

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Faculdade de Direito

Escola de Lisboa



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

SHADOW BANKING: UMA ABORDAGEM REGULATÓRIA

Daniela Guerreiro Rodrigues

Lisboa, abril de 2019

Dissertação de Mestrado em Direito Empresarial

Sob a Orientação da Professora Doutora Ana Perestrelo de Oliveira

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Faculdade de Direito

Escola de Lisboa

SHADOW BANKING – UMA ABORDAGEM REGULATÓRIA

DISSERTAÇÃO

Para a obtenção do grau de Mestre em Direito Empresarial

Redigida por Daniela Guerreiro Rodrigues

Aluna n.º 142717042

Sob a orientação da Professora Doutora Ana Perestrelo de Oliveira

Lisboa, abril de 2019

*“Aqueles que passam por nós, não vão sós,
não nos deixam sós. Deixam um pouco de si,
levam um pouco de nós.”*

Antoine de Saint-Exupéry

Para o meu avô

Agradecimentos

Aos meus pais, as pessoas que mais amo no mundo e a quem devo tudo. Palavras não chegam para lhes agradecer por terem permitido que eu tornasse isto possível e por me amarem incondicionalmente. A minha mãe, por ser uma força da natureza e o meu pai por ser um coração doce, tornando todo este processo mais fácil.

Agradeço-lhes todos os dias a ínfima paciência, o amor, carinho, educação e o facto de nunca me terem cortado as asas, mesmo quando isso era o caminho mais fácil. Por me terem ensinado a ser tolerante, paciente, consciente, resiliente, sonhadora, mas sempre com os pés na terra. Por serem um exemplo de vida para mim e me fazerem acreditar que tudo é possível. A vocês, o meu eterno e mais sincero obrigado.

Ao Miguel, acima de tudo, pela paciência e pelo amor, por me fazer acreditar e por acreditar em mim. Por tudo o que é para mim, por me inspirar todos os dias e por fazer de mim uma melhor pessoa. Por dizer a palavra certa no momento certo e me ensinar a não duvidar de mim. Não seria metade do que sou sem ti.

À minha família, pela enorme motivação e apoio nesta etapa, e em tudo aquilo que faço.

Ao Bernardo e à Marta, que me encorajam diariamente a ser mais e melhor. Ouviram os meus lamúrios vezes sem conta, e aturaram as minhas crises ao longo deste processo, e ao longo da vida. Muito disto, é vosso também.

A todos os meus amigos e todos aqueles que acompanharam este processo, que ouviram os meus queixumes e preocupações, que aguentaram a minha ansiedade e dúvidas nestes últimos meses. A todos aqueles que de uma forma ou outra me deram alento, muito obrigada.

À Professora Doutora Ana Perestelo de Oliveira, por ter aceite este convite tão tardio, e por toda a atenção dispensada, por todo o apoio, e pela disponibilidade e amabilidade sempre demonstrada. Muito obrigada.

Por último, mas não menos importante, às minhas duas companheiras de quatro patas, Luna e Júlia, pela companhia nos momentos mais difíceis e desesperantes, nos momentos de inspiração noite fora.

MODO DE CITAR

I. A citação de monografias, nas notas de rodapé, quando citadas pela primeira será feita pela seguinte ordem: nome completo do autor (em primeiro lugar, o seu último nome), título integral da obra, volume, edição, editora, local de publicação, ano e página(s) em que se encontra a informação. Nas seguintes, quando da mesma obra se trate, será indicado o nome completo do autor seguido das abreviaturas “op.cit.”.

II. Quanto à citação das publicações periódicas, a primeira citação será feita pela seguinte ordem: nome completo do autor (último nome em primeiro lugar), título do artigo consultado, nome do periódico, ano ou volume, número, ano civil, e a indicação da página(s). Nas citações seguintes, será identificado pelo nome completo do autor seguido das abreviaturas “op.cit.”.

III. Quanto aos documentos consultados online, citar-se-á o site.

IV. Expressões em inglês serão apresentadas em itálico.

ABREVIATURAS

ABCP	Asset-Backed Commercial Paper
ABS	Asset-Backed Securities
ARM	Adjustable-rate mortgages
Art.	Artigo
BdP	Banco de Portugal
BoG	Board of Governors
CBO	Collateralized Bond Obligations
CDO	Collateralized Debt Obligations
CDS	Credit Default Swap
CE	Comissão Europeia
CERS	Comissão Europeia para o Risco Sistémico
CFPA	Consumer Financial Protection Agency
CLO	Collateralized Loan Obligations
CMVM	Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários
DL	Decreto-lei
DMIF -	Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros
DRFP I	Diretiva dos Requisitos de Fundos Próprios
EBA	European Banking Authority
Ed.	Edição
EMIR	<i>European Market Infrastructure Regulation</i>
EUA	Estados Unidos da América
FMM/MMMF	Fundos de Mercado Monetário/ Money Market Mutual Funds
FSB	Federal Stability Board
FSOC	Financial Stability Oversight Council
IB	Instituição Bancária/ Instituições Bancárias
IC	Instituição de Crédito/ Instituições de Crédito
IF	Instituição Financeira/ Instituições Financeiras
LEI	Identificador das Entidades Jurídicas
MBS	Mortgage Backed Securities
N.º	Número
Op. cit.	Obra citada

OTC	Over-the-Counter
P.	Página
PP.	Páginas
SIV	Structured Investment Vehicle
SPC	Segregated Portfolio Company
SPE	Special Purpose Entity
SPT	Special Purpose Trust
SPV	Special Purpose Vehicle
S&L	Savings and Loan Association
Vol.	Volume

Palavras-chave: sistema paralelo; intermediação de crédito; titularização; regulação; supervisão; risco sistémico

Key-words: *shadow-banking*; credit intermediation; securitization; regulation; monitoring; systemic risk

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO	9
PARTE I – Delimitação Concetual da Banca Sombra	11
2. CONCEITO	11
3. CARACERÍSTICAS	15
4. LIMITES	16
5. ENTIDADES	19
6. INSTRUMENTOS/ ATIVIDADES	20
6.1. “Securitização” /titularização	21
6.1.1. Titularização de Créditos	21
6.1.2. Credit Default Swap	25
6.2. Intermediação por meio de garantia	26
6.2.1. Hedge Funds ou Fundos de Cobertura	26
6.2.2. Money Market Mutual Funds ou Fundos de Mercado Monetário	29
6.2.3. Repurchase Agreement ou Contrato de Reporte	30
7. O SHADOW BANKING, O SISTEMA BANCÁRIO TRADICIONAL E O RISCO SISTÊMICO	32
PARTE II – PERSPETIVA EVOLUTIVA E REGULATÓRIA	33
8. EVOLUÇÃO – UM SISTEMA EM ASCENSÃO	33
9.1. O Paradigma Norte Americano	36
9.2. O Paradigma Europeu	38
9.2.1. Os desafios propostos	38
9.2.2. As medidas aplicadas	40
9.2.3. As recentes alterações introduzidas pela DMIF II	43
6. CONCLUSÃO	44
7. BIBLIOGRAFIA	49

1. INTRODUÇÃO

O sistema financeiro assume especial relevância no setor bancário, por forma a garantir quer o bom funcionamento da economia, quer a confiança dos credores.¹ No início dos anos 2000, numa posição fragilizada, as IC depararam-se com regulamentação repressiva, falta de solvabilidade² e liquidez, pelo que, conseqüentemente, não podiam recorrer a atividades que acarretassem grande risco. Os governos, bancos centrais e demais organizações internacionais adotaram medidas de reestruturação e estabilização financeira, por forma a restituir a confiança no sistema financeiro: o chamado *moral hazard*³. Abriu-se, assim, uma porta para o recurso, por parte dos investidores, a um sistema bancário paralelo.

Por forma a retirar o risco de crédito dos seus balanços, os bancos começaram a utilizar o mercado dos derivados como “escudo”, através da emissão de títulos de crédito, e da criação de veículos especiais de investimento. Correu-se o risco subjacente a esta emissão por conta das contrapartes que acreditavam que o retorno seria elevadíssimo. Este conjunto formava aquilo que se entendia como sistema bancário paralelo: instituições não bancárias, que funcionavam enquanto bancos, assumindo operações extremamente arriscadas, com elevado nível de alavancagem financeira.⁴ O problema colocou-se porque, ao contrário dos bancos extremamente regulados, estas instituições encontravam-se pouco reguladas e supervisionadas, não apresentando quaisquer garantias estatais, tal como ocorre no sistema tradicional.

¹ Esta ideia foi aliás comprovada pelo caso dos Lehman Brothers.

² A solvabilidade de uma instituição mede-se pela diferença entre o ativo e o passivo. Um caso de falta de solvabilidade é representado pelo nível de passivos superior aos ativos.

³ Na lógica do paradigma “too big to fail”, algumas entidades começaram a assumir comportamentos de governação arriscados, cientes de que os Estados não as deixariam chegar a uma situação de falência, originando, assim, o chamado moral hazard. É fácil compreender o efeito dominó decorrente: uma instituição afetada, rapidamente contagiaria outras entidades, inclusive estendendo-se a outras geografias. Afigurou-se então necessário implementar outro tipo de soluções que suprissem as insuficiências do sistema e afastassem o risco moral, o que só foi possível através da criação de regimes de resolução e recuperação das instituições de crédito.

⁴ “*Contratação de empréstimos ou utilização de instrumentos financeiros de tipo diverso para aumentar o reporte potencial de um investimento, ou seja, é o montante de dívida utilizado para financiar a empresa. Exprime, assim, a relação entre o capital próprio e o crédito aplicados numa operação de financiamento.* OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Corporate Governance*, 2.^a ed., Almedina, 2015, p. 350

Este tipo de operações, que se caracteriza pela sua enorme vulnerabilidade⁵, originou a conhecida crise dos *subprime*⁶, que teve origem nos EUA no início de 2007. É indiscutível o impacto desta em todo o mundo, levando a profundas alterações no paradigma económico até aí existente. Este evento foi o ponto de partida para a perda de confiança dos investidores, que se viram afetados pela assunção de riscos da parte de algumas entidades, na lógica do paradigma “*too big to fail*”⁷, demonstrando que se tornava imperativo proceder à regulação deste sistema

No presente trabalho, numa primeira parte propomo-nos a estudar este fenómeno, procedendo à delimitação do conceito de *shadow banking*, percorrendo as suas características, atividades e as entidades que assumem o palco neste sistema, bem como uma análise da interligação deste com o sistema bancário tradicional e, conseqüentemente, com os efeitos causados pelo risco sistémico⁸. Numa segunda parte, pretende-se analisar a evolução do mesmo, através de uma análise do ponto de vista da regulação e supervisão. Esta análise será enquadrada, e dividida entre o paradigma norte-americano e europeu, sendo que será dada uma maior ênfase a esta última realidade.

Tentaremos concluir pela melhor abordagem regulatória deste sistema, notando desde logo que esta não será feita numa perspetiva unitária, mas sim ao nível de cada um dos instrumentos estudados ao longo da presente dissertação.

⁵Vide CINTRA, Marcos António Macedo e FARHI, Maryse, *A Crise Financeira e o Global Shadow Banking System*, in *Novos Estudos – CEBRAP*, vol. 32, novembro 2008, disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-33002008000300002

⁶No verão de 2007 vários bancos anunciaram quebras nos lucros; a 15 de setembro de 2008 (sexta-feira negra) houve um agravamento culminando com a insolvência de um dos maiores bancos dos Estados Unidos: o *Lehman Brothers*. A sua origem esteve no culminar de empréstimos hipotecários de alto risco, transferência desenfreada de crédito e manutenção de taxas de juro por parte do FED, bastante reduzidas. Para um melhor entendimento vide CORDEIRO, António Menezes, *o Direito Bancário*, 6.ª edição, Almedina, Coimbra, (2016), pp. 131 ss

⁷Várias entidades assumiram comportamentos de risco, em especial estratégias de governação arriscada, pois acreditavam que os Estados não permitiriam a sua falência, assumindo todos os riscos. Não foi o que aconteceu e o efeito dominó da instituição afetada contagiou outras, estendendo-se a outras geografias.

⁸ Aquele que afeta a economia de forma geral.

PARTE I – Delimitação Concetual da Banca Sombra

2. CONCEITO

Apesar de não se chegar a um consenso junto de economistas, políticos e académicos, várias instituições tentaram definir, por meio de delimitações negativas em comparação com o sistema bancário tradicional, o conceito de *shadow banking*.⁹ O primeiro a tentar definir este conceito tão abstrato foi Paul McCulley¹⁰.

Quando este cunhou o termo, referia-se à crise¹¹ que afetava os Estados Unidos da América, e tinha como foco instituições financeiras não-bancárias que praticavam operações de transformação da maturidade do crédito. Esta delimitação negativa, referida pela primeira vez em 2007¹², no simpósio financeiro anual realizado pelo *Kansas City Federal Reserve Bank*¹³, abriu portas à tentativa de definir algo considerado por muitos como indefinível, tentativa de definição que se seguiu nos próximos anos, e que continua a marcar os debates do tema.

Dado o crescimento significativo¹⁴ do Sistema Bancário Sombra, os líderes G-20 alertaram o FSB¹⁵ para a lacuna regulatória que provinha deste novo sistema, pedindo que, para o efeito, fossem desenvolvidas recomendações para a supervisão e regulação do mesmo.¹⁶

⁹ Segundo Paulo Câmara, a discussão tem muito latente a separação entre banca comercial e de investimento típica dos EUA. Diferente amplitude é apresentada na Europa onde existe uma banca única com regras transversais a todo o sistema. Cfr. CÂMARA, Paulo, *O novo direito bancário*, Edições Almedina, 2012, pp. 29-31

¹⁰ À data, presidente da PIMCO (*Pacific Investment Management Company*)

¹¹ A crise dos *subprime* foi motivada pela concessão de empréstimos hipotecários de alto risco, provocando a queda do índice *Down Jones* – um dos principais indicadores do mercado americano.

¹² “Unlike regulated banks, who fund themselves with insured deposits, backstopped by access to the Fed’s discount window, unregulated shadow banks fund themselves with un-insured commercial paper, which may or may not be backstopped by liquidity lines from real banks. Thus, the shadow banking system is particularly vulnerable to runs – commercial paper investors refusing to re-up when their paper matures, leaving the shadow banks with a liquidity crisis.” MCCULLEY, Paul A., *Teton Reflections*, Global Central Bank Focus, PIMCO, 2007

¹³ O tema deste ano foi “*Housing, Housing Finance, and Monetary Policy*”, disponível em: <https://www.kansascityfed.org/publications/research/escp/symposiums/escp-2007>

¹⁴ Segundo o *Green Paper* da CE (2012), o FSB estimou que o sistema bancário sombra apresentou um crescimento de 21 triliões de euros de 2002 até 2010. Neste último ano, representaram aproximadamente 46 triliões de euros no último ano.

¹⁵ *Financial Stability Board* é um órgão internacional responsável pela monitorização do sistema financeiro global, proferindo recomendações sobre o mesmo. Desta forma, este órgão fortalece o sistema financeiro global e aumenta a sua estabilidade.

¹⁶ “Strengthening regulation and supervision of shadow banking: With the completion of the new standards for banks, there is a potential that regulatory gaps may emerge in the shadow banking system. Therefore,

Assim, em 2011, o FSB apresentou uma definição de *shadow banking*, como resposta ao pedido da G-20, definindo este sistema como “sistema de intermediação creditícia conformado por entidades e atividades que estão fora do sistema bancário regular”¹⁷. Para o FSB, o termo ganhou relevância, uma vez que reconhecia a importância de atividades e de entidades que atuam fora do sistema bancário tradicional. Neste mesmo documento, entendeu o FSB que a regulação deste sistema bancário devia partir de dois vértices: primeiramente, devia olhar-se, amplamente, para todas as entidades que pratiquem intermediação bancária, por forma a assegurar que se estão a cobrir todas as atividades relacionadas com o sistema bancário sombra; numa segunda fase, as autoridades reguladoras deveriam analisar o conjunto de actividades não-bancárias de intermediação de crédito em que existe transformação da maturidade/liquidez e/ou transferência de risco e/ou alavancagem financeira que comportem riscos importantes¹⁸.

Em 2012, no seio da Europa, a Comissão Europeia publicou o seu Livro Verde, proporcionando um debate público sobre o *shadow banking*, onde adotava o conceito ora apresentando pelo FSB, definindo-o como “um sistema de intermediação de crédito que envolve entidades e atividades exteriores ao sistema bancário normal”¹⁹, oferecendo, aos interessados, a possibilidade de darem a sua opinião sobre a matéria. Para a CE, este conceito definido pelo FSB assentava em dois pilares: o primeiro relacionava-se com as atividades que podiam ser praticadas pelas instituições que atuavam fora do sistema bancário; o segundo, relacionava-se com as atividades que atuavam enquanto fonte importante de financiamento do *shadow banking*. Posto isto, publicou uma lista não exaustiva das instituições e atividades enquadradas dentro deste sistema²⁰.

Em 2012, o FSB, já no cenário norte americano, formulou um novo conceito, passando, então, a ser definido enquanto “sistema de intermediação de crédito que

we called on the FSB to work in collaboration with other international standard setting bodies to develop recommendations to strengthen the regulation and oversight of the shadow banking system by mid-2011.” The Seoul Summit Document, novembro 2010, parágrafo 41

¹⁷ FSB, *Shadow Banking: Scoping the Issues – A Background Note of the Financial Stability Board*, abril de 2011, p. 2 (tradução nossa)

¹⁸ Estas são apresentadas como as principais características do sistema bancário paralelo, essenciais para poder ser classificado enquanto tal, que serão melhor explicados mais à frente neste trabalho.

¹⁹ Comissão Europeia, *Green Paper Shadow Banking*, março 2012, p. 3 (tradução nossa)

²⁰ Entidades: SPE que procediam à transformação de liquidez e maturidade (ABCP, SIV e SPV); Fundos de Mercado Monetário e outros fundos de investimento ou produtos com a característica de permitir depósito, tornando-os vulneráveis a corridas aos depósitos; Fundos de Investimento que promovem crédito e alavancagem financeira; Sociedades Financeiras que disponibilizam crédito ou procedam à transformação da maturidade e liquidez sem serem regulados enquanto bancos e Companhias de Seguros e Resseguros que garantam crédito. Actividades: titularização; empréstimo de valores mobiliários e reporte.

envolve entidades e atividades fora do sistema bancário regular, que levam a um aumento do (i) risco sistêmico²¹, especialmente por procederem a transformações de liquidez e/ou vencimento, por realizarem transferência de risco de crédito e ainda por recorrerem à alavancagem direta ou indireta, e (ii) do risco de arbitragem regulamentar.”²² Almejou-se um conceito flexível, permeável à mutação constante do sistema financeiro, que permitisse a entrada de novas atividades e entidades, considerando o crescente número de operações existentes. No documento em resposta ao Livro Verde da CE (dezembro 2012), os inquiridos mostraram preocupação com a amplitude do conceito, considerando mais prudente a sua limitação a algo mais específico, nomeadamente, devia ter-se em conta atividades que proporcionassem risco sistêmico.

Em resposta às perguntas colocadas pela Comissão Europeia, grande parte dos inquiridos consideraram que o termo “*shadow banking*” padecia de potencial indução em erro, levando a crer que se tratava de uma atividade ilícita, não regulada, traduzindo-se tal crença num enorme risco para o sistema financeiro.²³

Dentre as várias críticas apontadas, as mais relevantes reportavam à amplitude do conceito e à sua componente institucional. Primeiro, considerou-se o conceito demasiado amplo, acabando este por abranger determinadas atividades que não têm qualquer relação com o sistema bancário sombra, sendo que, muitas vezes, algumas dessas atividades já seriam reguladas e, portanto, não seriam objeto de um tratamento semelhante àquelas não reguladas. Dever-se-ia, antes, fazer uma delimitação com base no risco sistêmico e potenciais riscos relacionados com o *shadow banking*.

Em segundo lugar, a componente institucional do conceito foi alvo de inúmeras críticas.²⁴ O FSB considera, como fazendo parte das atividades na sombra, todas aquelas atividades que operam fora das instituições bancárias. Porém, grande parte das atividades realizadas no sistema bancário sombra são, também, atividades praticadas no sistema

²¹ RUBIN, Robert E., *Shadow Banking as a Source of Systemic Risk*, in *Progress and Confusion: The State of Macroeconomic Policy* editado por Olivier Blanchard, Raghuram Rajan, Kenneth Rogoff e Lawrence H. Summers, The MIT Press, Cambridge, pp. 81-86

²² FSB, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking – An Integrated Overview of Policy Recommendations*, novembro 2012, p. 3 (tradução nossa)

²³ CE, *Reponses received to the commission's Green Paper on Shadow Banking*, dezembro 2012, p. 3

²⁴ Cfr. RAFAEL DURÁ, op. cit. *apud* PRELHAZ, Mariana, *Shadow Banking*, 2015, Tese de mestrado sob a orientação do Mestre Paulo Câmara, p. 22, disponível em: <https://repositorio.ucp.pt/>

tradicional, nomeadamente, as operações de reporte, titularização de créditos e empréstimo de valores mobiliários.²⁵²⁶

Como resposta ao primeiro problema apresentado, e para chegar ao conceito acima definido, o FSB considerou que nem todas as atividades abrangidas por este conceito, dada a sua amplitude, tinham as particularidades exigidas no *Shadow Banking*. Assim, devia ter-se apenas em consideração aquelas atividades que aumentassem o risco sistémico²⁷ e/ou a arbitrariedade regulamentar²⁸.

Com base em todas estas preocupações apresentadas pelos inquiridos, o FSB reduziu o escopo deste conceito, tendo como base dois pilares²⁹: o objetivo e o funcional. O objetivo faz uma delimitação negativa das entidades, indicando que apenas se encontram no desígnio do *shadow banking* aquelas que, para além de uma atuação à margem da regulação, desenvolvam uma função de intermediação. Estas entidades são caracterizadas por receberem fundos de forma bastante semelhante ao depósito³⁰ através da transformação de liquidez, recorrendo à transformação do risco e alavancagem financeira.

Quanto ao pilar funcional, consubstancia-se em operações com vista à obtenção de fundos, que se traduzem na titularização e empréstimos de valores mobiliários³¹. Porém, emerge, aqui, um problema: não é possível elaborar uma lista exaustiva das operações abrangidas no âmbito deste sistema bancário paralelo.

Já em 2015, e num cenário mais atual, a CE apresentou um Plano de Ação para a União dos Mercados de Capitais, no qual foram apresentadas medidas respeitantes ao

²⁵ CÂMARA, Paulo, O Novo Direito Bancário, op. cit., p. 30

²⁶ Segundo ESRB, os bancos europeus encontram-se intrinsecamente interligados ao sistema bancário sombra através do fornecimento de fundos a entidades parte deste sistema paralelo, cujo índice se encontrava estabilizado nos 8% no fim de 2017, de acordo com o *EU Shadow Banking Monitor n.º 3*, de setembro de 2018.

²⁷ Para melhor entendimento cf. *Progress and confusion: the state of macroeconomic policy*, editado por BLANCHARD, OLIVER, RAJAN, RAGHURAM, FOGOFF, KENNETH e SUMMERS, LAWRENCE H., The MIT Press Cambridge, Massachusetts London England – *Shadow Banking as a Source of Systemic Risk*, RUBIN, Robert E. pp. 81-86

²⁸ Isto é, quando determinada entidade abandona a sua área de atividade para passar a atuar numa outra área, funcionalmente equivalente, sujeitas a imposições legais menos severas. Os custos associados serão tão diminutos em relação aos que teria de ter caso se sujeitasse às imposições legais, que compensa esta alteração.

²⁹ Entendimento seguido por RAFAEL DURÁ, op. cit. *apud* PRELHAZ, Mariana, op. cit. p. 22

³⁰ Estão excluídas deste âmbito as entidades de negociação de ações.

³¹ “Possibilidade de realização de vendas ou compras de valores mobiliários em mercado de bolsa com valores mobiliários emprestados por sociedades financeiras de corretagem.” Cf. RODRIGUES, Sofia Nascimento, *Os Contratos de Reporte e de Empréstimo no Código dos Valores Mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários n.º 7, 2000, p. 297

*shadow banking*³², prevendo que aplicação das mesmas termine em 2019. A 5 de fevereiro do presente ano, Conselho e Parlamento chegaram a acordo sobre qual a melhor posição a adotar quanto à melhoria do quadro regulatório atual aplicável quanto aos OTC.³³

3. CARACERÍSTICAS

O conceito de sistema paralelo, ou *shadow banking*, como já tivemos oportunidade de analisar no anterior capítulo, é delimitado pela opacidade e diversidade de atividades e entidades que fazem parte desta teia complexa, que se centram essencialmente na titularização e na *collateral intermediation*.

Esta delimitação acaba por consistir numa decomposição dos elementos caracterizadores do sistema paralelo, uma vez que se enquadram neste sistema entidades e atividades que comportem determinadas características, que serão objeto de análise. É consensual na doutrina que existem quatro aspetos essenciais na intermediação e que estes consistem nas características mais importantes deste sistema sombra.³⁴ São os seguintes:

- i. Transformação da maturidade: através de financiamento de curto prazo (como é o caso dos depósitos), para investir em ativos a longo prazo (como é o caso dos empréstimos).³⁵ JOSÉ GONZAGA³⁶ considera que se devia analisar até que ponto os passivos de curto prazo são usados para o financiamento de ativo para provisão de crédito, por da parte das IF. Esta característica torna o sistema bastante vulnerável a riscos de liquidez, uma vez que se encontram dependentes de financiamento a curto prazo e não

³² “No rescaldo da crise financeira, a UE implantou um quadro sólido e eficaz para aumentar a transparência e reduzir o risco sistémico nos mercados de derivados. Hoje chegámos a acordo sobre ajustamentos específicos que preservam todos os elementos essenciais da reforma e, ao mesmo tempo, simplificam as regras e tornam-nas mais proporcionadas.” Eugen Teodorovici, ministro das Finanças da Roménia

³³ Também conhecido por mercado de balcão. Trata-se, nas palavras de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, de “um mercado descentralizado em que os participantes negociam numa base bilateral, com ou sem intervenção do intermediário financeiro.”, OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, op. cit. p. 361

³⁴ KODRES, Laura, *What Is Shadow Banking?*, FINANCE & DEVELOPMENT, vol. 50, n.º 2, junho 2013

³⁵ FSB, *Scoping the Issues* (2011), p. 3

³⁶ Neste sentido, GONZAGA, José, *Shadow Banking – New Shadow Entities Come to Light*, 2013, in *Revista de concorrência e regulação* - Ano V. n.º 18 - Abr/Jun 2014, p. 131

detêm ativos líquidos suficientes para satisfazer as necessidades dos investidores. Num cenário de crise, tal proporciona aos investidores falta de confiança no mercado e crises de solvência.

- ii. Transformação de liquidez: semelhante à maturidade, implica o uso de passivos em espécie para comprar ativos mais difíceis de vender, como é o caso dos empréstimos. É, no fundo, uma operação de conversão de um conjunto de créditos pouco líquidos em valores mobiliários com um elevado nível de liquidez.³⁷
- iii. Alavancagem: realizada através da contratação de empréstimos ou na utilização de instrumentos que aumentem o retorno de um investimento (potencial), i.e., o montante necessário para financiar a empresa.³⁸ As atividades que realizam transformação de maturidade e liquidez representam um grande risco para a estabilidade financeira, na medida em que podemos deparar-nos com uma corrida aos balcões.
- iv. Transferência do risco de crédito: assunção do risco do originador e transferência para um colateral. No caso de transferência do risco, se o colateral não cumprir a sua obrigação, o risco é bastante elevado.

Considera-se que estas são as características mais importantes, uma vez que, a partir destas, é possível delimitar quais as entidades e atividades parte do sistema bancário sombra, que será analisado posteriormente.

4. LIMITES

A expressão *Shadow Banking* pode levar a interpretações menos felizes³⁹, assumindo que são permitidas operações ilegais. Não obstante essa aparente permissão, a realidade é que o sistema bancário sombra comporta, em si, limites: lavagem de dinheiro, evasão fiscal, financiamento ao terrorismo e financiamento à atividade criminal.⁴⁰

³⁷ FSB, Scoping the Issues (2011), p. 3

³⁸ Segundo o entendimento de OLIVERA, Ana Perestrelo, op. cit. p. 350

³⁹ Esta foi uma das principais preocupações levantadas pelos inquiridos no Livro Verde da CE: “*They argued that the current term is very broad and provides a negative connotation.*” p. 3

⁴⁰ Neste sentido cfr. LEMMA, Valerio, *The Shadow Banking System Creating Transparency in the Financial Markets*, 2016 pp. 31-36

A falta de transparência, patente no *shadow banking*, pode seduzir alguns dos agentes deste sistema a atuar às margens da lei. Muitas vezes, existe camuflagem da origem ilícita do dinheiro, ou tentativa de evitar as consequências legais de determinada atividade. Significa, isto que qualquer atividade que prossiga o branqueamento ou financiamento indevido é contrária às regras do sistema bancário sombra. A lavagem de dinheiro e financiamento terrorista acabam, muitas vezes, por se apoderar das características do sistema bancário sombra para realizar transações proibidas, através de canais alternativos de intermediação financeira.⁴¹

Dado este risco, existe uma grande necessidade de rastrear o dinheiro e estes instrumentos financeiros, que operam dentro do sistema bancário sombra. Aliás, esta medida de rastreamento foi a grande impulsionadora da necessidade de consolidar a supervisão do *shadow banking*.⁴² Uma das medidas implementadas foi a redução da circulação de dinheiro e restrição do uso da nota de 500€. ⁴³ O facto de haver esta limitação do uso de modos alternativos de financiamento, leva a necessidade de novas formas de financiamento, que satisfaçam os investidores.

Ou seja, por um lado, estes mecanismos de limitação do risco de financiamento de atividades ilegais restringem as atividades proibidas pelo *shadow banking*, mas por outro, cria nos investidores a vontade de recurso a outras formas de financiamento oferecidas pelo mercado de capitais, através de mecanismos alternativos de circulação de capital, pelo que é necessário ter cautela.⁴⁴

No entanto, a grande preocupação associada às operações na banca sombra prende-se com a redução da taxa de imposto efetiva que é almejada por aqueles que recorrem a esta forma alternativa de financiamento. Muitas vezes, traduzem-se numa

⁴¹ LEMMA, Valerio, op. cit., p. 32

⁴² Na altura pretendia-se articular esta medida com a recolha de dados e consequente entrega destes às autoridades competentes.

⁴³ “Concluding on this point, the restrictive tendency that – in order to combat money laundering and terrorism financing – reduces the cash circulation must be taken into account. Before the withdrawal of the \$10,000 note (issued by the Bank of Singapore) and the restriction for the use of the €500 note (by the ECB), we can find a generalized option for traceable forms of payment that interact not only with the common practice of settlement of transactions based on the real economy, but also with the process of financialization of enterprises.” LEMMA, Valerio, op. cit., p. 32

⁴⁴ Tendo sempre a evasão fiscal, financiamento ao terrorismo, lavagem de dinheiro e financiamento da atividade criminal como *major boundaries*.

forma de fuga ao fisco⁴⁵, considerando estas transações com parte do mercado negro, relacionado com a economia paralela.

Assim, admite-se que as operações realizadas no âmbito de *shadow banking* podem violar algumas das proibições impostas legalmente⁴⁶, como por exemplo, os empréstimos que são vendidos de um banco para um veículo (SIV ou SPV⁴⁷) e os ABCP⁴⁸.

Entende-se que as tentativas de evasão às normas do mercado regulamentado e à lei não fazem parte do sistema bancário sombra, pelo que não é isso que se pretende neste sistema. O que se pretende, através do reforço da supervisão e regulamentação europeia do *shadow banking*, é a operação deste sistema em mercado, sem intervenção das instituições de crédito tradicionais e, conseqüentemente, sem o recurso ao depósito dos consumidores.

Daqui depreende-se que, independentemente deste sistema não coadunar com as regras existentes para as restantes instituições de crédito, as operações praticadas dentro deste não são ilegais, desde que respeitem determinados parâmetros e se mantenham nos limites impostos. Será necessário encontrar uma forma de regulação e supervisão das atividades parte deste sistema⁴⁹, sem o fazer perder as mais valias que a si estão associadas, respeitando os cânones legais, através de alternativas aliantes para os intervenientes do mercado, que não vêm nos mecanismos atuais uma forma viável de financiamento, como será analisado mais à frente neste trabalho.⁵⁰

⁴⁵ Em concreto, ocultação de lucro através de transações para paraísos fiscais.

⁴⁶ Especialmente as reservadas ao sistema bancário tradicional, principalmente atividade creditícia.

⁴⁷ Structured Investment Vehicle e Special Purpose Vehicle

⁴⁸ Asset-Backed Commercial Paper, investimento a curto prazo com grande maturação.

⁴⁹ Note-se que muitas destas atividades já encontram regulação, e que adiante será analisada, porém, discute-se a sua eficácia.

⁵⁰ Entende RAFAEL DURÁ que deve abordar-se o tema *shadow banking* de dois vértices: o risco sistémico intrinsecamente patente no sistema e as vantagens que este tipo de sistema alternativo pode trazer para a banca tradicional, principalmente, através da retirada de risco da banca tradicional. DURÁ, Rafael, *Delimitación y perspectivas de regulación del setor bancario en la sombra, em La regulación del shadow banking en el contexto de la reforma del mercado financiero, 2015 apud PRELHAZ, Mariana, op. cit. p. 22*

5. ENTIDADES

Relativamente às entidades abrangidas, como vimos anteriormente, em 2012 a Comissão Europeia apresentou uma lista das entidades no escopo do *Shadow Banking*. Uma das linhas criticadas na definição provida pelo FSB foi o facto de “descrever atividades de *shadow banking* como aquelas que operaram primeiramente fora do sistema bancário”; porém, na verdade, grande parte das atividades praticadas dentro do sistema bancário sombra procedem à titularização e transformação de liquidez e maturidade.⁵¹

Assim, no seio da União Europeia foram consideradas entidades de *Shadow Banking* aquelas que procedem à i) transformação de liquidez e maturidade (SPV)⁵², ii) Fundos de Mercado Monetário e outro tipo de fundos ou produtos com características de depósito, iii) fundos de investimento que concedam crédito ou alavancagem, iv) sociedades financeiras e entidades emitentes de valores mobiliários que concedem crédito, prestam garantias de crédito ou procedem à transformação de liquidez e/ ou prazo de investimento, sem estarem sujeitas à mesma regulação que o banco, e, por fim, v) companhias de seguros e de resseguros que emitem ou garantem produtos de crédito.

Para sabermos se estamos, ou não, perante uma atividade integrante do sistema bancário sombra, temos de partir de uma abordagem funcional que desafie os serviços de intermediação creditícia de forma semelhante àquela que ocorre no sistema bancário tradicional, independentemente de estarem fora do sistema regular, para que se consiga aferir da existência ou não de regulação prudencial. Aliás, em 2013, o FSB definiu *shadow banking* como a atividade que se foca na intermediação creditícia por parte de entidades financeiras não bancárias, próxima do sistema bancário tradicional (que envolve transformação de liquidez, de maturidade e transferência do risco). Excluiu, contudo, entidades financeiras não bancárias que não envolvam transformação de liquidez e maturidade de forma significativa, e que, geralmente, não fazem parte da cadeia de intermediação, da qual são exemplo os Fundos de Pensão.

Por forma a completar esta definição, deve ter-se em conta cinco funções económicas desempenhadas por intermediários do sistema de *Shadow Banking*. Estas funções são, então: (i) gestão de veículos de investimento coletivo com características

⁵¹ Neste sentido, GONZAGA, José, *Shadow Banking – New Entities Come to Light*, 2013, in Revista de concorrência e regulação - Ano V. n.º 18 - Abr/Jun 2014

⁵² Temos por um lado veículos de investimento especiais – SIV -, e outros com fins específicos – SPV.

que os tornam suscetíveis a corridas, (ii) provisão de empréstimo que depende do financiamento de curto prazo, (iii) intermediação de atividades de mercado que depende de financiamento de curto prazo ou de financiamento garantido de ativos de clientes, (iv) facilitação da criação de crédito, e (v) intermediação de crédito baseada em securitização e financiamento de entidades financeiras.

Se as atividades não realizarem nenhuma destas funções económicas, o risco de estabilidade financeira é mínimo, mesmo que caibam dentro de uma atividade de transformação de maturidade ou liquidez, transferência de risco de crédito e alavancagem.⁵³

6. INSTRUMENTOS/ ATIVIDADES

CLAESSENS⁵⁴ considera que se deve fazer uma divisão entre as duas principais atividades parte do sistema bancário sombra, por um lado temos a titularização através de diferentes veículos, por outro temos *collateral intermediation* que compreende atividades de *hedging*⁵⁵ e recurso a empréstimo de valores mobiliários.⁵⁶

A delimitação do conceito de *shadow banking* é feito por referência a um conjunto de entidades e atividades, como analisado em momento anterior. Dentro destas atividades, faz-se especial referência a um conjunto de cinco operações que atuam no mercado de forma independente, mas que muitas vezes são implicadas em cadeias complexas. No âmbito da presente análise, serão escrutinadas apenas no âmbito do *Shadow Banking*, apresentando as vantagens e desvantagens relacionadas com cada uma, e será discutida qual a sua relevância para a posterior análise da necessidade de regulação do sistema.

⁵³ KODRES, Laura E., op. cit. e ROSA, José Gonzaga, op. cit. pp. 130-132

⁵⁴CLAESSENS, Stijn, POZSAR, Zoltan, RATNOVSKI, Lev e SINGH, Manmohan, *Shadow Banking: Economics and Policy*, IMF STAFF Discussion Note, December 2012, INTERNATIONAL MONETARY FUND, p. 3

⁵⁵“Como é sabido, o “*hedging*” consiste numa estratégia de investimento que tem por objectivo específico reduzir ou eliminar o risco de outro investimento, transacção ou activo.” ANTUNES, José Engrácia, *Os “hedge funds” e o governo das sociedades*, Direito dos Valores Mobiliários, Separata do Volume IX, Coimbra Editora, 2009

⁵⁶ The two functions of the shadow banking system that are most close economically to those of traditional banks: securitization and collateral intermediation. Both assist in intermediating funds from savers to investors, and both involve risk transformation. CLAESSENS, Stijn, op. cit. p. 3

6.1. “Securitização” /titularização

6.1.1. Titularização de Créditos

A titularização de créditos⁵⁷ desenvolveu-se nos EUA nos anos 70, no seio dos mútuos hipotecários, numa tentativa de superar a crise após a Grande Depressão⁵⁸. Nos EUA, nomeadamente em *Wall Street*, revelaram-se indispensáveis até à crise de 2007, devido aos seus elevados lucros, o que levava os investidores a assumir riscos desmesurados, norteado por um grande retorno.

Uma vez que havia integral cessão de créditos⁵⁹ e transferência de risco, muitas vezes acabou por não haver rigor na concessão de crédito, esperando-se uma titularização dos mesmos e, portanto, considera-se que a titularização esteve na origem – se não foi mesmo o principal fator –, da crise iniciada em 2007.⁶⁰ A securitização, que inicialmente, tinha como objetivo proporcionar liquidez e estabilidade no mercado, começou a ser vista como uma forma de recuperar o mercado imobiliário, passando, então, a ser utilizada em tantos outros créditos, nos mais variados mercados.

Dada a sua dimensão, é considerada uma das principais causas da crise que afetou os EUA, e sistemicamente, o mercado europeu.

Em Portugal, a titularização de créditos encontra-se prevista no Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de novembro⁶¹. Constitui, nas palavras de RUBEN MARQUES⁶², um “sinal de sofisticação” dos mercados financeiros. Definidas enquanto “operações de transmissão de crédito com vista à subsequente emissão, por entidades adquirentes, de valores

⁵⁷ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA considera que “a titularização constituiu a forma mais importante de *structure finance*”. OLIVERA, Ana Perestrelo, op. cit. p. 176

⁵⁸ Iniciou-se em 1929 e perdurou pela década de 30, considerada como a pior e maior recessão económica do século XX. Teve na sua origem a retirada abrupta de depósitos causada pelo incumprimento de débitos hipotecários. Para um melhor entendimento, vide SILVA, João Calvão da, *Titularização de Créditos*, Almedina, 2003

⁵⁹ “A cessão de créditos, prevista nos arts. 577.º e ss., consiste numa forma de transmissão do crédito que opera por virtude de um negócio jurídico, normalmente um contrato celebrado entre o credor e terceiro.” MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de, *Direito das Obrigações*, Volume II, Almedina, 8.ª edição, 2011, pp. 15-16

⁶⁰ Os créditos são “empacotados” e os títulos sobre estes são divididos em tranches com diferentes riscos, que se consubstanciam em diferentes retornos, ou seja, traduz-se numa distribuição de juros “*waterfall*”. Os valores mobiliários acabam por ser divididos por tranches, sendo que se verifica uma graduação dos créditos consoante as prioridades que derivam da estrutura da própria tranche. OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, op. cit. pp. 176-177

⁶¹ Posteriormente alterado pelo DL 82/2002, 5 de abril, DL 303/2003, 5 de dezembro e DL 211-A/2008, 3 de novembro

⁶² MARQUES, Ruben, *Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime*, in Revista de Direito das Sociedades, vol. VI, n.º 3 e 4, 2014, p. 833

mobiliários destinados ao financiamento das referidas operações”, por CALVÃO DA SILVA⁶³, consistem em processos complexos, com várias etapas articuladas, e que se consubstanciam na “transformação de uma relação de natureza obrigacional num valor mobiliário”⁶⁴, i.e., através da conversão de um conjunto de créditos pouco líquidos em valores mobiliários, dá-se a transformação de liquidez.⁶⁵

Na prática, o processo de transformação consiste na agregação de um conjunto de créditos que originam uma *pool* de ativos⁶⁶; esta, é, por sua vez, cedida a uma entidade adquirente – veículo de titularização (SPV e SPE) -, que procede à emissão de valores mobiliários colateralizados pelos próprios créditos. Através da aquisição dos valores mobiliários pelos investidores, ocorre o financiamento da *pool*.⁶⁷

Quanto aos métodos⁶⁸ utilizados, podem dividir-se em três: *pass through*, *pay through* e *collateralized mortgage obligation*.

Na primeira modalidade, os subscritores tornam-se proprietários dos créditos adquiridos e objeto de securitização pelo cessionário. O originador⁶⁹ transfere o crédito para o veículo que fica, então responsável pela gestão e emissão dos títulos representativos, que, posteriormente, são subscritos e passam para a propriedade dos investidores.

Na segunda modalidade os créditos não se transferem, permanecem na titularidade do emitente, pelo que, os subscritores têm mero direito de crédito. Estes títulos são dívidas do emitente garantidas por créditos subjacentes e securitizados. Os fluxos originados por estes destinam-se ao reembolso e remuneração do capital investido pelos subscritores.⁷⁰

A terceira e última modalidade está intrinsecamente relacionada com a segunda, uma vez que são instrumentos da mesma “família”. Foram criados para combater o inconveniente destes instrumentos: a repercussão, nos subscritores, dos reembolsos antecipados dos créditos. Esta modalidade consubstancia-se em obrigações amortizáveis

⁶³ SILVA, João Calvão da, op. cit., p. 7

⁶⁴ MARQUES, Ruben, op. cit. p. 834

⁶⁵ Tal como ocorria nas operações de titularização de créditos hipotecários.

⁶⁶ Sobre o tema *vide* SILVA, João Calvão da, op. cit., p. 83

⁶⁷ SILVA, João Calvão da, op. cit., p.17 e PERESTRELO, Ana, op. cit. pp. 176-178

⁶⁸ SILVA, João Calvão da, op. cit. pp. 16-18

⁶⁹ Segundo ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, corresponde ao titular de crédito, aquele que originou o crédito. Op. cit. p. 178

⁷⁰ PERESTRELO, Ana, op. cit. p. 177

periodicamente, com várias modalidades de vencimento, como refere JOÃO CALVÃO DA SILVA.⁷¹

No cenário português, encontramos, essencialmente, dois veículos possíveis: fundos de titularização de créditos (Fundos) e sociedades de titularização de créditos⁷² (SPV e SPC e SPT).⁷³ Significa isto, nas palavras de CALVÃO SILVA, que foi intenção do legislador permitir aos interessados a escolha por um de dois modelos: ou o fundado na figura do Fundo, ou o fundado nas figuras de veículo especial, trust ou sociedade.⁷⁴

ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA⁷⁵ distingue dois tipos de titularização: a tradicional (TT) e a sintética (TS).

A primeira⁷⁶ implica transferência económica e legal das posições em risco para determinada entidade de titularização. Existe transferência dos créditos, removidos do balanço. Quanto à sintética, dá-se a divisão em tranches *“através da utilização de instrumentos derivados de crédito ou de garantias e em que as posições em risco não são retiradas do balanço da instituição cedente.”*⁷⁷ Nesta, não se transmite o crédito em si, apenas o risco inerente ao crédito associado à carteira de referência.

A sintética⁷⁸ opera a transmissão do risco inerente à carteira, i.e., os ativos permanecem no balanço. Os créditos que correspondem a esta titularização tendem a ser obrigações, originando CBO⁷⁹, ou financiamentos CLO⁸⁰, que fazem parte das CDO⁸¹.

⁷¹ SILVA, João Calvão da, op. cit. p. 18

⁷² O Decreto-lei n.º 82/2002, de 5 de abril desqualificou as sociedades de titularização de créditos enquanto sociedades financeiras, bem como passaram a ter a natureza de veículo de titularização de crédito. Em consequência destas alterações, o seu capital social foi diminuído.

⁷³ SILVA, João Calvão da, op. cit. p. 25

⁷⁴ SILVA, João Calvão da, op. cit. p. 26

⁷⁵ OLIVEIRA, Ana Perestrelo, op. cit. p. 179

⁷⁶ Também conhecida como titularização com venda real.

⁷⁷ Texto constante do Aviso n.º 7/2007 do BdP, revogado pelo Aviso n.º 5/2016

⁷⁸ Sobre o tema cf. CAMPOS, Ana Rita Almeida, *Titularização de créditos: algumas notas sobre titularização sintética*, in Revista da Banca, Lisboa, Associação Portuguesa de Bancos, n.º 60, 2005, pp. 77-92

⁷⁹ *Collateralized bond obligation* – casos em que os ativos titularizados são obrigações. OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, op. cit. p. 352

⁸⁰ *Collateralized loan obligations* – os ativos titularizados são créditos que decorrem do próprio financiamento. OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, op. cit. p. 352

⁸¹ De acordo com ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Collateralized debt obligation* são “produtos financeiros estruturados que implicam o *pooling* de ativos geradores de *cash-flows* e o seu reagrupamento em tranches, que são vendidas aos investidores. Os ativos objeto de *pooling*, que servem de colateral (daí *“collateralized”*), são essencialmente dívida (daí *“debt obligations”*). Correspondem, no fundo, a obrigações “colateralizadas” por uma carteira de referência. Os CDO são sempre produto de um processo de titularização, tradicional ou sintética (ver titularização de créditos). Ver CBOs e CLOs, modalidades de CDO. Os CDO podem ser líquidos (*cash CDO*) ou sintéticos (ver titularização sintética): neste caso o

Relativamente a quais os ativos titularizáveis, temos os ABS⁸², que não comporta exposição ao risco do negócio do emitente. O risco deste reside somente no que subjaz à *pool* de ativos titularizados, que consistem no colateral.⁸³ Os titulares estão expostos ao risco dos ativos e não do emitente. Por essa razão, o *cash flow* gerado pelos ativos serve de pagamento aos investidores. Dentro das ABS, temos as MBS, que se distinguem dos outros tipos por serem compostas por créditos hipotecários, transferidos para veículos (SPV, por exemplo), nos EUA.

Na Europa, tendencialmente, são mantidos no balanço dos emitentes, numa estrutura chamada de *Pfandbrief*.⁸⁴

No que concerne às vantagens associadas a este tipo de instrumento, o que o torna atrativo para os investidores que operam no mercado de *Shadow Banking* a principal é o facto de transformar o crédito em liquidez⁸⁵. Esta característica permite às instituições de crédito a remoção de alguns ativos do seu balanço. Para além disso, há um custo reduzido no financiamento em comparação com aquele conseguido através da banca tradicional. Também a transferência do risco é um fator bastante sedutor.

Havendo custo reduzido no financiamento para o originador, há também para o investidor, uma vez que as IC procedem à transformação da liquidez a custo reduzido, através da substituição de ativos, diversificam a sua carteira de investimentos e têm maior disponibilidade de crédito. Através do acesso direto ao mercado, exclui-se a intermediação financeira, que acarreta inúmeros custos. Como última vantagem, apresenta-se a garantia real que reforça o crédito por força do art. 63.º do DL n.º 453/99.

Não obstante as suas vantagens, deparamo-nos com uma desvantagem que poderá ser bastante dissuasora do recurso a esta operação: o risco associado, decorrente do elevado número de entidades que recorrem a este mercado. Como vimos anteriormente, a titularização é apontada como uma das principais causas da crise que vivemos em 2007.

investidor tem uma exposição económica a um conjunto de instrumentos de dívida em virtude de instrumentos derivados e não em resultado da compra de instrumentos de dívida.” OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, op. cit. p. 352.

⁸² Dentro destes temos os MBS (*Mortgage Backed Securities*), sendo que se caracterizam por ser constituídos por créditos meramente hipotecários.

⁸³ Nomeadamente, mora e incumprimento dos devedores.

⁸⁴ Com origem na Prússia estas são um tipo de obrigação hipotecária. Para um melhor entendimento vide OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, op. cit., p. 149 e Association of German Pfandbrief Banks, Pfandbrief Act (2015)

⁸⁵ Esta é, desde logo, uma característica determinante para aferir da existência ou não de atividade/entidade parte do sistema paralelo.

Tal deveu-se, sobretudo, ao risco sistémico de contágio subjacente a esta atividade, que será analisado mais aprofundadamente posteriormente.

6.1.2. Credit Default Swap

Os *credit default swap* (CDS), à semelhança do anterior instrumento analisado, e talvez por atuar muitas vezes em parilha com este, é também por muitos considerado um dos fundamentais causadores da crise de 2007. Embora existam desde o início da década de 90, mas é a J.P. Morgan & Co. a entidade à qual reportam a criação deste instrumento derivado, que constitui uma modalidade de *swap*⁸⁶, constituindo o mais importante OTC.

Nas palavras de MENEZES CORDEIRO “*surge como um derivado de um crédito: uma parte acorda, com outra, receber um valor aferido a certo crédito; se o devedor fraquejar, a parte adquirente recebe (na mesma) o valor acordado, cabendo ao devedor do CDS colmatar o que falte; se comprimir, recebe o seu valor e a contraparte beneficia do valor pago pelo comprador.*”⁸⁷ Desta forma, o comprador fica sempre protegido, quer contra a insolvência, quer contra a possibilidade de agravamento desta.

Este contrato tem em vista a proteção do investidor contra as possíveis oscilações do mercado, nomeadamente dos ativos subjacentes e possíveis situações de incumprimento, uma vez que cumpre uma função de cobertura de risco, característica do contrato de *swap*.⁸⁸

Nesta operação, o vendedor (*protection seller*) paga uma proteção para o caso de se verificarem determinadas situações previamente acordadas, que podem consistir na verificação de uma situação de insolvência, incumprimento, não pagamento, vencimento antecipado, entre outras. Como contrapartida, o comprador (*protection buyer*) paga um prémio até à verificação do evento ou termo do contrato, para o caso de o evento nunca se vir a verificar.

⁸⁶ *Swap* pode ser definido enquanto “contrato pelo qual as partes se obrigam ao pagamento recíproco e futuro de duas quantias pecuniárias, na mesma moeda ou em moedas diferentes numa ou várias datas predeterminadas, calculadas por referência a fluxos financeiros associados a um ativo monetário subjacente, geralmente uma determinada taxa de câmbio ou juro.” ANTUNES, José Engrácia, *Instrumentos Financeiros*, Almedina, 2018, p. 217

⁸⁷ CORDEIRO, António Menezes, *Direito Bancário*, 6.ª ed., Almedina, Coimbra, 2016, p. 901

⁸⁸ ESTEVES, João Cantiga, *Contratos de Swap Revisados*, in *Caderno dos Valores Mobiliários*, vol. 44, (2013), p. 72

Podem ser objeto desta operação: i) dívida pública, ii) dívida privada ou iii) produtos estruturados. É negociado verbalmente entre duas partes, proporcionando opacidade no mercado, uma vez que a informação pode não ser clara. Sendo OTC, não existe informação sobre ofertas de compra e venda.

Sendo fonte de risco sistémico, e levando a efeito dominó, comporta bastantes riscos. A queda do famoso banco *Lehman Brothers* e da seguradora AI, teve, na sua origem, CDS. Isto porque estes eram celebrados sobre obrigações objeto de titularização, créditos hipotecários que estiveram na origem da crise dos *subprime*.⁸⁹ Os CDS são negociados em mercado não regulamentado e o seu valor é dado pelo mercado, o que significa que os ratings assumem posição de grande relevância, uma vez que tal vai definir o custo de crédito associado.⁹⁰

Como grande vantagem associada temos o facto de haver transferência do risco da entidade de referência para o comprador, pelo que o capital alocado para estes efeitos poderá ser aplicado em novos investimentos, aumentando a capacidade de capital das IC.

Dada a dimensão dos CDS⁹¹ a União Europeia teve que criar o Regulamento n.º 236/2012, de 14 de março, que se debruça sobre as vendas a descoberto e determinados aspectos dos *swaps* de risco de incumprimento.

6.2. Intermediação por meio de garantia

6.2.1. Hedge Funds ou Fundos de Cobertura⁹²

Os *hedge funds* remontam a 1949, embora o seu *boom* se tivesse verificado a partir do século XXI. O seu “criador”, Alfred Winslow Jones, pretendia uma limitação do risco de mercado, cruzando *long* com *short selling*, por forma a proteger o investidor das oscilações do mercado. Visam o retorno absoluto, independentemente da situação do mercado, sendo, portanto uma forma de intervenção no mercado que comporta inúmeros

⁸⁹ The Financial Crisis Inquiry Report, *Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, 2011. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>

⁹⁰ De acordo com Menezes Cordeiro, um *rating* mau aumenta o lucro dos emitentes. CORDEIRO, António Menezes, *Direito Bancário*, op. cit. p. 902

⁹¹ Em 2016, segundo MENEZES CORDEIRO, o PIB norte-americano era de 15,684\$ triliões e o português 0,2127, sendo que os CDS representavam 60 triliões (estimado). CORDEIRO, Menezes, *O Direito Bancário*, op. cit. p. 902

⁹² Apesar da definição literal, estes não são necessariamente fundos de cobertura de risco, até porque muitas vezes as estratégias de investimento que visam retorno absoluto maximizam o risco associado.

riscos.⁹³ Este instrumento coletivo de investimento utiliza veículos de investimento, deixando os investidores todas as decisões nas mãos dos gestores. Esta particularidade comporta vantagens para os pequenos investidores uma vez que lhes permite diversificar o investimento e distribuir o risco.

Dadas as peculiaridades deste sistema, exige-se dos gestores e administradores – altamente qualificados –, uma grande capacidade de previsão e rapidez na tomada de decisão. O risco não recai no mercado, mas sim no gestor, da avaliação que este fizer do caso concreto, das circunstâncias do mercado, da percepção do gestor em detetar falhas no mercado.

O facto de não existirem, praticamente, barreiras regulamentares, e não estarem sujeitas a recurso, permite o investimento em estratégias que, à partida, estariam vedadas a um investidor de fundo comum; por exemplo, produtos financeiros exóticos, do qual são exemplo as obras de arte, vinho, ouro, petróleo, entre outros. Por isso mesmo, e devido a todo o risco associado, exige-se que o investidor, à semelhança do gestor, seja creditado, ou seja cliente qualificado.⁹⁴

O grande risco associado transpõe-se em vantagens para os gestores, pois a sua remuneração depende dos resultados obtidos através das estratégias arriscadas. Geram lucros muito elevados, e há possibilidade de investir em qualquer instrumento, sem estarem sobre a alçada da CMVM, algo que os tornou bastante apelativos para os investidores nos últimos anos.

São fonte de risco sistémico, o que decorre das práticas agressivas já enunciadas, praticadas pelos gestores, uma vez que há recurso excessivo à especulação⁹⁵ e alavancagem financeira, havendo conseqüentemente pouca transparência na operatividade do sistema.

A grande agressividade do *hedge fund* enquanto instrumento especulativo está ligada à ideia de retorno absoluto, seja qual for o estado do mercado, recorrendo excessivamente ao crédito, fragilizando as IC. Quando há aquisição de ações em sociedades cotadas, pretende-se unicamente o lucro, a qualquer custo, podendo

⁹³ McVEA, Harry, *Hedge Funds and the new regulatory agenda*, in *Legal Studies*, The Journal of the Society of Legal Scholars, University of Southampton, 2007

⁹⁴ McVEA, Harry, *op. cit.*

⁹⁵ Ocorre especulação quando há uma aposta na valorização de determinado ativo, tendo em vista a obtenção de lucro num curto espaço de tempo.

determinado investimento pôr em causa o normal funcionamento da sociedade, correndo o risco de colar a sociedade numa posição fragilizada.⁹⁶

Contudo, salvo o exposto, os *hedge funds*, ao contrário dos anteriores instrumentos, não são considerados originadores da crise de 2007. Pode, inclusivamente, proporcionar benefícios ao nível do equilíbrio de preços no âmbito de um processo de reestruturação empresarial.

A principal estratégia usada no âmbito dos *hedge funds* é a *Long/Short*, estratégia que procede à combinação de posições longas e curtas, por forma a diminuir ou até mesmo anular o risco latente no mercado.⁹⁷ Esta consiste numa operação de compra, numa de venda e uma de empréstimo. A título de exemplo, vejamos a seguinte operação:

António acha que o Banco X vai valer mais do que o Banco Y nos próximos tempos. Para poder fazer uma aposta *long/short* precisa de vender ações do Banco Y, mas não tem ações deste; assim pede-as de empréstimo e posteriormente, vende.

Com o dinheiro da venda, compra ações do Banco X, aquele que acha que vai ter valor superior, o que não acontece hoje em dia. Quando o preço destas ações sobe, vende-as em mercado, e com o dinheiro conseguido, recompra as ações do Banco Y, que desvalorizaram consideravelmente. Entrega-as de novo ao banco.

O lucro do António é a diferença entre o preço pago inicialmente e o preço pago na recompra, sendo que o seu investimento foi 0. Apesar de extremamente especulativa, se correr bem, é bastante lucrativa.

Para além desta, existem, também, estratégias de investimento direcional e baseadas em eventos.⁹⁸

Ao nível europeu, são regulados pela Diretiva 2011/61/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho, que regula os gestores de fundos de investimento alternativos. Em Portugal, foi transposta parcialmente através da Lei n.º 18/2015, de 4 de março, que regulamenta a atividade de investimento em capital de risco, em

⁹⁶ A propósito dos problemas de *Corporate Governance* relacionados com os *hedge funds*, vide ANTUNES, José Engrácia, *Os "hedge funds" e o governo das sociedades*, op. cit. pp. 41-70

⁹⁷ CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 3ª edição, 2016, pp. 838-842

⁹⁸ Cfr. CÂMARA, Paulo, op. cit. pp. 838-842

empreendedorismo social e em investimento alternativo especializado. Grande parte dos hedge funds comercializados em Portugal encontram-se em outras jurisdições.

6.2.2. Money Market Mutual Funds ou Fundos de Mercado Monetário

Os Fundos de Mercado Monetário foram definidos pela *US Securities Exchange Commission* como um “tipo de fundo mutualista no qual é obrigatório por lei investir em valores mobiliários de baixo risco”.⁹⁹ Representam investimento em dívida a curto prazo, incidindo sobre títulos do tesouro, papel comercial e certificados de depósito. A sua criação remonta ao ano de 1971, como resposta à *Regulation Q*¹⁰⁰, que apareceu para fixar taxas de juro sobre os depósitos em bancos comerciais. Oferecendo rentabilidade superior por haver distribuição de dividendos, apareceram como um novo tipo de depósito bancário, por disponibilizarem imediatamente liquidez. São regulados, nos EUA, sob o *Investment Company Act* de 1940, em particular, a Rule 2^a-7.¹⁰¹

Já na Europa, são reguladas pela Diretiva 2009/65/CE, de 13 de julho de 2009, que define os FMM como “*os instrumentos transaccionáveis normalmente negociados no mercado monetário que sejam líquidos e cujo valor possa ser determinado com exactidão em qualquer momento*”.

Dada a sua importância no mercado e financiamento da economia¹⁰², a 16 de maio de 2017, o Conselho da UE adotou um Regulamento que visa garantir o bom funcionamento do mercado de financiamento a curto prazo, nomeadamente ao nível da regulação do setor.¹⁰³ Em Portugal, estão ainda previstos no Regulamento da CMVM n.º 01/2013.

Os seus maiores investidores são as empresas, porque estes fundos disponibilizam grandes quantias a curto prazo, de forma rápida. Dada a sua similitude com o depósito, tornam-se, aos olhos das empresas, muito aliciantes. Por esta mesma razão, são as

⁹⁹ LEMMA, Valerio, op. cit. p. 75

¹⁰⁰ A *Regulation Q* foi uma regra criada pelo FSB que tinha como objetivo a proibição de pagamento de juros sobre depósitos em contas correntes, por parte dos bancos. Teve na sua origem a Lei *Glass-Steagall* de 1933 para limitar, entre outros, especulação financeira. Desta forma, acabou por e tornar numa fonte de motivação para os investidores colocarem os seus fundos em Fundos de Mercado Monetário.

¹⁰¹ Para melhor entendimento LEMMA, Valerio, op. cit. p. 75-77

¹⁰² Cerca de 1 bilião de euros.

¹⁰³ Regulamento UE 2017/1131, de 14 de junho de 2017

entidades mais *bank-like*, embora não exista proteção por fundos de garantia, como acontece nos bancos.¹⁰⁴

Apesar das inúmeras vantagens associadas, principalmente por apresentarem riscos inferiores, a sua grande dimensão torna-os permeáveis ao risco sistémico, podendo destabilizar o sistema financeiro. Essencialmente, têm a grande vantagem de distribuir o risco de crédito, bem como a sua exposição. O dito Regulamento do Conselho indica que quando do lado da procura, os FMM são “*instrumentos de gestão de tesouraria a curto prazo, que proporcionam um grau elevado de liquidez, diversificação e estabilidade do valor do capital investido, combinados com o rendimento baseado no mercado.*” Quando os preços dos ativos investidos baixam, o FMM não tem capacidade para reembolsar os investidores, e estes não podem receber apoio externo, não tendo garantias estatais. Aqui reside o seu grande risco, pelo que se impôs a necessidade de definição de regras para estes, em especial, no que respeita à composição das suas carteiras, por forma a proteger os investidores e o mercado.¹⁰⁵

6.2.3. Repurchase Agreement ou Contrato de Reporte

Os contratos de *repo* constituem uma promessa de recompra e opera através da transformação da maturidade como forma de obtenção de fundos. No direito português, estes contratos de compra e venda, nos quais o vendedor se obriga a recomprar bens equivalentes aos transmitidos, encontram previsão legal no artigo 477.º¹⁰⁶ do Código Comercial, referente ao contrato de reporte.¹⁰⁷

Quando apareceu no século XIX, a transmissão operada neste contrato visava somente prestar uma garantia ao comprador para o caso de o vendedor incumprir. O seu maior impacto e crescimento deu-se um século depois, com a admissão da aquisição de ações próprias por parte das sociedades. Existem diversos tipos que foram aparecendo devido à crescente mutação do mercado financeiro.

¹⁰⁴ ROSA, José Gonzaga, op. cit. pp. 119-120

¹⁰⁵ A base destas regras encontra-se na Diretiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho

¹⁰⁶ “*O reporte é constituído pela compra, a dinheiro de contado, de títulos de crédito negociáveis e pela revenda simultânea de títulos da mesma espécie, a termo, mas por preço determinado, sendo a compra e a revenda feitas à mesma pessoa.*”

¹⁰⁷ De acordo com RUY ENNES ULRICH, a definição adotada no Código Veiga Beirão vai beber ao Código de Comércio do Reino de Itália de 1882, no artigo 72.º. ULRICH, Ruy Ennes, *Do Reporte no Direito Comercial Portuguez*, Coimbra, 1906, pp. 17 ss.

MENEZES CORDEIRO¹⁰⁸ distingue dois tipos de reporte: o de banca, onde se pretende obter dinheiro ou assegurar de forma temporária determinados títulos; e o de bolsa, em que se visa adiar uma venda a prazo quando não se verificarem as condições previstas quanto aos títulos. Ou seja, quando não se encontre verificada a situação pretendida relativamente ao valor do título naquele momento, uma vez que esta é uma operação especulativa.

Deve ser agrupada em relação à duração, sendo qualificada em (i) *over-night*, sendo inferior a 24 horas, (ii) *term-repo*, a data da recompra é previamente estabelecida em contrato, e por fim, (iii) *open repo*, em que não se estabelece qualquer prazo.

Quanto ao número de partes, pode ser (i) *due bill* quando seja bilateral, ou (ii) *tri-party repo*, quando for trilateral. Na primeira opção, os bens permanecem com o vendedor, que os deposita numa conta. Apesar de implicar menos custos (porque não se dá transmissão), para o comprador é mais arriscado. A segunda opção é a mais comum, onde temos intervenção de um IF que fica fiduciário do bem e da quantia a pagar, uma vez que é depositado junto destes.

Dá-se a conversão do valor mobiliário em dinheiro para fazer investimento e este valor mobiliário é o colateral do crédito. Obtemos financiamento, porque o valor mobiliário é bastante líquido. São por isso usados na sua grande maioria, pelas IB e IF, bem como *pelos shadow banques*, como forma de obtenção de financiamento a curto prazo, permitindo realizar investimentos e financiamentos a longo prazo.

A grande desvantagem reside no facto de serem realizadas cadeias de *repos* que põe em causa a confiança dos consumidores, traduzindo-se em riscos para a estabilidade financeira, pois têm forte ligação ao risco sistémico. Porém, é uma fonte de obtenção de fundos alternativa aos depósitos, sendo o crédito colateralizado por valores mobiliários com alto nível de liquidez. O acesso a esta comporta custos reduzidos, traduzindo-se numa redução dos preços praticados pelos IF.

¹⁰⁸ CORDEIRO, António Menezes, *Direito Comercial*, Almedina, 3ª edição, 2012, p. 848

7. O SHADOW BANKING, O SISTEMA BANCÁRIO TRADICIONAL E O RISCO SISTÊMICO

As similitudes entre o sistema bancário tradicional e o sistema bancário sombra foram apontadas como uma das maiores críticas ao sistema bancário sombra, desde logo porque torna bastante mais difícil a complexa tarefa de caracterizar o sistema bancário sombra.

À semelhança da banca tradicional, o sistema bancário sombra envolve transformação de liquidez, de maturidade e transformação de crédito. Ao nível da transformação de maturidade, no sistema bancário tradicional esta caracteriza-se pela entrada de dinheiro através de depósitos e consequente investimento deste capital em empréstimos concedidos a longo prazo. Já no sistema dito paralelo trata-se igualmente de investimentos em produtos a longo prazo, através de fundos de curto prazo.

O grande risco subjacente a este tipo de atividade prende-se com o facto de no sistema tradicional se poder verificar uma corrida aos depósitos e é por esta razão que o sistema bancário tradicional se encontra extremamente regulado: por forma a obrigar os bancos a terem sempre solvabilidade que permita aos depositantes o levantamento do dinheiro depositado, através de exigências de capital. É verdade que tal nem sempre acontece – os depositantes não pretendem todos levantar o dinheiro ao mesmo tempo -, mas também é verdade que tal pode acontecer e por isso mesmo, e por forma a criar confiança no sistema, em especial durante crises financeiras, os Bancos Centrais desempenham um papel de extrema relevância, na medida em que funcionam como “*last resource*”, i.e., procedem à injeção de capital nestes bancos, dispondo os mesmos de uma janela de salvamento.

Contrariamente, no sistema paralelo não existe esta possibilidade de recurso aos fundos de garantia, e por isso mesmo, gozam de especial regulação, menos densa. Como já foi objeto de análise, os instrumentos utilizados neste sistema tornam-se, portanto, bastante aliciante aos olhos do próprio sistema tradicional, que acaba por actuar no sistema paralelo. O que acontece, é que os bancos atuam neste sistema, com as mesmas entidades e atividades, porém através de processos muito menos complexos.¹⁰⁹ Não será objeto deste estudo a atividade do sistema bancário tradicional, mas é importante para compreensão do mesmo, ter assente a ideia de que os instrumentos objeto de análise no

¹⁰⁹ Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 458, Poszar (2010), p. 11

ponto 6 são utilizados pelo próprio sistema bancário tradicional, embora de forma muito menos complexa, como acontece no *shadow banking*.

O grande problema coloca-se exatamente quando existe esta intromissão do sistema bancário tradicional neste tipo de atividades. Compreende-se a atratividade patente neste sistema, mas também se compreende os riscos que acarreta, e do qual é exemplo a grande crise vivida em 2007, que tem repercussões ainda nos dias de hoje.

PARTE II – PERSPETIVA EVOLUTIVA E REGULATÓRIA

8. EVOLUÇÃO – UM SISTEMA EM ASCENSÃO

Em 1913, foi assinado o *Federal Reserve Act*, pelo então presidente dos Estados Unidos, Woodrow Wilson. Pretendia-se, com este, “estabilizar o sistema financeiro através da criação de uma instituição *Federal Reserve System*, que iria servir como financiador de último recurso dos bancos”.¹¹⁰ O grande objetivo era o de evitar uma corrida aos depósitos e a consequente suspensão da atividade bancária por parte de alguns dos maiores bancos, tal como já havia acontecido no passado, nomeadamente, em 1907.

Este tornou-se manifestamente insuficiente, tal como se pode comprovar pela corrida aos depósitos ocorrida nos anos 20,¹¹¹ pelo que, em 1933, foi aprovado, pelo Congresso norte-americano, o *Glass-Steagall Act*, instituindo, assim, a *Federal Deposit Insurance Corporation*, cuja finalidade seria assegurar o reembolso dos depósitos até ao limite de 2500 dólares.¹¹²

A juntar à aprovação deste novo instituto, verificou-se, ainda, a implementação de medidas preventivas do risco em demasia, mitigando a especulação financeira, tendo aparecido, no seio dessa, a *Regulation Q*¹¹³, já abordada enquanto ponto de partida para

¹¹⁰ MARQUES, Ruben, op. cit. p. 881

¹¹¹ MARQUES, Ruben, op. cit. p. 881

¹¹² Este valor aumentou para os 100.000 dólares em 1980, atingindo o montante de 250.000 dólares em 2008.

¹¹³ GILBERT, R. Alton, *Requiem for Regulation Q: What It Did and Why It Passed Away* (1986)

o aparecimento dos MMF. Esta autorizava o FED a estabelecer taxas de juro máximas no que respeitava a depósitos junto dos bancos.¹¹⁴

Todo este cenário dificultava bastante o modo de atuação dos bancos, principalmente, no que concerne à sua competitividade; os investidores pretendiam investimentos que, embora mais arriscados, obtivessem um maior retorno, algo que seria conseguido através do recurso ao sistema bancário paralelo, que não se encontrava sujeito a todas estas regras limitadoras.¹¹⁵

Acreditava-se que a solução não passava por proceder a uma maior regulamentação do sistema paralelo, mas sim, por proceder a uma desregulação do sistema tradicional, que se encontrava extremamente regulado com os limites de capital e liquidez estabelecidos, contrariamente ao que acontecia no sistema paralelo, em que a SEC supervisionava apenas na perspetiva da proteção do investidor.¹¹⁶

Nesse sentido, procedeu-se a inúmeras alterações a nível legislativo, tendo a primeira sido aprovada em 1980, através do *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*, que procedia à revogação do limite máximo de juro a pagar pelos depósitos. Contudo, mantinha-se um problema: as receitas dos bancos e das S&L¹¹⁷ comerciais eram provenientes de hipotecas e empréstimos de longo prazo, sendo as taxas fixas nestes.

Para solucionar o problema, foi aprovado, em 1982, o *Garn.-St. Germain Act*. Pretendia-se, com este, que os bancos comerciais e os S&L tivessem acesso a outro tipo de mútuos. Conjuntamente, foram aprovadas as ARM¹¹⁸ “que permitiam que a prestação de cada mutuário flutuasse em função das taxas de juro”.¹¹⁹

No final dos anos 80, passou a ser permitido o exercício de determinadas atividades, anteriormente vedadas pelo *Glass Steagall*, sendo que, de entre as mais importantes, encontramos a que proibia as subsidiárias não bancárias das holdings dos bancos, de deter

¹¹⁴ A título de exemplo, veja-se o ocorrido após a II Guerra Mundial, altura em que se verificou drástica subida da inflação, repercutindo-se numa subida das taxas de juro, e a taxa máxima oferecida pelos bancos nos depósitos não podia ultrapassar os 6%. Cfr. MARQUES, Ruben, op. cit. p. 882

¹¹⁵ Adicionalmente, a *Securities and Exchange Commission* eliminou as comissões fixas na compra e venda de valores mobiliários, tornando os fundos mais apelativos. MARQUES, Ruben, op. cit. p. 882

¹¹⁶ MARQUES, Ruben, op. cit. p. 884

¹¹⁷ É uma instituição financeira que se especializa em receber poupanças, depósitos, e em realizar hipotecas e outros empréstimos.

¹¹⁸ Adjustable-rate mortgages - é um tipo de hipoteca em que a taxa de juro aplicada varia ao longo do empréstimo

¹¹⁹ MARQUES, Ruben, op. cit. p. 885

instrumentos financeiros vedados às instituições bancárias¹²⁰. Grande parte das medidas do *Glass Steagall* acabaram por ser eliminadas, em 1999, através do *Financial Services Modernization Act*.

Iniciava-se, assim, um novo paradigma legislativo para os bancos comerciais e a sua abertura a actividades praticadas no sistema bancário sombra.

No *Global Shadow Banking Report* de 2012, a FSB reportou que entre 2002 e 2007 este sistema bancário paralelo teve um aumento exponencial de 36 triliões de dólares, subindo exponencialmente a partir de 2011. No final de 2017, apresentava o valor de 161 triliões.¹²¹

9. RESPOSTA DADA PELOS ORDENAMENTOS JURÍDICOS

Associado ao sistema bancário paralelo temos o risco sistémico, proveniente das complexas teias de intermediação financeira que compõem este sistema. Porém, é também sabido que comporta várias vantagens, nomeadamente, no tocante à transferência dos créditos e, conseqüentemente, do seu risco, para fora dos balanços dos bancos tradicionais, por forma a obter liquidez para novos empréstimos.

São várias as vantagens associadas a este sistema, e talvez por essa mesma razão, se tenha optado por regular as actividades parte deste sistema paralelo, ao invés de o eliminar. Entende-se¹²² que se deve encontrar uma solução que concilie as vulnerabilidades trazidas pelo risco sistémico e as potencialidades deste sistema. Aliás, o modelo “*one size fits all*” não parece, de forma alguma, praticável neste sistema, de acordo com a análise realizada ao longo do presente estudo.

Segundo PAULO CÂMARA¹²³, deve haver uma supervisão integrada do sistema financeiro, posta em prática através da recolha de toda a informação sobre cada instrumento, troca de informação entra as autoridades nacionais e internacionais,

¹²⁰ Segundo dados recolhidos por RUBEN MARQUES, num momento inicial este valor era de 5%, mas 10 anos depois, no final dos anos 90, já se encontrava nos 25%.

¹²¹ “*This measure of all non-bank financial intermediation grew in 2016 at a slightly faster rate than in 2015 to an aggregate \$160 trillion.*” FSB, *Global Shadow Banking Monitoring Report*, 2017

¹²² International Monetary Fund, *Shadow Banking Around the Globe: How Large and How Risky?* (2014)

¹²³ CÂMARA, Paulo, *O Novo Direito Bancário*, ob. cit. p. 30

acompanhamento e escrutínio de cada instrumento e análise dos riscos originados durante todo o processo de intermediação, ao nível prudencial¹²⁴ e sistémico¹²⁵.

Assim, partindo do princípio de que cada atividade tem as suas especificidades e que, de igual modo, deve ter a sua regulação, proceder-se-á a uma análise separada da legislação existente num nível europeu e americano, uma vez que são realidades distintas, como já tivemos oportunidade de marcar em capítulos anteriores.

9.1. O Paradigma Norte Americano

O FSB e o G20 constituíram grupos de trabalho que originaram inúmeras recomendações determinantes para o *shadow banking*. Em 2009, começaram a ser dados os primeiros passos para a reforma do sistema financeiro nos EUA, através do *Wall Street Reform and Protection Act*, e, em 2010, foi criada uma proposta sob o nome de *Restoring American Financial Stability*; porém, não foi conseguida uma articulação entre os dois documentos, provocando incertezas no mercado. Era preciso criar um mecanismo que proporcionasse uma harmonização e interligação entre estes dois documentos, e assim, foi criado o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*¹²⁶ em 2011. Este efetivou a maior reforma do sistema financeiro, fomentando a transparência deste e determinando a extinção das entidades *too big too fail*, pois eram conhecidos os riscos que a existência de tais entidades podia causar. O *Act* fez parte da reforma legislativa levada a cabo pelo Presidente Barack Obama, em resposta à crise financeira de 2007, por forma a evitar uma crise de igual dimensão.

Pela primeira vez, nos EUA, é abordado o tema da regulação do *shadow banking*, atribuindo poderes de organização da supervisão ao FSOC e CFPB. O objetivo destes era findar tudo o que causasse distúrbios na estabilidade financeira, se fosse determinado que representasse risco sistémico. Sendo abrangidas por tal risco, ficariam submetidas ao *Board of Governors*, que dirige o banco central dos EUA, significando isto que se sujeitam às normas previstas pelo *Federal Reserve* para as restantes instituições bancárias, ou seja, passaria a ficar sujeito a regras de capital próprio e liquidez, por

¹²⁴ A um nível preventivo.

¹²⁵ A um nível global, tendo em vista uma totalidade.

¹²⁶ Mais conhecido como *Dodd-Frank Act*, procedeu a profundas alterações no regime da titularização nos EUA, por força da crise que se fez sentir a partir de 2007.

exemplo. Para além disso, proibiu-se o acesso a *hedge funds* por parte de determinadas entidades bancárias e não bancárias relevantes para o BoG, impedindo que estas entidades, que beneficiam de proteção por parte do Estado e consequentes regalias, se aproveitassem de tal para aumentar os níveis de risco associados, obtendo mais lucro.

No que concerne à titularização, por forma a haver uma maior consciencialização por parte dos emissores que estavam livres de qualquer risco, estabeleceu-se que pelo menos 5% do risco de crédito permanece com estes, impondo deveres de informação quanto aos ativos e estruturas utilizadas neste processo.

Foram identificadas na Cimeira de Seul, pelos líderes G20, em 2010, algumas questões sobre este sistema paralelo que mereciam atenção, incumbindo o FSB de proceder à elaboração de recomendações, em colaboração com outras entidades internacionais. Em 2011, o FSB comprometeu-se a desenvolver recomendações sobre supervisão e regulamentação das atividades de *shadow banking*.¹²⁷

Em 2018, foram introduzidas alterações ao *Dodd Frank Act*¹²⁸, uma vez que os bancos de menor dimensão consideraram a regulação a si aplicada excessiva. O Presidente Donald Trump pretende eliminar por completo esta regulação, uma vez que considera que tal regulamentação limita os bancos ao financiamento de pequenos investimentos. Trump e o seu Gabinete consideram que não há necessidade, nos dias hodiernos, de uma excessiva regulação e supervisão, pois acreditam que os bancos têm solvabilidade e liquidez suficiente para enfrentar uma crise.

Mas será que esta estabilidade não se deve em grande parte à existência de regras estritas de regulação e supervisão por via da aplicação do *Dodd-Frank Act*?

¹²⁷ Materializou-se o documento *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation* (2011)

¹²⁸ A Câmara dos Deputados votou 258-159 a favor de um projeto que permitiria uma aplicação mais adequada do *Dodd-Frank* aos bancos mais pequenos. Foram também introduzidas alterações ao nível dos requisitos de alavancagem e fundos próprios para IF que não praticavam atividade de empréstimo de ativos.

9.2. O Paradigma Europeu

9.2.1. Os desafios propostos

A crise do setor financeiro de 2007 veio demonstrar insuficiências latentes no sistema regulatório mundial. Falta de regulamentação, supervisão insuficiente, opacidade dos mercados e existência de produtos excessivamente complexos.

No seio da União Europeia, apesar de a incidência do sistema bancário paralelo ser inferior àquela que ocorre nos EUA¹²⁹, a verdade é que a interligação com o sistema tradicional e os riscos associados, obrigam a que haja cautela e necessidade de regulamentação e supervisão, embora, como já afirmado, não deva ser feita de forma unitária. Foi entendimento da CE que devia haver uma resposta internacional e coordenada entre o G20 e o FSB, sendo que a CE assumiu uma posição preponderante na execução das tarefas assumidas pela G20.¹³⁰

Neste contexto, os acordos de Basileia são considerados um elemento significativo da evolução da regulação prudencial, sendo o Comité referência mundial na implementação de medidas desta natureza no setor bancário.

O I Acordo de Basileia remonta a 1988, e assumiu uma posição de destaque, tendo sido adotadas medidas de imposição de tetos máximos das taxas de juro, rácios de solvabilidade, medidas de controlo do risco, e obrigatoriedade de provisões e reservas extraordinária, capazes de fazer face a estes riscos. Tudo isto foi considerado pela doutrina como grandemente impulsionador do crescimento do *shadow banking*. Inclusivamente, os bancos tradicionais, como já referimos, consideraram que a excessiva regulação dos mesmos foi um dos grandes fatores contributivos para a expansão do sistema paralelo.

Em 2004, consolidou-se no acordo de Basileia II o processo de revisão iniciado ao I acordo. Passou então a consolidar-se a regulação ao abrigo de três pilares. O primeiro pretendia reforçar o sistema prudencial através de uma alteração dos requisitos de capital próprio e através de uma adaptação aos riscos presentes no mercado. O pilar dois determinou o conceito de “processo de supervisão” e de gestão do risco, consolidando-se numa proposta de monitorização e prevenção do mesmo. O último pilar pretendia uma

¹²⁹ Representa apenas 36% do sistema financeiro, embora tenha crescido 27% desde 2012.

¹³⁰ CE, Livro Verde (2012), p. 2

maior transparência de todo o sistema, instrumentalizada pela disposição de informação por parte de todos os agentes que atuam no mercado.

Mais tarde, chegou o acordo de Basileia III que estabeleceu, pela primeira vez, requisitos de liquidez com harmonização internacional, reforçando, mais uma vez, requisitos de fundos próprios e instrumentos de previsão do rácio de alavancagem.

Em 2012, o *shadow banking* foi, pela primeira vez, submetido a discussão, e entendeu-se que a atuação da CE neste setor deveria ser feita sobre três vértices: i) regulação indireta através do reforço das normas do sector bancário e segurador; ii) regulação direta através da elaboração de medidas específicas para este setor e iii) alargamento do âmbito de aplicação das normas prudenciais, por forma a abranger este sector.

Um dos grandes objetivos da União Europeia passa pelo reforço da supervisão destas atividades de *shadow banking*, tendo em conta o seu nível (europeu ou nacional), a proporcionalidade, a capacidade das autoridades e a integração na moldura legal existente. Pretende-se, ainda, um maior controlo das formas de financiamento usadas, em especial as cadeias de crédito e a sua consequência importância ao nível do risco sistémico.

Algumas das dificuldades que se apresentaram estavam relacionadas com a dificuldade de identificação e fiscalização de todas as autoridades de supervisão e regulação nacionais e europeias. Entre estas existe, à partida, cooperação, mas torna-se necessária a coordenação com as demais entidades mundiais, através do “*intercâmbio de informações sobre as práticas de supervisão e identificação junto de todos os supervisores da UE, da Comissão, do BCE e de outros bancos centrais, o que exigirá uma estreita coordenação entre essas instituições para a partilha de informações e para uma deteção rápida dos problemas.*”¹³¹

A supervisão deve ser adequada ao nível, quer seja europeu ou nacional, proporcional, deve ter em conta os conhecimentos das entidades regulatórias e supervisoras, e deve haver uma avaliação do risco sistémico das cadeias de intermediação de crédito existentes, sendo que, para tal, é imperativo que haja conhecimento generalizado de todas elas.

¹³¹ CE, Livro Verde (2012), p. 7

Para a CE¹³², por forma a existir um equilíbrio entre as abordagens definidas para cada atividade e entidade, definiram-se três níveis de atuação: i) regulamentação indireta; ii) alargamento do âmbito de aplicação da regulamentação prudencial; iii) regulamentação direta das atividades do sistema bancário paralelo. Serão analisadas adiante.

Por último, encontrava-se ainda em análise a potencial criação de um Identificador das Entidades Jurídicas (“LEI”)¹³³, por forma a realizar recolhas de dados sobre as diversas entidades e atividades, havendo partilha dos mesmos a um nível global. Este servirá, principalmente, para aferir da necessidade de realizar uma abordagem legislativa europeia e não somente nacional.

9.2.2. As medidas aplicadas

Ao nível da regulação indireta, procedeu-se, em 2009, à revisão da Diretiva dos Requisitos de Fundos Próprios (“DRFP I”)¹³⁴, com exigências de capital próprio e reforço do tratamento das linhas de liquidez e exposição de crédito. Subsequentemente, procedeu-se à sua alteração, com reforço para os requisitos de fundos próprios, por forma a haver maior cobertura de risco em 2010.

Em 2011, houve uma alteração às normas Internacionais de Relato Financeiro que visam reforço das informações a prestar na transferência de ativos.

As medidas de controlo do risco associado a esta atividade devem ter em vista o aumento da transparência e redução da vulnerabilidade dos mercados. Por forma a eliminar a arbitragem regulamentar originada pelo *shadow banking*, a CE pretende alargar as normas prudenciais aplicadas exclusivamente às entidades que procedam à realização de atividades semelhantes à dos bancos, àquelas que se encontrem dentro do conceito de instituição de crédito, ou seja, entidade que aceite depósitos ou outros fundos reembolsáveis, ou quando conceda crédito por conta própria.¹³⁵

¹³² CE, Livro Verde (2012) pp. 7-10

¹³³ De acordo com o Livro Verde (2012) da CE, “O LEI é uma norma global que beneficiaria a gestão dos riscos, a qualidade dos dados e a supervisão macroprudencial. O CEF estabeleceu um grupo de peritos para coordenar o trabalho da comunidade regulamentar global com vista à preparação de recomendações para um enquadramento de governação adequado para a criação de um LEI a nível global.” (p. 14)

¹³⁴ Diretiva 2009/111/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro

¹³⁵ Regulamento n.º 575/2013, do Parlamento Europeu e da Comissão de 26 de junho de 2013

Em resposta ao Livro Verde, os investidores advertiram para as grandes vantagens que se podem retirar de um sistema paralelo como este, e que estudámos anteriormente a propósito de cada uma das operações, sendo, porém, necessário que haja coordenação global, entre todos os países, para que a legislação seja harmonizada. Entende-se, contudo, que deve haver proporcionalidade e foco nas entidades e atividades expostas ao risco sistémico, até porque a regulação bancária é apresentada como um dos principais fatores do crescimento dos *shadow banks*.

Desta forma, após a crise, em 2009, o G20 declarou, relativamente ao Reforço do Sistema Financeiro, que era necessário reforçar a transparência, obrigações de prestar contas e a regulação do sistema financeiro, por intermédio do capital existente no sistema bancário.¹³⁶ Almejava-se, igualmente, a adoção de medidas destinadas a proporcionar um sistema bancário mais líquido, robusto, sujeito a regras prudenciais que contivessem a alavancagem financeira. Os derivados de mercado OTC afiguravam-se pouco transparentes, representativos de instabilidade para o sistema financeiro.¹³⁷ Mostrou-se necessário aumentar a regulação e transparência destes, algo a ser efetivado através da adoção de medidas de mitigação do risco. Na decorrência destas preocupações demonstradas pelos G20 em 2009 e mais tarde pelos investidores em 2012, foi criado o Regulamento n.º 648/2012¹³⁸, de 4 de julho de 2012, mais conhecido por EMIR¹³⁹. Este estabelecia requisitos ao nível da supervisão das contrapartes, através do estabelecimento de obrigações de comunicação e informação.

O EMIR introduzia a necessidade de compensar os produtos de OTC através da mitigação dos riscos associados aos produtos, bem como estabelecia deveres de informação. Transposto pelo DL n.º 40/2012, de 18 de março, este diploma indica quais as autoridades que têm a seu cargo a supervisão e qual o regime sancionatório para o caso de violação de alguma destas disposições.

¹³⁶ Regulamento (UE) n.º 575/2013, de 26 de junho de 2013, considerando 1

¹³⁷ Por forma a solucionar o problema, a pedido da Comissão foi elaborado um relatório que previa um reforço da supervisão por forma a diminuir o risco de crises futuras (Relatório Larosiére). Complementarmente, foi criado o Sistema Europeu de Supervisores Financeiros composto pelas três autoridades relevantes para o sistema financeiro: banca, seguros e mercado de valores mobiliários, bem como a criação do Conselho Europeu do Risco Sistémico. Fruto destas alterações apareceu o EBA, EIOPA e ESMA.

¹³⁸ Em Portugal deu origem ao Decreto-lei n.º 30/2014, de 18 de março, que entre outros aspetos, designa as autoridades nacionais competentes para a supervisão financeira e define o regime sancionatório aplicável as contrapartes financeiras e não financeiras em contratos de derivados, no caso de violação do disposto no Regulamento.

¹³⁹ Alterado pelo Regulamento n.º 600/2014, de 15 de maio

Em 2013, através do Regulamento n.º 575/2013¹⁴⁰, de 26 de junho do Conselho e do Parlamento Europeu (“CRR”), previu-se a adoção de medidas capazes de garantir a estabilidade financeira através da proteção dos investidores. Este Regulamento, bem como a Diretiva 2013/36/EU¹⁴¹, do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de junho (“CRD IV”)¹⁴², consistiam na transposição dos acordos de Basileia II e III para o ordenamento jurídico europeu. Merece ainda destaque a Diretiva 2014/59/UE¹⁴³ do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio (“BRRD”), que estabelece um enquadramento para a recuperação e a resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento.

O CRR, a CRD IV e a BRRD, juntamente com as demais regras prudenciais harmonizadas do sistema europeu dão origem ao “Single Rulebook”.¹⁴⁴

Em 2015, foi publicado o Regulamento n.º 2015/760 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 29 de abril de 2015, que prevê medidas relativamente aos fundos europeus de investimento a longo prazo. Este novo instrumento pretende aumentar o investimento europeu, beneficiando, por corolário, a economia. Considerando a importância do mesmo, conclui-se pela não vedação a este sistema, partindo, por isso, para uma regulamentação harmonizada.

Deve ainda ser objeto de análise o Regulamento n.º 2015/2365 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de novembro, relativo à transparência das operações de financiamento através de valores mobiliários e de reutilização. Uma vez que estas operações potenciam o risco de alavancagem financeira e criam conexão entre os diversos mercados, há dificuldade na avaliação do risco, devido à opacidade das mesmas. Adicionalmente, são impostos deveres de reporte aos repositórios de transações e permite-se recurso a garantias (liquidez e redução de custos), mas pelo facto de gerarem

¹⁴⁰ Apresenta requisitos para os fundos próprios, pretende limitar riscos, insere requisitos de liquidez e de reporte e divulgação pública de informação, tendo em vista a transparência.

¹⁴¹ Prevê as regras de acesso a instituições de crédito e empresas de investimento, estabelece poderes de supervisão prudencial para os instrumentos financeiros e instituições de crédito e requisitos de fundos próprios.

¹⁴² Em Portugal, viu a sua transposição do Decreto-lei n.º 157/2014, e 23 de outubro, que foi integrado no Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras.

¹⁴³ Prevê, ao nível da supervisão prudencial, requisitos no que concerne aos planos de recuperação, medidas corretivas e apoio financeiro.

¹⁴⁴ Este termo ganhou expressão pela CE, em 2009, consistindo num dos objetivos desta por forma a prevenir os efeitos nefastos que podem advir da existência de uma crise. Pretende definir um enquadramento uniforme para todo o setor financeiro da União Europeia. A EBA desempenha um papel imprescindível na aplicação destas normas.

cadeias de crédito, podem pôr em risco o sistema financeiro, dada a interligação da banca tradicional com a paralela.

Em 2016, a EBA emitiu orientações, que no nosso ordenamento jurídico ganham expressão na Instrução n.º 20/2016 do BdP, impondo às instituições de crédito abrangidas¹⁴⁵ a fixação de um limite para as posições em risco sobre entidades do *shadow banking*.

9.2.3. As recentes alterações introduzidas pela DMIF II

Mais recentemente, deu entrada no nosso ordenamento jurídico, a 31 de julho de 2018, a DMIF II¹⁴⁶, que veio introduzir significativas alterações no nosso sistema financeiro, nomeadamente, no que compete à proteção dos investidores e opacidade dos mercados, através da densificação dos deveres de informação, e da introdução de um dever de adequação.

No seio do mercado dos valores mobiliários, foram introduzidas alterações profundas, nomeadamente, imposições nos limites à transação em mercado não regulamentado. Pretende-se, sobretudo, criar um mercado mais transparente, mais protetor do investidor, através do estabelecimento de regras claras e harmonizadas. Materializou-se na Lei n.º 35/2018, de 20 de julho, no ordenamento jurídico português.

A DMIF I, que surgiu em 2004, fá-lo dado o aumento do número de investidores nos mercados, e a dimensão dos seus investimentos em instrumentos complexos. Era necessário harmonizar a legislação por forma a proteger o investidor. A crise de 2007, demonstrou que esta era insuficiente, como já tivemos oportunidade de expor.

Desta forma, a DMIF II pretende densificar esta harmonização, através do reforço da transparência, e conseqüentemente, aumento da confiança e proteção dos investidores não profissionais. É nesta proteção que se centra a DMIF II. Impõem-se deveres de prestação

¹⁴⁵ Art. 1.º do Regulamento: “*A presente instrução é aplicável às instituições de crédito e às empresas de investimento que se encontrem obrigadas a cumprir com os limites aos grandes riscos previstos no artigo 395.º do Regulamento (UE) n.º 575/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013*”

¹⁴⁶ Diretiva n.º 2014/65/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014 que regula o funcionamento dos mercados financeiros e da negociação de instrumentos financeiros

de informação aos investidores, numa base pré e pós-contratual¹⁴⁷, bem como são impostas às IF deveres de conhecimento do perfil do cliente.¹⁴⁸

São ainda apresentadas classificações dos investidores enquanto profissionais e não profissionais, uma vez que quanto menor o nível de conhecimento deste, maior a proteção.¹⁴⁹ Existe ainda a contraparte elegível, na qual se inserem as IC, empresas de seguros, entre outras, que pelo seu grau de conhecimento presumido, merecem menor proteção.

Ao nível interno, impõem-se requisitos de competência dos trabalhadores, por forma a que estes prestem as informações necessárias aos clientes, mediante a adopção de medidas que minimizem conflitos de interesses.

Passa a exigir-se um elevado nível de adequação por parte das IF, que devem fazer um levantamento do conhecimento do cliente no que respeita ao instrumento objeto de investimento, em especial os riscos envolventes. Para tal, deve prestar-se ao investidor todas as informações que possam ser relevantes para uma tomada de decisão consciente e fundamentada, em especial o risco associado.

Por último foi também publicado o Regulamento n.º 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, que atribui poderes de intervenção às autoridades de supervisão nacionais e europeias sobre os mercados de instrumentos financeiros e de depósitos indexados.¹⁵⁰

6. CONCLUSÃO

Apesar de ser ponto assente que este sistema não deve ser analisado numa perspetiva unitária, pois uma abordagem “*one size-fits-all*” não funciona, na medida em que cada atividade tem uma regulação específica e deve haver harmonização de todas elas, a um nível europeu/ mundial.¹⁵¹

¹⁴⁷ Artigo 22 da DMIF II

¹⁴⁸ *Know Your Client* - imposto às instituições e crédito o dever de conhecer clientes, situação profissional, permitindo aferir da sua capacidade financeira e de assunção de compromissos financeiros de longo prazo.

¹⁴⁹ Em contraposição à anterior classificação enquanto qualificado e não qualificado.

¹⁵⁰ Aqui é prevista a possibilidade de restringir a venda de determinados instrumentos financeiros.

¹⁵¹ International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking: Curbing Excess while Promoting Growth (2014), capítulo 2, p. 85

No que concerne às vantagens, de um ponto de vista geral, e após cuidada análise das principais atividades parte deste sistema, podemos concluir que este é um sistema que comporta inúmeras vantagens, sendo a primeira - e talvez a mais importante - a criação de fundos alternativos de financiamento para os investidores, constituindo uma alternativa aos depósitos, algo que se torna especialmente importante em alturas de perturbações no sistema bancário tradicional. Para além disto, não obstante associado a esta vantagem, tem um papel bastante útil no sistema financeiro, já que canaliza recursos para necessidades específicas de forma mais eficiente, por serem atividades mais especializadas.¹⁵² Como última vantagem associada, a CE identificou a possibilidade de constituir uma fonte de diversificação do risco para fora do sistema bancário dito normal.

Apesar de todas estas vantagens associadas, a verdade é que os riscos se sobrepõem e, por isso mesmo, deve haver meticulosa regulação e supervisão destas atividades e, grande coordenação entre as entidades que atuam neste nível regulatório e supervisor. Muitos dos riscos associados são riscos sistémicos, que se tornam mais intrincados dada a complexidade característica das atividades e entidades parte do sistema bancário paralelo.

Desde logo, o facto de se encontrarem tão dependentes de financiamento a curto prazo, e, como tal, não terem requisitos de liquidez – ou pelo menos, requisitos tão exigentes -, e de não haver garantias estatais, tal como acontece no sistema bancário tradicional, faz com que estes se encontrem mais expostos a riscos, em particular, o risco de levantamento em massa dos fundos disponíveis.

A alavancagem e especulação consubstanciam, também, riscos, na medida em que aumentam a fragilidade do setor financeiro. As atividades praticadas têm, na sua génese, a alavancagem excessiva, e não gozam dos mesmos limites impostos a instrumentos do sector bancário tradicional. Aliás, esta é uma das características que permite classificar determinada atividade como parte integrante deste sistema bancário paralelo.

Para além destas desvantagens, temos ainda o risco de aplicação de regras de arbitragem regulamentar, utilizadas para evitar a aplicação de regulação e supervisão do processo tradicional, fragmentando o processo tradicional.

¹⁵² CE, Livro Verde do Sistema Bancário Paralelo, (2012), pp. 5-6

Associado a todos estes riscos está, ainda, o grande risco, e que foi o grande causador do contágio global da crise de 2007, que é o risco sistémico. Através deste, o sistema paralelo contamina o sistema financeiro por se encontrar tão relacionado com a banca tradicional, seja de forma direta, seja através de empréstimos.

Os anos que antecederam a crise financeira foram caracterizados por uma acumulação de posições de risco de forma excessiva, através da alavancagem, o que proporcionou inúmeras perdas nas instituições de crédito que não tinham fundos próprios, traduzindo-se na redução de crédito prestado. Consequentemente, abriu-se uma brecha para o sistema bancário paralelo.¹⁵³

Desta feita, foram adotadas medidas de imposição de tetos máximos das taxas de juro, rácios de solvabilidade¹⁵⁴, medidas de controlo do risco, e obrigatoriedade de provisões e reservas extraordinárias capazes de fazer face a estes riscos. Tudo isto foi considerado pela doutrina como grande impulsionador do crescimento do *shadow banking*. Inclusivamente, os bancos tradicionais, como já referimos, consideraram que a excessiva regulação dos mesmos foi um dos grandes fatores contributivos para a expansão do sistema paralelo.

Apesar de estas normas almejem à resiliência do sistema financeiro, a verdade é que contribuíram também para a redução da competitividade das instituições bancárias, e da capacidade de fazerem frente a este novo sistema que emergia e se demonstrava tão vantajoso. Consequentemente, a arbitragem regulamentar aparece através da criação de novos instrumentos financeiros complexos. Porém, o grande fator de crescimento acentuado deste sistema é a excessiva regulação das instituições de crédito por parte das autoridades nacionais. Como podemos então, absorver as mais-valias prestadas por este novo sistema, sem prejudicar a banca tradicional, que não se encontra em condições para competir?

O *shadow banking* apresenta inúmeras *liabilities*, essencialmente, devido à relação umbilical que tem com o risco sistémico, o que se pode tornar-se perigoso para o

¹⁵³ O Acordo de Basileia I, formado em 1988 teve como principal objetivo a criação e exigências mínimas de capital, tendo em vista a diminuição do risco de crédito. Sucessivamente veio sendo alterado, sendo que o III datado de 2010 pretendia um reforço do sistema financeiro após a crise dos *subprime*.

¹⁵⁴ O rácio de solvabilidade é o rácio financeiro que indica a proporção de ativos da empresa financiados por capital próprio, em contraposição aos financiados por capital alheio. Por forma a conseguir isto, foi imposto um valor mínimo de fundos próprios, consoante o risco de crédito associado aos ativos fosse maior ou menor.

sistema financeiro na sua globalidade, dada a permeabilidade a estas situações de contágio. Este sistema pode, contudo, ser considerado essencial, uma vez que retira determinados riscos das instituições bancárias, deixando-as livres para realizarem outras atividades.¹⁵⁵

Porém, não havendo regulação, os riscos podem facilmente contagiar as instituições bancárias que participam neste sistema através de cadeias de intermediação de crédito¹⁵⁶, até porque, nos últimos anos, tem sido exponencial a participação dos bancos no sistema bancário na sombra.

A CE considera que é essencial ter em conta a atual moldura legal e regulatória da banca tradicional, e integrar a regulação deste novo sistema, no sistema atual, de forma equilibrada.

Não obstante os inúmeros diplomas que vêm sendo elaborados ao longo dos anos, a verdade é que este sistema continua fragilizado pelo facto de as regras não estarem harmonizadas a nível global. O sistema financeiro, dadas as suas características, é permeável aos riscos que correm nos diferentes mercados e dos diferentes países, sendo, portanto, necessário, que a regulação seja o mais uniforme possível.

Para que o sistema financeiro esteja equilibrado, e para que haja competitividade entre as atividades bancárias e não bancárias, é necessário que ambas se sujeitem a regras equivalentes, mas proporcionais aquilo que oferecem. Não se pretende o mesmo tipo de regulação para dois sistemas diferentes, mas pretende-se uma regulação harmonizada, conciliadora, que permita aproveitar as valências de ambos os sistemas bancários, seguindo as linhas propostas pela CE e pelo FSB.

¹⁵⁵ “... we need shadow banking system as much as we need banks. Properly monitored or regulated, a healthy shadow banking system is probably one of the conditions for more growth in Europe tomorrow.” LUCIUS, OTTO, *Regulation of Banks and the “Level Playing Field” – The case of shadow banking* p. 396 in *Stability of the Financial System Illusion or Feasible Concept?*, editado por DOMBRET, ANDREAS, 2013 apud JUYET, JEAN-PIERRE, 2012

¹⁵⁶ “A shadow banking system can be composed of a single entity that intermediates between end suppliers and end-borrowers of funds, or more usually it could involve multiple entities forming a chain of credit intermediation. In the latter case, one or more of the entities in the chain might be a bank or a bank-owned entity. Banks might also be exposed to the shadow banking system through temporary exposures (warehousing), through the provision of finance, and/or through contingent credit lines. In addition, banks can be funded by entities which form part of the shadow banking system (eg money market mutual funds). Thus, while the focus is on identifying activities which are not covered by regular bank regulation, it is also important to examine connections between non-bank and bank activities.” FSB, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking – An Integrated Overview of Policy Recommendations*, 2012

Não podemos esquecer que muitos bancos¹⁵⁷ participam neste sistema bancário paralelo, como tivemos oportunidade de constatar, embora, muitas vezes, façam-no à margem daquilo que é legalmente aceitável, evadindo normas prudenciais. As instituições de crédito desempenham funções de interesse público, uma vez que estão intrinsecamente relacionadas com o bom funcionamento da economia e do sistema bancário, o que as faz estar sujeitas a diversas restrições legais e prudenciais. Estando sujeitas a benefícios estatais, não será viável tirarem proveito das brechas que encontramos no sistema bancário paralelo.

Este sistema paralelo apresenta uma solução viável para muitos investidores, disponibilizando diversas formas de financiamento alternativo, juntando as vantagens do sistema tradicional, como é o caso do acesso rápido à liquidez, com as vantagens do sistema paralelo, do qual é exemplo a transferência do risco e diversidade de financiamento. Um dos principais objetivos deste sistema é a transparência do mesmo, e, neste sentido, temos verificado a adoção de diversas medidas para o conseguir. Não se conclui, então, pela eliminação deste sistema; pretende-se, sim, que ambos os sistemas possam conviver em iguais condições de concorrência, através da cooperação das diversas entidades internacionais, no mesmo *level playing field*.

Afigura-se obrigatório o seguimento constante destas atividades e entidades, dada a constante mutação do sistema bancário e a complexidade destas, por forma a haver medidas prudenciais que previnam a existência de uma crise de escala mundial, como ocorreu em 2007.

¹⁵⁷ *Real banks in the shadows.*

7. BIBLIOGRAFIA

ABOLAFIOS, ANTÓNIO, *El Shadow Banking y su relación com el crowdfunding*, Revista de Derecho Bancário y Bursatil, n.º 145, Janeiro-Março 2017

ADRIAN, TOBIAS, ASHCRAFT, ADAM B., *Shadow Banking: A Review of the Literature*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, n.º 580, 2012

AJIBO, COLLINS C., *Shadow Banking, MMF Runs Risk Regulation and a Case for Regulatory Harmonisation*, International Company and Commercial Law Review, vol. 26 (12), 2015

ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Os “hedge funds” e o governo das sociedades*, *Direito dos Valores Mobiliários, Separata do Volume IX*, Coimbra Editora, 2009

ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Os instrumentos financeiros*, 3.ª ed., Almedina, 2018

ASSOCIATION OF GERMAN PFANDBRIEF BANKS, *Pfandbrief Act*, 2015

BENGTSSON, ELIAS, *Investment funds, shadow banking and systemic risk*, Journal of Financial Regulation and Compliance, vol. 24 n.º 1, 2016

BIGGS, DIANA C., *How Non-banks are Boosting Financial Inclusion and Remittance*, *Banking Beyond Banks and Money. A Guide to Banking Services in the Twenty-First Century*, Springer, 2016

BOTTA, ALBERTO, CAVERZASI, EUGENIO, TORI, DANIELE, *The Macroeconomics of Shadow Banking*, PKSG, Working Paper 1611, 2016

BUCHAK, GREG; MATVOS, Gregor; E outros, *Fintech, regulatory arbitrage, and the rise of shadow banques*, Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, Setembro 2017

CALVIÑO, NADIA, *Avant les Élections Européennes – L’union bancaire à marche forcée*, Revue Banque.fr n.º 763, Setembro 2013

CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.ª ed., Almedina, Coimbra, 2016

CÂMARA, PAULO, *O novo direito bancário*, Edições Almedina, 2012

CÂMARA, PAULO, *Supervisão e Regulação do Mercado de Valores Mobiliários*, em *Direito dos Valores Mobiliários*, vol VIII, Coimbra Editora, 2008.

CAMPOS, ANA RITA ALMEIDA, *Titularização de créditos: algumas notas sobre titularização sintética*, in *Revista da Banca*, Lisboa, Associação Portuguesa de Bancos, n.º 60, 2005

CINTRA, MARCOS ANTÓNIO MACEDO e FARHI, MARYSE, *A Crise Financeira e o Global Shadow Banking System*, in *Novos Estudos – CEBRAP*, vol. 32, novembro 2008, disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-33002008000300002

CLAESSENS, STIJN, POZSAR, ZOLTAN, RATNOVSKI, LEV e SINGH, MANMOHAN, *Shadow Banking: Economics and Policy*, IMF STAFF Discussion Note, December 2012, INTERNATIONAL MONETARY FUND

CLERC, LAURENT, *Le Shadow Banking en Europe*, *Revue D'économie Financière: revue trimestrielle de L'association D'économie Financière*, n.º 109, Março 2013

COLLIER, ANDREW, *Shadow Banking and The Rise of Capitalism in China*, Hong Kong, 2017

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES *Direito Bancário*, 6.^a ed., Almedina, Coimbra, 2016

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Direito Comercial*, Almedina, 3^a edição, 2012

DA COSTA, LÍGIA FERRO, *A titularização de créditos: problema ou solução?*, 2014

DOYLE, NICOLA; HERMANS, LIEVEN, *Shadow banking in the euro area: risks and vulnerabilities in the investment fund sector*, *European Central Bank Occasional Papers*, n.º 174, Junho 2016

EHLERS, TORSTEN; KONG, STEVEN; e outro, *Mapping shadow banking in China: structure and Dynamics*, Basle: BIS. Monetary and Economic Department, Feb 2018

ESTEVAN DE QUESADA, CARMEN, *“Shadow Banking” Y Financiación Sindicada. Shadow Banking and Syndiccate Loans*, RDBB n.º 145, Valencia, 2017

ESTEVEES, JOÃO CANTIGA, *Contratos de Swap Revisados*, in *Caderno dos Valores Mobiliários*, vol. 44, 2013

EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD, *EU Shadow Banking Monitor n.º 3*, de setembro de 2018

EUROPEAN CENTRAL BANK, *Growth of the Shadow Banking sector*, ECB Occasional Paper 174, 2016

EUROPEAN COMISSION, *Green Paper on Shadow Banking*, 2012

EUROPEAN COMISSION, *New rules for Money Market Funds proposed – Frequently Asked Questions*, (2013), disponível em http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-764_en.htm?locale=FR.

EUROPEAN COMISSION, *Proposal for a regulation of the european parliament and of the council on money market funds*, 2013, disponível em http://ec.europa.eu/finance/investment/docs/money-market-funds/130904_impact-assessment_en.pdf.

EUROPEAN COMISSION, *Proposal of the European Parliament and of The Council on Money Market Funds*, 2013

EUROPEAN COMISSION, *Responses Received to The Commission’s Green Paper on Shadow Banking*, dezembro 2012

FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, *Financial Crisis Inquiry Report, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, 2011. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>

FINANCIAL STABILITY BOARD *Shadow Banking: Scoping the Issues. A background note of the financial stability board*, 2011

FINANCIAL STABILITY BOARD, *Global Shadow Banking Monotoring Report*, 2017

FINANCIAL STABILITY BOARD, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking – An Integrated Overview of Policy Recommendations*, 2012

G20 RESEARCH GROUP, *The Seoul Summit Document*, 2010

GALACHO ABOLAFIO, ANTONIO FRANCISCO, “Crowdfunding y Shadow Banking”: plataformas de financiación participativa (PEPS) y la protección de los inversores, *Revista de Derecho Bancario Y Bursátil*, 145, ano XXXVII, Thomson Reuters Arazandi, 2017

GANGULY, MEETA; OJO, MARIANNE, *Unregulated Financial Markets and the Shadow Banking Narrative: China, India and United States*, American Journal of Economics 2018, 8(1): 47-67 Market Express, February 5 2018, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3124991

GARY GORTON, ANDREW METRICK, ANDREI SHLEIFER and DANIEL K. TARULLO, *Regulating the Shadow Banking System*, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2010 disponível em: http://ccl.yale.edu/sites/default/files/files/Metrick_Andrew%20%28Regulating%20the%20Shadow%20Banking%20System%29.pdf

GILBERT, R. ALTON, *Requiem for Regulation Q: What It Did and Why It Passed Away*, 1986

GIRASA, ROY, *Shadow Banking: Nature, Regulation, and Developments*, *Banking & Financial Services Policy Report*, vol. 35, n.º 12, 2016

GONZAGA, JOSÉ, *Shadow Banking – New Shadow Entities Come to Light*, 2013 in *Revista de concorrência e regulação - Ano V. n.º 18 - Abr/Jun 2014*

GUTTMANN, ROBERT, *Finance-Led Capitalism – Shadow Banking, Re-Regulation, and the Future of Global Markets*

INGMAN, BARRIE, *Shadow banking: the next wave of financial regulation*, *Journal of International Banking Law and Regulation*, vol. 33, issue 3, 2018

INTERNACIONAL MONETARY FUND, *Shadow Banking around the globe: how large, and how risky? In global financial stability report: risk taking, liquidity and shadow banking – curbing excess while promoting growth*, 2014

INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION, *Frequently Asked Questions*, 2015

KODRES, LAURA E., *What is Shadow Banking?*, *Finance & Development*, 2013, disponível em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/06/basics.htm>

LEE, EMILY, *The Shadow Banking System: Why it Will Hamper the Effectiveness of Basel III*, *Journal of International Banking Law and Regulation*, vol. 30 (7), Thomson Reuters (Professional) UK Limited and Contributors, 2015

LEMMA, VALERIO, *The Shadow Banking System Creating Transparency in the Financial Markets*, 2016

LUCIUS, OTTO, *Regulation of Banks and the “Level Playing Field” – The case of shadow banking in Stability of the Financial System Illusion or Feasible Concept?*, 2013

MACEY, JONATHAN, *It’s All Shadow Banking, Actually*, 2011-2012, disponível em <https://www.bu.edu/rbfl/files/2013/09/AllShadowBanking.pdf>

Market Funds, 2013

MARQUES, RUBEN, *Titularização a alquimia financeira da crise do subprime*, *Revista de Direito das Sociedades*, pp. 833-901 ano VI (2014), 3-4, Coimbra, Almedina, 2014

MASOUNAVE, ANNICK, *Shadow Banking Pas Si Obscur (Dossier)*, *Revue Banque.fr* n.º 752, Outubro 2012

MCCULLEY, PAUL, *Teton Reflections*, PIMCO, 2007

McVEA, HARRY, *Hedge Funds and the new regulatory agenda*, in *Legal Studies*, *The Journal of the Society of Legal Scholars*, University of Southampton, 2007

MENEZES LEITÃO, LUÍS MANUEL TELES DE, *Direito das Obrigações*, Volume II, Almedina, 8.ª edição, 2011

NAMUR, DOMINIQUE, *Shadow banking, trading haute fréquence: l’innovation financière hors de contrôle?*, *Problèmes Économiques*, Setembro 2016

NESVETAILOVA, ANASTASIA, PALAN, RONEN, *Offshore and Shadow Banking: Regulation of the Dark Corners of the Financial System*, *Banking & Financial Services Policy Report*, vol. 33, n.º 5, 2014

NESVETAILOVA, ANASTASIA, PALAN, RONEN, *The Governance of the Black Holes of the World Economy: Shadow Banking and Offshore Finance*, Paper disponível: <https://www.ssrn.com/en/>

OLIVEIRA, ANA PERESTRELO de, *Manual de Corporate Governance*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2015

PLUCHART, JEAN-JACQUES; MELLIOS, CONSTANTIN, *Le Shadow Banking bientôt mieux régulé?*, *Revue Banque.fr* n.º 755-756, Janeiro 2013

PORSZAR, ZOLTAN, *The Rise and Fall of the Shadow Banking System*, *Regional Financial Review*, 2008, disponível em: <https://www.economy.com/sbs>

POSZAR, ZOLTAN, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 458, 2010

PRELHAZ, MARIANA, *Shadow Banking*, 2015, Tese de mestrado sob a orientação do Mestre Paulo Câmara, disponível em: <https://repositorio.ucp.pt/>

RICKS, MORGAN, *The Money Problem. Rethinking Financial Regulation*, University of Chicago Press, 2016

RODRIGUES, SOFIA NASCIMENTO, *Os Contratos de Reporte e de Empréstimo no Código dos Valores Mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários n.º 7, 2000

RUBIN, ROBERT E., *Shadow Banking as a Source of Systemic Risk*, in *Progress and confusion: the state of macroeconomic policy*, The MIT Press Cambridge, Massachusetts London England

SCHWARCZ, STEVEN L., *Regulating Shadow Banking*, 2011-2012, disponível em http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3121&context=faculty_scholarship

SILVA, JOÃO CALVÃO DA, *Titul[ariz]ação de Créditos. Securitization*, 3.ª ed., Almedina, 2013

TUCKER, PAUL, *Shadow banking – thoughts for a possible policy agenda*, FSB, 2012

ULRICH, RUY ENNES, *Do Reporte no Direito Comercial Portuguez*, Coimbra, 1906

US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Fast Answers on Money*

VAUPLAN, HUBERT DE, *Au-delà du système bancaire: réguler le shadow banking: les propositions européennes... et les autres*, Revue Banque.fr n.º 751, Setembro 2012

WILLIAMS, COLIN C.; SCHNEIDER, FRIEDRICH, *Measuring the global shadow economy: the prevalence of informal work and labour*, Cheltenham: Edward Elgar, 2016

WYMEERSCH, EDDY, *Shadow Banking and The Functioning of Financial Markets*, Regulation of The EU Financial Markets – MiFID and MiFIR, editado por BUSCH, DANNY e FERRARINI, GUIDO, Oxford, 2017