenções unilaterais de uma autoridade pública que em tudo se aproxima de uma nacionalização, cabendo mesmo no conceito amplo de expropriação, como já deliberou o Tribunal Constitucional Alemão.

Por último, a efetivação da União Bancária carece de uma evolução da União Financeira. Por essa razão, a União Europeia iniciou a 18 de Fevereiro de 2015, o projeto: “Construção de uma União de um Mercado de Capitais”, um processo complexo composto por um conjunto de medidas.

IV. A União dos Mercados de Capitais

Uma das medidas deste projeto é o fomento de formas de investimento alternativo ao bancário, como *Business Angels*, fundos e sociedades de capital de risco e *Crowdfunding*³². A presença destas figuras ainda é muito reduzida na Europa, mas o

³² Contudo, já vários Estados-membros regulamentaram a figura, tais como a Itália, o Reino Unido, a França, a Alemanha, a Espanha e, mais recentemente, Portugal. Em Portugal, a Lei n.º 102/2015, de 24

caminho mais importante para a criação da União dos Mercados de Capitais passa pelo seu papel no investimento da inovação e da tecnologia, pois só através da inovação e tecnologia é que a União Europeia conseguirá, mais facilmente, criar riqueza e atrair capital de países terceiros, nesta nova Economia global. Um dos grandes objetivos passa também por dinamizar os mercados de capitais europeus para retirar dos balanços dos bancos o crédito malparado, permitindo-se a sua conversão em instrumentos financeiros através de sociedades veículo fora do balanço.

Esta facilitação de meios de financiamento e investimento fora do sistema bancário é uma clara aproximação ao modelo anglo-saxónico. Por exemplo, em relação a dados estatísticos do *Crowdfunding* em 2016, o investimento no Reino Unido chega aos 4 mil milhões de euros, ao passo que em França e na Alemanha, o investimento em *Crowdfunding* nestes dois países, em conjunto, não ultrapassa os 600 milhões de euros. Nesta ótica, é natural a tentativa de aproximação da Europa Continental ao Reino Unido em termos de resultados de investimento alternativo ao bancário.

Outrossim, o Plano de Ação da Construção da União dos Mercados de Capitais sublinha a importância da promoção do mercado de colocações privadas – ofertas de valores mobiliários a investidores institucionais -, onde vai ser essencial a sua regulamentação, para não corrermos o risco de estarmos perante *shadow banking*, e, consequentemente, concorrência desleal.

Outro ponto essencial na construção da União dos Mercados de Capitais foi a adoção, por parte da Comissão Europeia, em Abril de 2015, do Regulamento relativo ao Fundo Europeu de Investimento a Longo Prazo (ELTIF), criando-se um novo veículo de financiamento transfronteiras para projetos de longo prazo (por exemplo, nos domínios da energia, dos transportes e das infraestruturas de comunicação, nas infraestruturas industriais e de serviços e na habitação). É notória a grande necessidade da Europa em ter um importante volume de novos investimentos a longo prazo e sustentáveis para manter e aumentar a competitividade e assegurar a transição para uma economia mais ética e mais eficiente a nível da afetação de recursos. Tal não foi esquecido no “Plano de Ação da União dos Mercados de Capitais”,

de Agosto, aprovou o Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo (*Crowdfunding*), que entrou em vigor a 1 de Outubro de 2015. em Espanha, a *Ley de Fomento de la Financiacion Empresarial*, Ley n.º 5/2015, de 27 de Abril, no seu título V, regula, em detalhe, a atividade das Plataformas de Negociação de *Crowdfunding*.

que refere a intenção da Comissão em apoiar os investidores a tomar decisões de investimento a longo prazo com conhecimento de causa e a controlar os riscos a eles inerentes.

No mesmo sentido, será essencial promover a emissão de títulos com maturidades mais longas³³, sendo vital uma intervenção no mercado de titularizações. Devido ao facto dos mercados de capitais encontrarem-se mais desenvolvidos nos Estados Unidos da América, como descrito *supra*, houve, neste País, durante a Crise financeira de 2007, uma errada avaliação dos riscos envolvidos na concessão de crédito. No entanto, o caminho na Europa poderá ser diferente se garantirmos uma titularização simples, transparente e bem regulada³⁴.

Ultimamente, convém assinalar a importância da concorrência na construção da União dos Mercados de Capitais, nomeadamente para assegurar a liberdade de circulação de capitais, a “«quarta» liberdade constitutiva do mercado comum” (art. 26º, nº 2, do TFUE). No entanto, existe quem tenha a opinião que a defesa da concorrência e a eliminação dos obstáculos à circulação de capitais em toda a União Europeia é visto como um objetivo extremamente ambicioso, que não devia ser um de entre vários objetivos do Plano de Ação – como a simplificação dos prospectos -, arriscando-se a imo proceder devido à menor dificuldade de outros objetivos, que poderão concretizar-se no curto-prazo³⁵. Não somos da mesma opinião, pelo simples razão de considerarmos indispensável para um mercado de capitais verdadeiramente integrado a eliminação dos obstáculos que impedem a livre concorrência entre as partes³⁶, e mais relevante ainda que abolir todas as restrições à livre circulação de capitais no espaço europeu comunitário, é assegurar que a concorrência não seja falseada³⁷. “O caminho a seguir não pode deixar de ser o caminho de concorrer num mundo globalizado, de acordo com as lições não só da teoria como também da experiência, com a remoção das imperfeições do mercado e a criação das indispensáveis economias externas”³⁸.

³³ Cf. Herring (1993, p. 8).

³⁴ Brühl et al. (2015, p. 12).

³⁵ Com esta opinião, Valiante (2015, p. 1–4).

³⁶ Convergentemente, Virtuoso, Gouveia, Martins (2015, p. 8).

³⁷ Cf. Gorjão-Henriques (2014, p. 638–643).

³⁸ Porto (2009, p. 573).

Assim posto, o direito da concorrência da concorrência terá, indubitavelmente, um papel primordial na construção da União dos Mercados de Capitais, pois muitas das soluções para as figuras que referimos neste ensaio não devem ser o da sua regulamentação específica, mas antes, encontrar a sua tutela no funcionamento dos mercados e através da legislação da concorrência.

Ademais, será essencial para a integração dos mercados de capitais, que estes incluam mais concorrência, maior escolha e a custos mais reduzidos para os investidores, bem como uma distribuição mais eficiente dos riscos e uma melhor partilha dos mesmos. Mas, este panorama não é totalmente favorável, uma concorrência desregrada fará diminuir as margens de lucro das instituições financeiras para níveis pouco compatíveis com os riscos incorridos. As estratégias seguidas são múltiplas: investimentos internos, principalmente a nível tecnológico, para melhorar a capacidade de gestão interna da instituição e a sua eficiência operacional, bem como uma permanente procura de inovação e atualização de produtos financeiros, e o mais importante, a nível estrutural do mercado, uma enorme política de fusões com outras entidades comunitárias, de maneira a atingir nichos de mercado cada vez mais notórios.

A área de atuação estratégica das instituições financeiras, com o advento do movimento desregulatório, modificou-se passando de uma fuga permanente às teias regulamentares para uma concorrência, que devido às características únicas do mercado em análise, nunca será perfeita³⁹. Deste modo, a resposta comunitária a este problema foi a criação de um sistema forte de regulação e supervisão, a nível comunitário, e acertadamente, do nosso ponto de vista, porque a qualidade da supervisão será o elemento decisivo na concorrência e para a estabilidade do sistema.

V. O Impacto do Brexit

Apesar do exposto, o impacto do Referendo, de 23 de Junho de 2016, relativamente à saída do Reino Unido da União Europeia, através do ainda não acionado Artigo 50º do Tratado da União Europeia⁴⁰, é indubitavelmente notória. Mais

³⁹ Lobo (2001, p. 61).

⁴⁰ O Artigo 50º do Tratado da União Europeia dispõe o seguinte:

“1. Qualquer Estado-Membro pode decidir, em conformidade com as respectivas normas constitucionais, retirar-se da União.

ainda, com a eleição de Donald Trump como Presidente dos Estados-Unidos da América, devido às suas políticas protecionistas e de anti-globalização. Em termos políticos, as ações da Comissão Europeia, em resposta a estes acontecimentos, vão marcar o destino do projeto da União Bancária e da União dos Mercados de Capitais, e muito dependerá dos acordos comerciais que se estabelecerão pós-Brexit entre a União Europeia e o Reino Unido⁴¹.

No entanto, o eurocepticismo do Reino Unido e dos Estados-Unidos da América expõe uma divergência complexa com a União Europeia, que parece alastrar-se a outros Estados-membros, como se depreende do caso italiano de descrédito de Matteo Renzi, com a sua derrota no Referendo de alteração constitucional de 4 de Dezembro de 2016 e o crescimento nas sondagens do movimento eurocético “5 estrelas” de Beppe Grillo⁴². As próximas eleições dos Estados-membros da União Europeia serão fulcrais para o avanço de um plano de uma União Financeira que não pode coexistir com medidas protecionistas.

Esta drástica alteração também envolverá as instituições financeiras britânicas, que deixarão de ter acesso ao Passaporte Europeu, limitando assim o seu âmbito territorial de investimento. A desaplicação do Regulamento Europeu de Insolvência também implicará um desincentivo às reestruturações transfronteiriças que envolvam o Reino Unido⁴³. Neste âmbito, o Reino Unido terá que adoptar medidas mais atractivas ao comércio para evitar a deslocalização das instituições financeiras e das empresas para Frankfurt ou para Amsterdão, ou mesmo para Hong Kong ou Singapura,

2. Qualquer Estado-Membro que decida retirar-se da União notifica a sua intenção ao Conselho Europeu. Em função das orientações do Conselho Europeu, a União negocia e celebra com esse Estado um acordo que estabeleça as condições da sua saída, tendo em conta o quadro das suas futuras relações com a União. Esse acordo é negociado nos termos do n.º 3 do artigo 218.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia. O acordo é celebrado em nome da União pelo Conselho, deliberando por maioria qualificada, após aprovação do Parlamento Europeu.

3. Os Tratados deixam de ser aplicáveis ao Estado em causa a partir da data de entrada em vigor do acordo de saída ou, na falta deste, dois anos após a notificação referida no n.º 2, a menos que o Conselho Europeu, com o acordo do Estado-Membro em causa, decida, por unanimidade, prorrogar esse prazo.

4. Para efeitos dos n.os 2 e 3, o membro do Conselho Europeu e do Conselho que representa o Estado-Membro que pretende retirar-se da União não participa nas deliberações nem nas decisões do Conselho Europeu e do Conselho que lhe digam respeito. A maioria qualificada é definida nos termos da alínea b) do n.º 3 do artigo 238.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia.

5. Se um Estado que se tenha retirado da União voltar a pedir a adesão, é aplicável a esse pedido o processo referido no artigo 49.º.”

⁴¹ Neste sentido, Ringe (2018, p. 3–5).

⁴² Cf. Busch (2016, p. 3).

⁴³ Cf. Schillig (2016, p. 8).

já que as decisões judiciais britânicas não terão a mesma exigibilidade fora da União Europeia⁴⁴.

Por outro lado, essas medidas poderão complicar os objetivos da União Financeira Europeia, que terá que considerar outra abordagem para o seu crescimento. A grande desvantagem da União Europeia parece ser a perda da Financial Conduct Authority, autoridade de supervisão financeira britânica, que nos últimos tempos tem sido uma grande propulsora da confiança no investimento alternativo ao bancário no Reino Unido. A ESMA poderia aproveitar o grande *know-how* que a supervisora britânica tem neste âmbito, especialmente, no que toca à prevenção da fraude e do branqueamento de capitais nos novos negócios financeiros como o *Crowdfunding* e o capital de risco.

Ademais, a quantidade de regulamentação que surge, neste período, na União Europeia, como a dimensão da Diretiva dos Mercados dos Instrumentos Financeiros e do Regulamento dos Mercados dos Instrumentos Financeiros⁴⁵, podem complicar a compreensão da legislação, por parte dos agentes económicos, e pode gerar uma desaceleração no investimento em comparação com o Reino Unido.

Para além da resposta tardia da União Europeia à crise financeira, que já foi referida, não se transparece grande vontade em alterar o *status quo* do sistema financeiro europeu, pela análise de todas as políticas europeias que se têm implementado recentemente. A resposta à crise financeira não foi uma resposta de alteração e de correção dos erros cometidos, tendo sido apenas uma resposta de insistência no mesmo caminho e de continuação da mesma lógica de criação grandes riscos e grande alavancagem de investimento de modo aos investidores institucionais ganharem grandes lucros, em prejuízo do resto da população, tudo isto num sistema pouco democrático, em que a maioria das políticas financeiras são introduzidas por instituições que não estão sujeitas ao escrutínio democrático, apenas intervindo o Parlamento Europeu a título consultivo.

Deste modo, consideramos que terá que existir uma rutura neste plano de União Financeira, para que exista um melhor acompanhamento da população de todas estas drásticas alterações, incentivando-se, através da força dos diferentes agentes

⁴⁴ Cf. Basedow (2017, p. 16–18).

⁴⁵ Sobre a DMIF e a RMIF, *vd.* Câmara (2016, p. 50–79).

económicos, uma Europa mais unida e que consiga competir com o Reino Unido e os Estados-Unidos da América no mercado financeiro global.

Conclusão

Sempre ficou claro que, ao contrário dos Estados Unidos da América, a União Europeia não dispõe de um orçamento federal para responder de forma efetiva a choques económicos assimétricos e a concretizar a ideia de solidariedade, valor em que se funda a União Europeia, como disposto no artigo 2º do TFUE. Deste modo, consideramos que a União Financeira precisa de evoluir e incluir a solidariedade orçamental para acorrer a esses choques assimétricos das crises financeiras.

Para tanto, é essencial a prossecução da União Bancária, corrigindo as suas idiossincrasias, da União dos Mercados de Capitais e do Sistema Europeu de Supervisão Financeira. O reforço da regulação e da supervisão deve ser um dos pontos prioritários da integração europeia, em conjunto com a democratização das instituições europeias, substanciando-se numa voz mais ativa do Parlamento Europeu e de todos os cidadãos europeus no processo de decisão sobre o futuro da Europa.

É necessário, igualmente, um compromisso com uma cultura de prevenção. Deve haver dinamismo, cultura de negócio e não haver receio de investir e de apostar em novos meios de financiamento, mas nunca se deverá descurar a prevenção. Essa deve ser a prioridade, sendo, também, a supervisão determinante para a estabilidade do sistema. Por isso, o nosso apelo é que a União Europeia avance com as reformas estruturais que planeia e não dê apenas pequenos passos que são na verdade passos para atrás nos objetivos que a Europa precisa. Com o trauma inflacionista alemão e a subserviência dos Estados pequenos, sem qualquer voz, ao eixo franco-alemão, Uma crença cega nestas orientação económica da União Europeia, sem a mínima preocupação pelo interesse comum, está-se a tornar, do ponto de vista social e económico, uma verdadeira bomba relógio, da qual o Reino Unido quer ser o primeiro a salvar-se.

Referências

ANDERSON, Niki; BROOKE, Martin; HUME, Michael; KÜRTÖSIOVÁ, Miriam. A European Capital Markets Union: implications for growth and stability. Disponível em:

<<https://www.bankofengland.co.uk/financial-stability-paper/2015/a-european-capital-markets-union-implications-for-growth-and-stability>>. Acesso em: 19 jan. 2018.

ATHAYDE, Augusto de; ATHAYDE, Augusto Albuquerque; ATHAYDE, Duarte de. **Curso de direito bancário**. 2. ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2009. 605 p. ISBN 978-9723217117.

BARRETO MENEZES CORDEIRO, A. **Direito dos valores mobiliários**. Coimbra: Almedina, 2015. (Manuais Universitários). ISBN 9724063275.

BARRETO MENEZES CORDEIRO, A. Organização e supervisão dos mercados financeiros. **Revista de Direito das Sociedades, Ano VI, Número 3/4**. 1. ed., Lisboa: Almedina, 2014 (Revistas, 9780060311056). Acesso em: 18 jan. 2018, p. 565–588.

BASEDOW, Jürgen. BREXIT and business law. **China-EU Law Journal**, v. 5, 3-4, p. 101–118, 2017. doi:10.1007/s12689-017-0075-1.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados "globalizados". **Economia e sociedade: revista do Instituto de Economia da UNICAMP**, p. 11–20, 1995.

BORDO, Michael D.; TAYLOR, Alan M.; WILLIAMSON, Jeffrey G. **Globalization in historical perspective**. Chicago: University of Chicago Press, 2003. 588 p. (National Bureau of Economic Research conference report). ISBN 0226065987.

BRÜHL, Volker; GRÜNDL, Helmut; HACKETHAL, Andreas; KOTZ, Hans-Helmut; KRAHNEN, Jan Pieter; TRÖGER, Tobias. **Comments on the EU Commission's capital markets union project**, 2015. Disponível em: <<https://www.econstor.eu/bitstream/10419/110386/1/826101933.pdf>>. Acesso em: 20 nov. 2017.

BUSCH, Danny. A Capital Markets Union for a Divided Europe. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2899749>. Acesso em: 25 jan. 2018.

BUTTIGIEG, Christopher P. Governance of Securities Regulation and Supervision: Quo Vadis Europa? **Columbia Journal of European Law**, v. 21, p. 411–449, 2015. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2585453>>. Acesso em: 2 nov. 2015.

CÂMARA, Paulo. **Manual de direito dos valores mobiliários**. 3. ed. Coimbra: Almedina, 2016. 950 p. (Manuais Universitários). ISBN 9789724068138.

CASSON, Mark; LEE, John S. The Origin and Development of Markets: A Business History Perspective. **Business History Review**, v. 85, n. 1, p. 9–37, 2011. doi:10.1017/S0007680511000018.

DE AZEVEDO, Nuno Saldanha. Medidas de resolução no setor bancário: O novo paradigma da Diretiva 2014/59/EU. Disponível em: <<https://goo.gl/gAVgib>>. Acesso em: 25 jan. 2018.

DOMINGUES, Paulo de Tarso. O capital social (ou a falta dele) nos Estados Unidos da América. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto**, v. 6, p. 471–510, 2010.

FERNANDES, Ricardo Sá. O direito dos mercados em geral e o mercado de valores mobiliários em especial. In: JOSÉ FERREIRA, A. (Org.). **Direito dos valores mobiliários**, Lisboa: Lex, 1997. 464 p. ISBN 9789729495564, p. 189–199.

FERREIRA DA CUNHA, Ary. **Combate à corrupção: Da teoria à prática**. Lisboa: Quid Juris Sociedade Editora, 2015. 240 p. ISBN 9789727247127.

GORJÃO-HENRIQUES, Miguel. **Direito da União: História, Direito, Cidadania, Mercado Interno e Concorrência**. 7. ed. Coimbra: Almedina, 2014. (Manuais Universitários). ISBN 9789724055541.

GUTTENTAG, Jack; HERRING, Richard. Credit Rationing and Financial Disorder. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 5, p. 1359–1382, 1984. doi:10.2307/2327732.

HERRING, Richard. Innovations to Enhance Liquidity: Implications for Systemic Risk.

LOBO, Carlos Baptista. **Concorrência bancária?** Coimbra: Almedina, 2001. 705 p. ISBN 9789724014593.

MANDALONIZ, María García. **La financiación de las PYMES**. Cizur Menor Navarra: Thomson/Aranzadi, 2003. 513 p. (Biblioteca de derecho positivo, 258). ISBN 8497670906.

MONCADA, Luís Cabral de. Os poderes de resolução do Banco de Portugal e o Banco Espírito Santo. **Jurimat: Revista Jurídica**, n. 6, p. 99–124, 2015. Disponível em: <http://recil.grupolusofona.pt/bitstream/10437/6755/1/Os_poderes_resolucao_Banco_Portugal_Banco_Espirito_Santo.pdf>.

MORAIS, Luís Silva. Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras: Algumas questões essenciais e justificação do perímetro do regime face às especificidades da supervisão financeira. **Revista de Concorrência e Regulação: Ano V / N.º 17**, Coimbra: Almedina, 2015. ISBN 9781700058010, p. 99–137.

PANAIT, Iulian. Towards the Capital Market Union. **Hyperion Economic Journal**, v. 3, n. 2, p. 38–44, 2015.

PEREIRA, José Nunes. Regulação e supervisão dos mercados de valores mobiliários e das empresas de investimento: Alguns problemas actuais. **Boletim de Ciências Económicas**, v. 40, 1997. Disponível em: <<https://digitalis-dsp.uc.pt/handle/10316.2/26227>>. Acesso em: 23 jan. 2018.

PORTO, Manuel Carlos Lopes. **Teoria da Integração e Políticas Comunitárias: Face aos desafios da globalização**. 4. ed. Coimbra: Almedina, 2009. 750 p. ISBN 9724037797.

QUELHAS, José Manuel. **Sobre as crises financeiras, o risco sistémico e a incerteza sistemática**. Coimbra: Almedina, 2013. 674 p. (Teses de doutoramento). ISBN 9724046222.

RINGE, Wolf-Georg. The Irrelevance of Brexit for the European Financial Market. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2902715>. Acesso em: 25 jan. 2018.

SCHILLIG, Michael. Corporate Law after Brexit. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2846755>. Acesso em: 25 jan. 2018.

SHAPIRO, Martin. Agencies in the European Union: An American Perspective. **The New European Agencies**: EUI working paper, RSC no. 96/49, San Domenico: European University Institute, 1996, p. 101–104.

SHILLER, Robert J. **A Ética das Finanças**. Lisboa: Bertrand Editora, 2015. ISBN 9789722529358. Disponível em: <<https://www.bertrandeditora.pt/produtos/ficha/a-etica-das-financas/15951483>>. Acesso em: 23 jan. 2018.

SILVA, João Calvão da. **Banca, bolsa e seguros**: Direito europeu e português . Tomo I - Parte Geral. Coimbra: Almedina, 2013. 435 p. (Manuais Universitários). ISBN 9724053466.

TERRINHA, Luís Heleno. Necessidade, efectividade e legalidade da (nova) arquitectura europeia de supervisão financeira. **Revista de Ciências Empresariais e Jurídicas**, v. 21, p. 73–130, 2012. doi:10.26537/rebules.v0i21.966.

VALIANTE, Diego. Light and shadows in Europe’s new Action Plan for Capital Markets Union. ECMI Commentary No. 40/5 October 2015. Disponível em: <<http://aei.pitt.edu/67884/>>. Acesso em: 24 jan. 2018.

VEIGA, Fábio da Silva. “El gobierno de las sociedades y los derechos humanos de los stakeholders”, in: MIRANDA GONÇALVES, Rubén (Coord.). **Derechos humanos y juventud**, Santiago de Compostela: Xunta de Galicia, 2015.

VEIGA, Fábio da Silva; SILVA, Érica Guerra. “Empresa e direitos humanos: da governança corporativa à responsabilidade social”, in: **Revista Jurídica Luso-brasileira**, ano 2, n. 4, Lisboa, 2016, p. 603-631. ISSN 2183-539X.

VIRTUOSO, Tomás; GOUVEIA, Ana; MARTINS, Ana. **A União dos Mercados de Capitais: Análise Crítica**, 2015. Disponível em: <<http://www.gee.gov.pt?cfl=36179>>. Acesso em: 24 jan. 2018.