CEDIPRE ONLINE | 31

A SUPERVISÃO DA ATIVIDADE FINANCEIRA NO TERCEIRO SETOR

O CASO DAS ASSOCIAÇÕES MUTUALISTAS

Paulo Linhares Dias

CENTRO DE ESTUDOS DE DIREITO PÚBLICO E REGULAÇÃO
FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE COIMBRA
FEVEREIRO | 2018

www.cedipre.fd.uc.pt

/fduc.cedipre

CEDIPRE ONLINE | 31

A SUPERVISÃO DA ATIVIDADE FINANCEIRA NO TERCEIRO SETOR

O CASO DAS ASSOCIAÇÕES MUTUALISTAS

Paulo Linhares Dias

CENTRO DE ESTUDOS DE DIREITO PÚBLICO E REGULAÇÃO
FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE COIMBRA
FEVEREIRO | 2018

TÍTULO
A Supervisão da Atividade Financeira no Terceiro Setor.
O Caso das Associações Mutualistas

AUTOR(ES)
Paulo Linhares Dias

IMAGEM
DA CAPA
Coimbra Editora

COMPOSIÇÃO
GRÁFICA
Ana Paula Silva

EDIÇÃO
CEDIPRE
Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra
3004-528 COIMBRA | PORTUGAL
Tel.: +351 239 836 309
E-mail: cedipre@fd.uc.pt

PARA CITAR
ESTE ESTUDO
A Supervisão da Atividade Financeira no Terceiro Setor — O Caso das Associações Mutualistas, Publicações CEDIPRE Online - 32,
http://www.cedipre.fd.uc.pt, Coimbra, fevereiro de 2018

COIMBRA
FEVEREIRO | 2018

A SUPERVISÃO DA ATIVIDADE FINANCEIRA NO TERCEIRO SETOR

O CASO DAS ASSOCIAÇÕES MUTUALISTAS

Paulo Linhares Dias
Advogado
Membro do Grupo de Contratação Pública do CEDIPRE

RESUMO: O presente estudo visa analisar o regime jurídico da supervisão e regulação dos produtos financeiros mutualistas, à luz do complexo quadro regulatório e de supervisão de produtos financeiros em Portugal e no contexto Europeu. Analisar-se-á a coexistência de uma atividade financeira por entidades do Terceiro Sector — no âmbito do setor bancário e no âmbito do mutualismo — gerando uma discrepância acentuada nas garantias dos subscritores de produtos financeiros materialmente idênticos, consoante a entidade onde sejam comercializados e o consequentemente o regime de supervisão e de regulação a que estão sujeitos.

PALAVRAS-CHAVE: Associações mutualistas; produtos financeiros; supervisão financeira; regulação financeira;

ABSTRACT: The present study aims to analyze the legal regime of financial supervision and regulation of mutual financial products, on the behalf of the complex regulatory and supervisory framework of financial products in Portugal and in the European context. We will be analyze the coexistence of a financial activity by entities of the Social Sector — in the scope of the banking sector and in the scope of the mutualism — witch will generate a gap in the guarantees of the subscribers of identical financial products, according to the entity where they are commercialized and therefor, the supervisory and regulatory regime witch is applicable.

KEY WORDS: Mutual associations; Financial products; Financial supervision; Financial regulation;

1. Introdução

1.1 Problematização e Delimitação do Tema

A supervisão da atividade financeira no Terceiro Sector assume-se de especial complexidade jurídica porquanto opera-se por duas vias distintas. Por um lado através da titularidade de instituições de crédito — *Caixas Económicas* — sujeitas ao regime geral de regulação e supervisão bancárias[1]. Por outro, as entidades do sector social, sobretudo as associações mutualistas, gerem as mutualidades e o aforro dos seus associados no exercício material duma atividade financeira, mas, desta feita, não sujeita ao regime da supervisão bancária, apenas à tutela governamental, nos termos previstos no Código das Associações Mutualistas. Como veremos, temos um regime jurídico distinto para uma atividade materialmente idêntica, por via de uma dualidade de modelos de supervisão, que se traduzirá numa redução das garantias para o caso dos aforradores mutualistas.

A questão ganha especial relevância na medida em que o regime jurídico vigente não estabelece uma *ring fence* entre a entidade do sector social titular do capital da instituição de crédito e vice-versa, colocando-se assim o perigo de contágio. Tendo o modelo sido concebido de forma a que os proveitos da instituição de crédito fossem, a par das quotizações e aforro dos associados, a fonte de financiamento da associação mutualista, não se precaveu a possibilidade do inverso, isto é, que sejam as quotizações dos associados e o seu aforro a financiar a instituição de crédito, sempre que haja necessidades de capital. Questão tanto mais premente na medida em que é quanto a estes últimos — os associados — que se verificam as maiores debilidades do ponto de vista jurídico.

O presente estudo intercetará assim o regime jurídico das associações mutualistas bem como das instituições de crédito por elas tituladas — as caixas económicas — com o modelo de supervisão e regulação financeira. Também aqui, às questões que se colocam sobre a supervisão financeira em geral, sobrepõem-se as especificidades da dualidade de regimes vigente para as associações mutualistas e as instituições de crédito por elas tituladas. A "arquitectura dos modelos institucionais de supervisão e regulação financeira", na expressão de LUIS DA SILVA MORAIS[2], é uma questão que tem sido muito debatida nas últimas duas décadas, sobretudo depois da grande crise de 2007, que veio por a nu a fragilidade dos modelos de supervisão e regulação financeira, que estiveram na base da crise do *subprime,* e o consequente colapso de

[1] Ainda que historicamente nem sempre tenha sido assim. Vide: PEDRO SAMEIRO, "A reforma da legislação das caixas económicas em Portugal", Revista da Ordem dos Advogados, Ano 55, tomo I, 1995, pp. 19-24.

[2] In *Modelos de supervisão financeira em Portugal e no contexto da União Europeia*, Edição do Banco de Portugal, Lisboa, 2016, p. 10.

gigantes financeiros[3]. Em Portugal os modelos de supervisão e regulação financeira também têm sido objeto de ampla discussão. O colapso de vários bancos na última década[4] colocou em causa não só o modo de exercício, mas o próprio modelo de supervisão, sendo vasta a doutrina sobre esta questão e os estudos e relatórios de várias entidades. Também a questão concreta em análise no presente estudo — a supervisão dos produtos financeiros mutualistas — tem sido objeto de discussão, todavia mais no plano político e jornalístico, do que no plano jurídico. O último projeto normativo que se conhece é o ante-projeto de Decreto-Lei reg. DL 190/2014, que aprovaria o novo Código das Associações Mutualistas, mas cujo texto àquela data não contemplava as alterações em matéria de supervisão que são propaladas por alguma comunicação social[5].

Para a prossecução do nosso desiderato, começaremos pela análise do regime jurídico da atividade da Caixas Económicas e do regime vigente do Código das Associações Mutualistas. Num segundo momento faremos uma breve caracterização do sistema de supervisão financeira e de regulação em Portugal, em abstrato, para melhor se perceber a questão concreta da supervisão das atividades financeiras das entidades do terceiro sector. Neste percurso cruzaremos ainda os temas precedentes com a análise de produtos financeiros comercializados em ambas as esferas — bancária e não bancária — evidenciando a sua identidade material, para assim se demonstrar à luz do Direito Europeu, do direito comparado e numa crítica de *iure condendo,* a premência de uma alteração do quadro de supervisão, pugnado por um novo paradigma.

---

[3] Para maior desenvolvimento desta questão vide: GEORGE COOPER, The Origin of Financial Crises, 1st edition, Harriman House, 2008; VIRAL ACHARYA e MATHEW RICHARDSON, "Causes of Finantial Crises" in Critical Review : a Journal of Politics and Society, volume 21, issue 2-3, 2009, special issue: Causes of Finantial Crisis, p. 195 e ss; Entre nós JOSÉ MANUEL SANTOS QUELHAS, Sobre as Crises Financeiras, O Risco Sistémico e a Incerteza Sistemática, Almedina, Coimbra, 2013.

[4] Iniciado com o BPN, seguido do BPP, a que se seguiu o gigante nacional BES e mais recentemente o BANIF.

[5] Sobre esta questão têm vindo a público várias notícias dando conta de uma alteração no quadro legal de supervisão, contudo não conseguimos recensear nenhum projeto normativo. A edição *online* do Jornal Económico de 23 de maio de 2017 dava conta que: *Segundo o Jornal Económico soube a alteração da legislação terá em conta as diretivas europeias relativas à regulação de produtos financeiros e que obrigam a que os produtos sejam regulados em função sua natureza. Assim os produtos mutualistas que têm natureza de produtos de poupança (por exemplo planos de poupança para a reforma, ou produtos de capitalização), e que geram no futuro uma renda, serão objeto de supervisão pelo regulador dos seguros, ASF (Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões).* Do mesmo passo a edição *online* do jornal Público de 28 de março de 2017, sob o título *Governo ignorou supervisores e manteve lei que regula Montepio,* dá conta que o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF) já teria alertado o governo para a necessidade da alteração ao Código das Associações Mutualista, no sentido de assegurar a supervisão da atividade financeira destas por entidade reguladora independente, segundo a notícia: *No relatório de actividades referente a 2016 divulgado ontem, o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF), lembra que no ano passado, "voltou a abordar o enquadramento legal da actividade desenvolvida pelas associações mutualistas" e que essa abordagem foi feita perante a presença, "a título de observador" de um representante "do membro do Governo responsável pela* área *das Finanças". E foi nesse contexto, prossegue o mesmo relatório, que o CNSF "reiterou a necessidade de uma iniciativa legislativa que proceda à revisão do Código das Associações Mutualistas, tendo por base contributos anteriores do CNFS e das autoridades que o compõe". Apesar dos apelos do CNSF, até ao momento, não é conhecida nenhuma alteração ao* Código das Associações *Mutualistas.*

2. Análise da Atividade Financeira no Terceiro Sector

2.1. A atividade no âmbito do sector bancário

2.1.1 Enquadramento Jurídico da Atividade Financeira no Terceiro Sector — As Caixas Económicas

O enquadramento jurídico das caixas económicas tem sido historicamente um processo complexo, tendo-se assistido a algumas derivas desde a sua finalidade, inicialmente pensada como captação de pequenos aforros e hoje essencialmente assistencial, à sua titularidade pública ou privada, assim como à sua própria natureza jurídica, passando pelas crises económicas que ditaram o fim de muitas caixas e o vaticínio, pelo Livro Branco do Banco de Portugal de 1992, do fim desta forma de instituição de crédito.

Em Portugal as primeiras Caixas são fundadas em 1844 e em 1845, sendo a Caixa Económica de Angra do Heroísmo a segunda, logo a seguir ao Montepio Geral de Lisboa[6]. No território português as Caixas Económicas surgem, não pela via previdencial e privada de contribuir para a melhoria de problemas sociais mas sim, pela própria iniciativa do Estado. O Decreto de 17 de agosto de 1836 veio determinar a existência das Caixas Económicas que recebiam depósitos à ordem e fundos em empréstimos sobre penhora. Com o intuito de fomentar as Caixas Económicas surge a Lei de 12 de março de 1845 que, para além de garantir a fixação das Caixas Económicas, garantia também uma larga margem para a sua atuação. Contudo a primeira Lei Orgânica das Caixas Económicas só viria a ser aprovada a 15 de julho de 1888 — a Lei n.º 5546[7]. Ainda no final do século XIX, com a Lei de 26 de abril de 1880, as caixas económicas nacionais são criadas junto da Caixa Geral de Depósitos, mais uma vez contribuindo para a confusão em torno da sua natureza pública ou privada, assim como da própria natureza jurídica.

A confusão persiste no Século XX, e em 1950 as caixas económicas passam a integrar o elenco das instituições de crédito nacionais. As caixas passariam ainda incólumes ao processo de nacionalização de banca e ao seu tratamento na Constituição de 1976. O primeiro regime jurídico das caixas económicas no período democrático foi o constante do Decreto-Lei n.º 136/79, de 18 de maio, agora revogado, remetendo a sua análise detalhada para PEDRO SAMEIRO[8], o autor do anteprojeto, que a propósito daquele diploma escreve: "qualquer projecto legislativo que contemple as caixas económicas portuguesas, não logrará o menor êxito se não tiver em atenção a situação de facto em que elas se encontram, para que as soluções propostas sejam adequadas".

[6] PAULO SILVEIRA SOUSA, "Gerir o Dinheiro e a Distinção — as caixas económicas de Angra do Heroísmo e os seus corpos dirigentes (1845-1915)" *in* Arquipélago, História, 2.ª série, VI, Ponta Delgada, 2002, pp. 293-346.

[7] Vide: JOÃO GOUVEIA AMARAL, A Supervisão do Banco de Portugal, Aplicabilidade, Necessidade e Processo, Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídica, Universidade Autónoma de Lisboa, Lisboa, 2016 p. 23.

[8] "A reforma da legislação das caixas económicas em Portugal", Revista da Ordem dos Advogados, Ano 55, tomo I, 1995, pp. 20 e ss.

Esta afirmação, ironicamente, mantém a sua atualidade, apesar de proferida 20 anos antes da vigência do atual regime. O regime jurídico das caixas económicas aprovado pelo Decreto-Lei n.º 190/2015, de 10 de setembro, apesar de publicado ainda em plena crise do sector bancário em Portugal[9] e quando já se suscitavam algumas questões em torno da maior caixa económica portuguesa[10] [11], foi, em nosso entender, parco nas alterações efetuadas face ao que se reclamava.

O Decreto-Lei n.º 190/2015, de 10 de setembro, procede, no seu artigo 1.º, à definição caixas económicas como instituições de crédito com personalidade jurídica, autonomia orgânica, administrativa e financeira e que têm por objeto uma atividade bancária delimitada nos termos de regime jurídico agora aprovado e dos respetivos estatutos. Pese embora a norma em apreço proceda a uma ligeira clarificação da definição de caixa económica face ao regime anterior[12], parece-nos que o legislador deveria ter sido mais claro quanto à possibilidade de forma jurídica que poderia revestir, em vez de prever que tem autonomia orgânica, administrativa e financeira, pressupostos de um qualquer ente dotado de personalidade jurídica. A questão da natureza jurídica das caixas económicas foi muito discutida no regime jurídico anterior, questão de que nos afastaremos neste trabalho[13]. Não podemos, contudo, deixar de criticar a oportunidade que o legislador teve de aprimorar o conceito, ainda que por mera remissão para a definição de *instituição de crédito*, constante do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro[14].

No atual regime jurídico das caixas económicas mantém-se ainda que estas instituições de crédito têm uma atividade bancária limitada, ou seja, não podem praticar todas as operações para as quais estão autorizadas as instituições de crédito bancárias, salvo se tiverem um ativo superior a cinquenta milhões de euros. Esta constitui uma das principais inovações do Decreto-Lei n.º 190/2015, de 10 de setembro, que consagra duas *modalidades* de caixas económicas. A lei distingue entre *caixas económicas bancárias* e *caixas económicas anexas,* respetivamente se tiverem um ativo igual ou

[9] Recorde-se que as resoluções do Banco Espírito Santo (BES) e do Banco Internacional do Funchal (BANIF) são respetivamente de 3 de agosto de 2014 e 20 de dezembro de 2015.

[10] Curiosamente, esta mesma instituição esteve no epicentro de várias alterações e foi sempre objeto de atenção do legislador. A este propósito vide: PEDRO SAMEIRO, ob. cit. pp. 20 a 23.

[11] Ver notícias da nota de rodapé n.º 5.

[12] Cujo artigo 1.º do revogado Decreto-Lei n.º 136/79, de 18 de maio, preceituava: *As caixas económicas são instituições especiais de credito que têm por objecto uma actividade bancária restrita, nomeadamente recebendo, sob a forma de depósitos à ordem, com pré-aviso ou a prazo, disponibilidades monetárias que aplicam em empréstimos e outras operações sobre títulos que lhes sejam permitidas e prestando, ainda, os serviços bancários compatíveis com a sua natureza e que a lei expressamente lhes não proíba.*

[13] Para uma síntese das teses em confronto vide JOÃO GOUVEIA AMARAL: *A Supervisão do Banco de Portugal, Aplicabilidade, Necessidade e Processo*, Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídica, Universidade Autónoma de Lisboa, Lisboa, 2016, p. 24.

[14] Cuja alínea w) do artigo 2.º A, define como: *Instituição de crédito», a empresa cuja atividade consiste em receber do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis e em conceder crédito por conta própria.*

superior a cinquenta milhões de euros, ou inferior àquele montante. Sendo que as primeiras, como a própria designação indica, estão autorizadas a praticar as mesmas operações que as instituições de crédito bancárias, enquanto que as segundas ficam restringidas às previstas no regime jurídico das caixas económicas e nos respetivos estatutos[15]. A este respeito, unimo-nos ao coro de críticas formuladas por PEDRO SAMEIRO[16] que, embora a propósito do regime anterior, mantêm a sua plena atualidade. De facto, parece-nos que a definição das caixas económicas deve ser feita em função do seu objeto, e não em "modalidades", uma vez que se tivermos em conta o parco número de caixas económicas registadas junto do Banco de Portugal[17], reforça-nos a convicção de que estamos perante uma "lei fotografia", convicção de resto reforçada na análise doutras normas deste regime. Aliás, iriamos mais longe defendendo que, atenta a falta de especificidade no objeto das caixas económicas, nem se justificaria um regime próprio, a regulação num capítulo da disciplina jurídica constante do regime geral das instituições de crédito e sociedades financeiras seria suficiente.

Uma última referência quanto à titularidade do capital das caixas económicas, que também constitui uma inovação deste novo regime ao definir no n.º 1 do artigo 6.º que apenas as associações mutualistas, misericórdias ou outras instituições de beneficência podem ser entidades titulares. Contudo, o n.º 2 do mesmo artigo distingue entre as caixas económicas anexas, em que a titularidade tem que ser total (quer seja a titularidade das participações sociais, dos direitos de voto ou outra forma de propriedade exclusiva), e as caixas económicas bancárias, em que a titularidade por parte de uma das entidades referidas no n.º 1 pode ser apenas maioritária. No que respeita a esta última, a participação pode ser direta ou indireta, no entanto deve ser

[15] Sem prejuízo do disposto no artigo 5.º do Decreto-Lei n.º 190/2015, de 10 de setembro, que dispõe que: *As caixas económicas cujo ativo seja inferior a € 50 000 000,00 mas que apresentem um programa de at ividades que permita alcançar um ativo superior a este valor num prazo máximo de cinco anos podem so licitar ao Banco de Portugal a sua constituição enquanto caixa económica bancária.*

[16] Ob. cit. pp. 30-44.

[17] Segundo o portal do cliente bancário do Banco de Portugal, as Caixas Económicas registadas em 2016 eram apenas cinco: Caixa Económica Montepio Geral; Caixa Económica da Associação de Socorros Mútuos dos Empregados de Comércio de Lisboa; Caixa Económica do Porto; Caixa Económica e Social e Caixa Económica da Misericórdia de Angra do Heroísmo. Ainda segundo o mesmo portal: As caixas económicas podem receber depósitos ou outros fundos reembolsáveis, efetuar operações de crédito sobre penhores ou hipotecários e serviços de cobrança, transferências de numerário, aluguer de cofres, administração de bens imóveis, pagamentos periódicos e outros análogos da conta de outros clientes. Há, porém, caixas económicas que, em virtude de beneficiarem de uma autorização especial, podem praticar um leque mais amplo de operações. A Caixa Económica Montepio Geral está autorizada pelo Banco de Portugal (BdP) a realizar todas as atividades e a praticar todas as operações permitidas aos bancos.

A Caixa Económica da Misericórdia de Angra do Heroísmo, para além das atividades legalmente permitidas às caixas económicas, está autorizada pelo Banco de Portugal a realizar as seguintes atividades: realizar operações de crédito, atuar no mercado interbancário, realizar desconto comercial, adquirir títulos de dívida pública, ações, obrigações e outros títulos de capital ou de dívida que se encontrem cotados em bolsa nacional ou em bolsas de países da OCDE, prestar serviços de cobrança, transferência de fundos, pagamentos periódicos e outros análogos por conta de clientes, alugar cofres e guardar valores e a proceder à compra e venda de notas e moedas estrangeiras ou de cheques de viagem, nos termos permitidos às agências de câmbios.

uma participação qualificada para efeitos do regime geral das instituições de crédito e sociedades financeiras, ou seja não inferior a 10% do capital social ou dos direitos de voto[18]. Ainda no tocante à titularidade, e ao nível da *governance* o legislador estabeleceu uma *ring fence,* obrigando à separação absoluta entre os membros dos órgãos sociais da entidade titular e das caixas económicas. É alcançado assim o desiderato a que se propôs no preâmbulo do diploma, de uma separação formal entre as instituições titulares e as caixas económicas, contribuindo para uma maior transparência do regime. Todavia, cremos que terá falhado o objetivo de maior transparência no posicionamento destas instituições perante o mercado e os seus clientes de forma clara e facilitadora da supervisão.

2.2.A atividade financeira mutualista — Regime Jurídico

Substancialmente distinta, é aquilo que designamos por "atividade financeira mutualista", que mais não é do que a gestão dos regimes complementares de segurança social, mas que como veremos, materialmente, em muito se assemelha a outros produtos financeiros comercializados por entidades bancárias ou seguradoras. O estabelecimento de qualquer paralelismo entre as mutualidades e o sector financeiro poderá parecer *prima facie* completamente descabido, e admitimos que ainda o seja para conceções mais conservadoras do movimento mutualista, não se ignorando que os princípios que presidem a uns e outros são substancialmente distintos[19]. Sendo certo que os produtos mutualistas, sobretudo destinados à complementaridade da reforma e proteção social, se baseavam na solidariedade e da redistribuição da riqueza, na verdade, e numa visão simplista, as mutualidades partiam da quotização dos associados, dos fundos com que contribuíam e da capitalização gerada pela aplicação desses fundos e de fundos próprios[20], para satisfazerem os seus encargos e garantirem os regimes prestacionais com os seus associados, aliás, ainda é esta a fórmula prevista na lei[21]. Porém, a evolução do mundo da finança alterou estes padrões, procurando-se a maior rentabilização das aplicações através de produtos cada vez mais sofisticados, e que se vieram a revelar pouco seguros[22], ao mesmo tempo que, no que às associações

[18] Nos termos da alínea ee) do artigo 2.º A do Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro.

[19] Sobre a história do mutualismo em Portugal vide: VASCO ROSENDO, *O mutualismo em Portugal: dois séculos de história e suas origens,* Multinova, 1996.

[20] Desde logo da participação nas caixas económicas anexas.

[21] Dispõe o artigo 45.º do regime jurídico das associações mutualistas que as mesmas devem dispor dos fundos disponíveis para prover aos respetivos encargos com os regimes, devendo tais fundos serem compostos por: a) Quotas dos associados destinadas à modalidade em vista; b) Rendimentos do próprio fundo; c) Rendimentos do respetivo fundo permanente ou fundo próprio; d) Quantias prescritas a favor da associação respeitantes a benefícios do respetivo fundo; e) Parte, fixada nos estatutos, dos rendimentos líquidos da caixa económica anexa, de participações financeiras e da exploração de instalações, equipamentos sociais e serviços; f) Quaisquer outras receitas não especificadas, cuja distribuição é da competência da direção, caso os estatutos não disponham de outro modo.

[22] Sobre esta temática vide: EDUARDO SILVA MATOS, *O que a crise do subprime ensinou ao direito? Evidências e lições do modelo concorrencial e regulatório bancário brasileiro,* Almedina Brasil, 2015, pp. 59 a 67.

mutualistas diz respeito, a interceção entre estas e as caixas económicas de que são titulares revela-se assaz perigosa. Essa interceção dava- se ao nível da circulação de capitais, quer por via da utilização das caixas económicas para aplicação dos fundos das associações mutualistas, quer pela utilização desses mesmos fundos para capitalização daquelas quando há necessidades de reforço do capital, ao mesmo tempo que, até 2015, não havia qualquer separação formal ou material dos órgãos sociais de umas e outras.

Apesar destas fragilidades já estarem diagnosticadas, e não obstante a recente alteração ao regime jurídico das caixas económicas que vimos anteriormente, certo é que no que concerne à atividade de gestão financeira das quotizações e contribuições de aforro dos associados, a mesma encontra-se regulada apenas no regime jurídico das associações mutualistas, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 72/90, de 3 de março. Este regime, que regula a atividade mutualista em geral, contém várias disposições relativas à atividade financeira destas associações destinada a garantir o cumprimento das prestações a que estão adstritas por via dos estatutos, regulamento ou de contrato. Para o presente estudo, realçamos todo o Capítulo IV do regime financeiro das associações mutualistas, onde se concretizam o princípio do equilíbrio financeiro e das regras previsionais para a sustentabilidade dos regimes prestacionais. Aqui destacamos a composição dos fundos disponíveis no artigo 45.º, bem como as limitações impostas pelos artigos 55.º e 56.º à aplicação desses mesmos fundos, quanto aos tipos de aplicações. De igual modo são estabelecidas outras regras de rigor financeiro e contabilístico. A verdade é que, não obstante esta densificação normativa de alguns princípios vertidos no regime jurídico das associações mutualistas[23][23], o diploma continua a padecer de um pecado capital — a ausência de sistema de supervisão. Apenas se prevê uma intervenção tutelar, por parte do ministro que tiver a seu cargo a segurança social, mas tratando-se de uma mera tutela administrativa, nos termos que desenvolveremos infra. Ora, estando em causa produtos de aforro dos associados, destinados a garantir regimes complementares de reforma ou outras prestações, em tudo idênticos aos produtos de aforro de igual natureza comercializados pelos bancos e seguradoras[24][25], não se vislumbra porque razão estes últimos estão sujeitos a um regime de supervisão e regulação muito mais exigente, redundando numa maior proteção do subscritor.

[23] Referimo-nos aqui quer aos princípios mutualistas, quer a princípios de equilíbrio financeiro, desde logo o princípio da suficiência das modalidades previsto no artigo 34.º do Decreto-Lei n.º 72/90, de 2 de março.

[24] Vulgo os Planos Poupança Reforma PPRs, sem prejuízo da análise técnica mais detalhada que faremos adiante, que podem revestir a natureza de fundos fechados ou abertos ou ainda de seguros de capitalização.

[25] Não se quer com isto dizer que a confusão não se aplique igualmente aos outros órgãos de supervisão financeira, designadamente CMVM e ASF, mas apenas porque tem o sido o BdP a entidade mais citada pelos órgãos de comunicação social.

3. Modelo de Supervisão Financeira em Portugal

3.1. A distinção entre Supervisão e Regulação

O tema do presente estudo entronca no modelo de supervisão e regulação financeira, sendo que, em particular no que toca ao sistema bancário[25], é frequente a confusão, pelo menos terminológica, entre uma e outra. Não raras vezes ouvimos referências ao Banco de Portugal como ou *regulador* ou *supervisor,* de modo indistinto, arriscando mesmo a referir que serão mais frequentes as primeiras. Certo é que a confusão entre regulação e supervisão não se circunscreve a outros fóruns, porquanto a própria doutrina tem necessidade de proceder à clarificação desta distinção. Como salienta LUIS da SILVA MORAIS[26], para uma análise rigorosa do quadro da supervisão financeira impõe-se uma rigorosa distinção conceptual entre regulação e supervisão, assim como LUIS GARRICANO e ROSA LASTRA[27], que escrevem: *the terms regulation and supervision are conceptually different, even though many commentators use them interchangeably.* Do mesmo passo, o *Relatório Larosiére,* que se revelou uma peça fundamental para a redefinição dos modelos europeus de regulação e supervisão, operou esta distinção conceptual. Todavia também há autores, como LUIS MÁXIMO DOS SANTOS[2828] ou JOSÉ RENATO GONÇALVES[2929], para quem essa distinção não é tão premente. Entendemos realçar esta distinção, porquanto a regulação e a supervisão cumprem finalidades distintas, ainda que o supervisor possa ter competências regulatórias, com poderes para a definição de regras de natureza regulamentar. Sendo vastíssima a doutrina sobre a regulação elegemos, num plano mais filosófico, a definição material de ROMAIN RAMBAUD[30] como "a função administrativa que tem por objeto a manutenção de uma ordem pública económica, visando o equilíbrio entre a eficácia económica e a execução de políticas públicas". A regulação assume-se assim no plano normativo, e como refere PEDRO GONÇALVES[31], "na edição de regras vão moldar ou limitar a atuação dos agentes do mercado". O Estado terá assim por via da regulação um papel de garante de funcionamento dos mercados, visando a "ordem pública económica", quer enquanto ordenadora do funcionamento dos mercados, quer enquanto protetora dos consumidores. A regulação poderá ser *horizontal,* na

[26] Ob. cit. p.10

[27] "Towards a New Architecture for Financial Stability: Seven Principles", *Jornal of International Economic Law,* Oxford University Press 2012, p. 73.

[28] "A reforma do modelo institucional de supervisão dos sectores da banca e dos seguros em França" *in* Revista de Concorrência e de Regulação, Ano 1, n.º 2, abril-junho 2010, Almedina, Coimbra, pp. 263-285.

[29] "A sustentabilidade da zona euro e a regulação do sistema financeiro" *in* Revista de Concorrência e de Regulação, Ano 1, n.º 2, abril-junho 2010, Almedina, Coimbra, pp. 289-290, 308 e 314.

[30] *L´institution juridique de régulation — Recherches sur les rapports entre droit administratif et théorie* économique, Editions L´Harmattan, Paris, 2012, p. 476.

[31] *In Reflexões Sobre o Estado Regulador e o Estado Contratante,* ob. cit. p. 80.

expressão de RAMBAUD, ou *transversal*, na aceção de PEDRO GONÇALVES, visando a ordenação do mercado em geral uma regulação de concorrência e funcionamento dos mercados. Coexistindo, ainda, com a regulação *vertical* ou *sectorial,* que visa a ordenação do funcionamento de sectores concretos da atividade económica e de onde têm emergido várias entidades reguladoras independentes[32]. Se à regulação é atribuído um papel de ordenação prudencial, à supervisão é atribuída a função de fiscalização do cumprimento dessas regras de ordenação dos mercados, sendo pois uma atividade de controlo sucessivo da atividade[33].

3.2. O modelo tripartido de Supervisão Financeira em Portugal

Para o cumprimento do desiderato deste estudo impõe-se uma visão, ainda que panorâmica, do sistema de supervisão financeira português. O modelo de organização ou a "arquitetura institucional da supervisão financeira", como já foi referido, tem sido muito discutido na doutrina, sobretudo tendo em conta que a este se atribui a crise do *subprime* e as crises que daí advieram[34], a falhas de supervisão e também de regulação[35]. Não curaremos, nesta sede, do escrutínio do modelo de supervisão financeira vigente, quer à luz da evolução e tendências dos sistemas de supervisão europeia, nem tão pouco numa análise comparativa dos vários modelos existentes e das suas vantagens, mas tão só de uma perspetiva do modelo vigente[36].

O modelo de supervisão financeira nacional insere-se no sistema de supervisão

[32] Sobre esta temática vide: PEDRO GONÇALVES e LICÍNIO LOPES MARTINS, "Nótulas sobre o novo regime das entidades independentes da regulação económica", *Textos de Regulação da Saúde*, Entidade Reguladora da Saúde, 2013.

[33] Não obstante a complexidade dogmática da *regulação,* por constituir uma nova instituição jurídica, bem como uma deriva quer ao nível material, quer orgânico, do direito administrativo tradicional, no que toca à atividade financeira, recenseamos um volume mais significativo de doutrina no âmbito da *supervisão.* Facto a que não será alheia a crise financeira de 2008, que a generalidade dos autores atribuem a uma falha da supervisão, e que motivou alterações da arquitetura da supervisão quer nos EUA, quer na Europa. Sobre esta questão vide: LUIS SILVA MORAIS, ob. cit.

[34] Como as sucessivas crises da dívida soberana.

[35] Ou melhor, de desregulação, sobretudo nos EUA.

[36] Aliás, como refere LUIS SILVA MORAIS, ob. cit. pp. 19-20, nenhum dos modelos sumariamente descritos pelo autor estão isentos de falhas. Para uma análise mais detalhada dos modelos institucionais de supervisão financeira, além do citado autor vide: AA.VV., Livro Branco sobre o sistema financeiro 1992, Ministério das Finanças, Conselho para o Sistema Financeiro, Lisboa, 1991; LUIS GARRICANO e ROSA LASTRA, "Towards a New Architecture for Financial Stability: Seven Principles", Jornal of International Economic Law, Oxford University Press 2012; LUIS MÁXIMO SANTOS, "A reforma do modelo institucional de supervisão dos sectores da banca e dos seguros em França" *in* Revista de Concorrência e de Regulação, Ano 1, n.º 2, abril-junho 2010, Almedina, Coimbra, p. 263; RENÉ SMITHS, "Europe´s Post- Crisis Supervisory Arrangements — a Critique *in* Revista de Concorrência e de Regulação, Ano 1, n.º 2, abril-junho 2010, Almedina, Coimbra, p. 125; JOSÉ NUNES PEREIRA, "A caminho de uma nova arquitetura da supervisão financeira europeia", *in* Revista de Concorrência e de Regulação, Ano 1, n.º 2, abril-junho 2010, Almedina, Coimbra, p. 167; PEDRO GUSTAVO TEIXEIRA, "The Evolution of the Law and Regulation of the Single European Financial Market until the Crisis", *in* Revista de Concorrência e de Regulação, Ano 1, n.º 2, abril-junho 2010, Almedina, Coimbra, p. 209; RITA ALMEIDA PAIS, "A Supervisão Financeira e a Coordenação Europeia: Uma Inevitabilidade" in Boletim de Ciências Económicas, Working Papers, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra Instituto Jurídico, Coimbra, 2016, p. 7-37.

financeira europeia[37], e adota a arquitetura dos designados modelos sectoriais de supervisão, ou seja, segmentados por subsectores financeiros: banca, seguros e mercado de capitais, respetivamente supervisionados pelo Banco de Portugal (BdP)[38], Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF)[39] e Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)[40] e a nível europeu, o pilar microprudencial é constituído pela Autoridade Bancária Europeia (EBA), a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) e a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (EIOPA), e a supervisão macroprudencial é exercida pelo Comité Europeu do Risco Sistémico (ESRB). O modelo de organização da supervisão financeira em Portugal contempla ainda um Conselho Nacional dos Supervisores Financeiros (CNSF)[41], composto pelos presidentes dos supervisores financeiros e ainda pelo membro do conselho de administração do BdP que tenha a seu cargo a supervisão. Podemos constatar que a "arquitetura institucional" da supervisão financeira em Portugal segue muito de perto o modelo europeu, também composto por três supervisores[4242] sectoriais, exatamente para os mesmos subsectores financeiros de banca, bolsa e seguros, aliás onde os supervisores nacionais têm assento. O modelo sectorial português só não seguiu o modelo *twin peaks*[43] europeu, pese embora os supervisores nacionais também tenham assento no organismo de prevenção de risco ou supervisão macroprudencial — o Comité Europeu do Risco Sistémico (ESRB). Em suma, temos um modelo de supervisão financeira europeia, que não esvazia as competências dos supervisores nacionais, antes reforçando o princípio da subsidiariedade, mantendo nas entidades nacionais uma supervisão de proximidade.

---

[37] Note-se que não ignoramos o sistema único europeu de supervisão financeira, contudo, por facilidade de análise e exposição partiremos sempre das entidades nacionais, enquanto elementos de proximidade do sistema integrado.

[38] Nos termos do disposto no artigo 17.º da Lei Orgânica do Banco de Portugal, aprovada pela Lei 5/98, de 31 de janeiro, supervisionando as instituições de crédito, sociedades financeiras e outras entidades que lhe estejam legalmente sujeitas.

[39] Nos termos do artigo 6.º do Estatuto da Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões, alterado pela Lei n.º 1/2015, de 6 de janeiro, a ASF tem por missão assegurar o regular funcionamento do mercado segurador e dos fundos de pensões, através da promoção da estabilidade e solidez financeira das entidades sob a sua supervisão, bem como da garantia da manutenção de elevados padrões de conduta por parte das mesmas, com vista ao objetivo principal de proteção dos tomadores de seguros, segurados, subscritores, participantes, beneficiários e lesados.

[40] Cujos estatutos constam da Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 5/2015, de 8 de janeiro. Contém as alterações introduzidas pela Lei n.º 148/2015, de 9 de setembro, que preceitua no seu artigo 4.º que a CMVM tem por missão a regulação e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros, bem como das entidades que neles atuam, nos termos previstos no Código dos Valores Mobiliários e na respetiva legislação complementar.

[41] Criado pelo Decreto-Lei n.º 228/2000, de 23 de setembro.

[42] A nível europeu o modelo sectorial de supervisão financeira é constituído pela Autoridade Bancária Europeia (EBA), a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) e a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (EIOPA), que colaboram no quadro do Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão (ESA).

[43] Modelo composto por um pilar microprudencial, de supervisão concreta e por uma pilar macroprudencial ou de prevenção de risco.

Menos clara parece ser a arquitetura institucional de supervisão financeira nacional. Sem prejuízo do que se referiu anteriormente e da réplica do modelo europeu, nesta interação entre a supervisão única europeia e a subsidiariedade da intervenção da entidade nacional, certo é que no ordenamento jurídico nacional existem, salvo o devido respeito, algumas incongruências. Desde logo, a Lei-Quadro das entidades administrativas independentes com funções de regulação da atividade económica dos setores privado, público e cooperativo — Lei n.º 67/2013, de 28 de agosto — levanta-nos várias perplexidades, começando pela sua própria necessidade e oportunidade. Como bem denotam PEDRO GONÇALVES e LICÍNIO LOPES MARTINS[44], da Lei-Quadro resultam alguns pressupostos legais para a existência de uma entidade Administrativa Independente, que são *substancialmente caracterizadores ou constitutivos da mencionada noção legal de entidade reguladora independente.* Como reforçam os citados autores, são marcas estatutárias, pelo que deverão constar da respetiva decisão legislativa que cria a entidade em causa. Logo, haveria uma redundância entre a Lei-Quadro e os vários diplomas estatutários de criação dessas entidades. Somos pois da opinião que os elementos caracterizadores e constitutivos dessas notas de independência deveriam ser elevados à categoria constitucional, com uma melhor redefinição do artigo 267.º n.º 3 como suporte constitucional dos elementos constitutivos das Autoridades Regulatórias Independentes (ARIs), ganhando verdadeira nota de independência e de posicionamento na organização administrativa. Pelo que, de *iure condendo* e numa próxima revisão constitucional, advogamos a redefinição constitucional de ARI, sobretudo elevando a esta categoria as notas da sua independência material[45]. Caso fosse cumprido tal desiderato, poderiam fundar-se os diplomas estatutários e criadores das ARIs diretamente na constituição, cabendo-lhes a concretização desses elementos e dos elementos formal e organicamente relevantes, votando assim a Lei-Quadro a uma obsolescência anunciada.

Uma segunda nota prende-se com o próprio âmbito de aplicação subjetiva[46]. E neste caso, no que toca em concreto à supervisão financeira, afastamo-nos de PEDRO GONÇALVES e LICÍNIO LOPES MARTINS[47] quando concordam com a expressa exclusão do BdP e da ERC da lista das entidades reguladoras nacionais. No que respeita ao BdP, o argumento de que se trataria de uma entidade sujeita ao direito europeu falece, na

[44] Nótulas sobre o novo regime das entidades independentes da regulação económica", *Textos de Regulação da Saúde,* Entidade Reguladora da Saúde, 2013, p. 14.

[45] Tanto mais que, como já frisamos, a regulação e as entidades que a executam ou supervisionam constituem uma deriva do direito administrativo clássico, pelo que, não é despiciendo o seu enquadramento constitucional.

[46] Não podemos deixar de dar nota que consideramos excessivo o leque de ARIs. Sendo certo que se trata de um juízo político, não deixamos de registar uma *regularização* da atividade administrativa, utilizando a expressão por analogia ao fenómeno da *empresarialização* da atividade administrativa verificada nas últimas duas décadas do século XX. Isto é, se no passado se deslocou, por circunstâncias várias, atos típicos da atividade administração, para o sector público empresarial, parece-nos que igual fenómeno acontece com as entidades reguladoras. E note-se que aqui não questionamos as entidades estrita ou primordialmente supervisoras, questionamos sim as entidades meramente ordenadoras, tarefa que já cabia à administração, por via regulamentar.

[47] Ob. cit. p. 12.

medida em que, no atual sistema institucional de supervisão financeira europeia, os três supervisores financeiros estão sujeitos ao direito e à supervisão setorial europeia, fazendo ainda parte da supervisão macroprudencial. Não faz, por isso, qualquer sentido que exista um supervisor financeiro, por sinal o bancário, que ademais é o que preside e detém dois membros no Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, que não conste da lista de entidades reguladoras nacionais, conforme previsto na Lei-Quadro das entidades administrativas independentes com funções de regulação da atividade económica dos setores privado, público e cooperativo, sem prejuízo do que se disse quanto a obsolescência da mesma. A questão torna-se particularmente mais grave, porquanto a identidade entre o sistema europeu e o nacional, assente numa supervisão financeira sectorial unitária conjugando-se com a nacional numa lógica de subsidiariedade, pelo que os supervisores deveriam estar juridicamente equiparado. Questionamos assim a infra ordenação orgânica do supervisor bancário face aos demais supervisores financeiros, tanto mais que, pelo menos numa perspetiva empírica, arriscaríamos a dizer que é o supervisor que maior peso institucional tem — em função do mercado regulado.

Não obstante as questões jurídico-organizacionais do sistema de supervisão financeira nacional, concluímos que, ao nível das competências materiais de supervisão, o quadro jurídico de regulação[48] prevê mecanismos de supervisão financeira dotados de uma especial coercividade. Quer isto dizer que os supervisores financeiros, europeus e nacionais, gozam de vários poderes típicos de Autoridade Reguladora Independente. Desde os típicos poderes administrativos sancionatórios, aos da imposição unilateral de medidas, de destituição de administradores e determinação da perda de idoneidade, até à suspensão de negociação de títulos, a cassação de autorização de operação ou até mesmo à "bomba atómica" — a medida de resolução prevista no artigo 17.ºA da Lei Orgânica do Banco de Portugal.

3.3. A tutela da atividade financeira mutualista

Questão bem distinta é o controlo da atividade financeira, não bancária[49], das entidades do terceiro sector, *máxime* das associações mutualistas que exercem atividades materialmente financeiras na captação e gestão de aforro dos associados com vista a uma atividade previdencial e do pagamento de prestações sociais complementares. Estas entidades estão nos termos do disposto no artigo 109.º e 117.º do Código das Associações Mutualistas, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 72/90, de 3 de março, sujeitas à tutela do Estado por intermédio do Ministério da Segurança Social[50]. Trata-se pois

[48] Vide: PEDRO GUSTAVO TEIXEIRA, "The law of the single financial market" in *Revista de Concorrência e de Regulação*, Ano 1, nr. 2, abril-junho 2010, Almedina, Coimbra, 209-250.

[49] Note-se que pretendemos significar atividade bancária em sentido amplo, enquanto qualquer atividade sujeito ao regime jurídico das instituições de crédito e sociedade financeiras, não pretendo fazer a distinção entre caixas económicas bancárias e anexas, conforme vimos supra.

[50] Com intervenção do Ministério da Saúde quando estejam em causa especificamente actividades exercidas no campo da saúde, nos termos da parte final do n.º 1 do artigo 117.º

de uma mera tutela inspetiva[51], não se vislumbrando na lei sinais de poderes de tutela sancionatória, substitutiva ou revogatória. Aliás, o único poder não inspetivo[52] que resulta do Código da Associações Mutualistas, é o de requerer a destituição judicial da direção. Ou seja a lei limita-se a conferir legitimidade ao Ministro da Segurança Social para requerer ao tribunal a destituição da direção da associação mutualista quando o programa de saneamento financeiro não seja considerado adequado ao restabelecimento da legalidade ou do equilíbrio financeiro. Também o pode fazer quando não sejam atingidos os objetivos programados, ou quando se verifiquem graves irregularidades no funcionamento da associação ou dificuldades financeiras que obstem à efetivação dos direitos dos associados[53].

Estamos, pois, perante uma discrepância entre os poderes de supervisão financeira das instituições bancárias do Terceiro Sector — caixas económicas — e a supervisão da atividade financeira das entidades não bancárias — as associações mutualistas — se é que se poderá chamar poder de supervisão a este último. A questão ganha ainda maior estranheza quando o legislador, no preâmbulo do Código das Associações Mutualistas, assume as seguintes premissas: "(…) em matéria de gestão financeira desenvolvem-se regras relativas aos fundos e às aplicações financeiras, por forma a melhor acautelar os interesses e os direitos dos associados e beneficiários. Em contrapartida, prevê-se a possibilidade de reajustar os benefícios e as quotas em consequência da aplicação dos excedentes técnicos". Para logo se seguida referir que: "Finalmente, **atenua-se a tutela do Estado**[54], sem prejuízo da salvaguarda nos casos prescritos, da garantia da efetivação dos direitos dos associados e beneficiários. Nesse sentido é introduzido um dispositivo tendente a repor o saneamento financeiro ou a regularização do funcionamento das mutualidades, antes de se promover a destituição judicial dos titulares do órgão gestionário".

Estamos pois perante uma clara diferença de tutela dos interesses dos beneficiários, consoante a entidade onde subscrevem os seus produtos de aforro ou complemento de previdência, quando estes são por vezes materialmente idênticos, como veremos, acrescendo ainda a possibilidade de serem simultaneamente titulares de produtos financeiros, numa e noutra instituição da mesma entidade[55].

[51] Na classificação de FREITAS do AMARAL, in *Curso de Direito Administrativo*, Vol. I, Reimpressão da 4.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2015, pág. 692.

[52] Sendo que os próprios poderes inspectivos que resultam directamente do Código das Associações Mutualistas são os previstos nos artigos 110.º e 111.º

[53] Pode colocar-se a questão de saber se o Estado não poderia ter outro tipo de tutela, designadamente aquela que é comum à generalidade das Instituições Particulares de Solidariedade Social (IPSS), conforme consta do Decreto-Lei n.º 119/83, de 25 de fevereiro. Contudo, além do poder de tutela ser muito idêntico ao referido no Código das Associações Mutualistas, com exceção do poder de aprovação prévia das IPSS, entendemos que não, por duas ordens de razões: a primeira é que o Código das Associações Mutualistas constitui lei especial, perante a lei geral das IPSS, pelo que entendemos que a derroga; a segunda é que, por outro lado, o referido diploma assume no seu preâmbulo a intenção deliberada de diminuição da tutela do Estado.

[54] Destaque nosso.

[55] Pense-se, por exemplo, num cidadão que tenha um plano de complemento de reforma numa associação mutualista e, simultaneamente, um PPR na instituição de crédito de que é titular a asso-

4. Da Igualdade Material da Atividade à Desigualdade da Tutela dos Direitos dos Subscritores

4.1. Produtos Financeiros Equiparados

No presente título centraremos o nosso objeto nas modalidades mutualistas para, a partir da análise de casos concretos, sustentarmos a nossa posição de que estamos perante produtos financeiros materialmente equiparados aos criados e comercializados pelas instituições de crédito. Partiremos da análise de modalidades mutualistas para os associados do Montepio Geral Associação Mutualista, por ser aquela que é a de maior dimensão (é historicamente assinalada e reconhecida a sua importância ao longo dos sucessivos regimes jurídicos, bem como a detentora da Caixa Económica (bancária) de maior dimensão[56]), e por ser em torno desta que se têm levantado as questões que agora se analisam numa perspetiva da dogmática jurídica.

Nos termos do disposto no artigo 19.º do Código das Associações Mutualistas, a regulamentação dos benefícios prosseguidos pelas AMs deve constar de instrumento próprio, denominado regulamento de benefícios. No presente caso, nos termos do artigo 2.º do Regulamento de Benefícios do Montepio Associação Mutualista[5757], as modalidades, agrupadas em 3 (três) grupos distintos, são as que a seguir se apresentam, de acordo com a seguinte classificação:

a) Modalidades grupo I — **modalidades individuais de poupança[58]**:

i. Montepio poupança complementar;

ii. Montepio poupança reforma;

iii. Montepio capital certo.

b) Modalidades grupo II — modalidades individuais de proteção vida para garantia exclusiva do pagamento de encargos emergentes de contratos de crédito ou que preveem, também, essa possibilidade:

i. Montepio proteção — crédito à Habitação;

ii. Montepio proteção — crédito individual;

iii. Montepio proteção — outros encargos.

c) Modalidades grupo III — **modalidades individuais de proteção vida, mistas e de proteção longevidade:**

i. Montepio proteção vida;

ii. Montepio proteção invalidez;

---

ciação mutualista.

[56] Para uma síntese e enquadramento histórico vide: PEDRO SAMEIRO, ob. cit. p. 20 e ss.

[57] Disponível em: https://www.montepio.pt/iwov-resources/SitePublico/documentos/pt_PT/pdf-pmc/AMRB0000.pdf

[58] Destaque nosso.

iii. Montepio proteção 18 — 30;

iv. Montepio proteção 5 em 5;

v. Montepio pensões de reforma.

Da simples observação do regulamento de benefícios, constata-se que estamos perante modalidades mutualistas materialmente equiparadas a outros produtos financeiros, conclusão que reforçaremos com a análise de algumas das modalidades em concreto. Se no que concerne ao primeiro grupo — modalidades individuais de poupança — se levantam algumas dúvidas, pelo que relegaremos a sua análise para adiante, já no que toca ao segundo grupo — **modalidades individuais de proteção vida para garantia exclusiva do pagamento de encargos emergentes de contratos de crédito ou que preveem, também, essa possibilidade** — não nos restam dúvidas que estamos perante modalidades mutualistas que materialmente se inserem na categoria dos seguros[59]. Senão vejamos, a associação mutualista *assume a cobertura de determinados riscos, comprometendo-se a satisfazer as indemnizações ou a pagar o capital seguro em caso de ocorrência de sinistro, nos termos acordados*, *contra o pagamento de um prémio* o que constitui a relação sinalagmática do contrato de seguro. A isto acresce que, *a prestação do que ficou acordado no contrato pode ser efectuada à pessoa ou entidade no interesse do qual o seguro é celebrado (o segurado) ou de terceiro designado pelo tomador do seguro (o beneficiário),* que é a situação concreta das modalidades mutualistas referidas no segundo grupo, que satisfarão o crédito do mutuário[60], em caso de ocorrência do risco seguro. Não fossem estes elementos típicos de um contrato de seguro, bastaria ainda atentar nos artigos 8.º e 9.º do citado regulamento dos benefícios, para também vermos cláusulas típicas do contrato de seguro, como seja a definição do risco, os riscos não cobertos e as causas de exclusão da responsabilidade.

No tocante às modalidades do terceiro grupo — **modalidades individuais de proteção vida, mistas e de proteção longevidade** — têm em comum o facto de poderem ser subscritas para o próprio ou instituir um terceiro beneficiário[61], sendo que o subscritor determina o capital inicial e/ou as subscrições periódicas que vai fazendo, bem como o momento a partir do qual se vence e passa a ser pago ao beneficiário a totalidade do capital, ou sob a forma de renda periódica ou vitalícia conforme o caso

[59] O contrato de seguro terá sido porventura o contrato comercial que maiores mutações sofreu, quer nas diferentes modalidades de contrato de assunção de risco, na sua vertente mais elementar, quer na sua deriva para produto financeiro, justamente o objeto do nosso estudo. Sobre os elementos típicos do contrato de seguro vide: PEDRO ROMANO MARTINEZ, *Contrato de Seguro — Apontamentos,* Princípia, Cascais, 2006, pp. 51-59; JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Direito dos Contratos Comerciais,* Almedina, Coimbra, 2009, pp. 685-687; ALBERTO TAPIA HERMIDA, *Manual de Derecho de Seguros y Fondos de Pensiones,* Thomson, Navarra, 2006, pp. 155-159; Sobre a dimensão "financeira" dos seguros: CALVÃO da SILVA, *Direito Bancário,* Almedina, Coimbra, 2002; JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Instrumentos Financeiros,* 3.ª ed. Revista e aumentada, Almedina, Coimbra, 2017, ponto 3.8; Na jurisprudência o Ac. STJ de 12-11-2013, relator Cons.º Gregório da Silva, proc.º 530/10.6TJPRT.P1.S1.

[60] No caso concreto das modalidades analisadas, o mutuário é o Montepio Geral Caixa Económica.

[61] Caso do Montepio Proteção 18-30, cuja ficha técnica se pode ver em: https://www.montepio.pt/iwov- resources/SitePublico/documentos/pt_PT/pdf-pmc/AMFT7296.PDF

da modalidade escolhida. As modalidades diferem, *grosso modo,* apenas quanto à verificação do evento certo, geralmente associado à idade, com exceção da proteção do Montepio Proteção Invalidez[62], cuja verificação depende de evento incerto, ou melhor, de ocorrência incerta. Por isso, com exceção desta última, as demais modalidades consistem na definição de um montante de capital investido, e do limite temporal do mesmo. Estamos, assim, perante verdadeiros *seguros financeiros*, na modalidade de operações de capitalização a que alude o artigo 207.º do Decreto-Lei n.º 72/2008, de 16 de abril, que correspondem aos contratos pelo qual o segurador se compromete a pagar um montante fixado a priori, decorrido determinado número de anos em troca do pagamento de um prémio único ou periódico[63]. Deste modo, também aqui não nos restam dúvidas que, *materialmente,* estamos perante um seguro de capitalização, que, não sendo gerido por uma associação mutualista e não revestindo a forma de modalidade mutualista[64], estaria sujeito à regulação do sector dos seguros e à supervisão da ASF.

No que concerne às modalidades mutualistas previstas no primeiro grupo — **modalidades individuais de poupança —** a ficha técnica[65] define como "modalidade principal cuja subscrição permite ao Associado Subscritor manter o Vínculo Associativo ao longo de toda a sua vida, com garantia da poupança entregue e respetivo rendimento acumulado pelo ativo do MGAM, não dependendo da subscrição de outras modalidades, e que apresenta o mesmo regime fiscal dos PPR, **não sendo um PPR e não se encontrando abrangida pela portabilidade prevista entre PPR"[66]**. Contudo, na mesma ficha e na definição do perfil do investidor pode ler-se: "Apesar de poder ser subscrita por Associados de todas as idades a subscrição desta modalidade destina-se a Associados em idade ativa **que desejem constituir uma poupança para utilizar na reforma[67]**, podendo efetuar entregas periódicas e/ou livres, bem como reembolsos em qualquer altura, sujeitos a: *i.* Penalização regulamentar no rendimento relativo ao reembolso de entregas com 5 (cinco) ou menos anos, salvo nas situações de exceção previstas no regulamento da modalidade e constantes da presente Ficha Técnica; *ii.*

---

[62] Cuja ficha técnica se pode obter em: https://www.montepio.pt/iwov- resources/SitePublico/documentos/pt_PT/pdf-pmc/AMFT7489.PDF.

[63] Das condições das operações de capitalização devem especificamente constar, entre outras, nos termos do artigo 208.º, n.º 3, informações relativamente a prestações a pagar ao segurador pelo subscritor ou pelo portador do título; ao capital garantido; ao direito ou não à participação nos resultados e, havendo, em que termos é calculada e paga; a condições e valores de resgate; a encargos e ao momento em que são cobrados, à indicação de que o subscritor ou portador do título pode solicitar informações sobre o valor da participação nos resultados distribuída, sobre o pagamento das prestações ou, ainda, sobre o valor do resgate.

[64] Repare-se que a própria descrição da ficha técnica da modalidade mutualista em muito se assemelha à descrição legal da nota anterior: *Modalidade mutualista individual mista, destinada a assegurar, com garantia do ativo do MGAM, o pagamento do Capital Subscrito, em vida ou morte do Associado Subscritor, ao jovem Beneficiário indicado à data da Subscrição, na data aniversário da Subscrição do ano em que o jovem Beneficiário atinge a idade atuarial convencionada para o recebimento, que não pode ser inferior a 18 anos nem superior a 30 anos.*

[65] Disponível em https://www.montepio.pt/iwov-resources/SitePublico/documentos/pt_PT/pdf- pmc/AMFT7375.PDF.

[66] Destaque nosso.

[67] Negrito nosso.

Penalização fiscal prevista pelo regime fiscal dos PPR. Na verdade se atentarmos no n.º 3 do artigo 1.º do Decreto-Lei n.º 158/2002, de 2 de julho, que aprova o regime jurídico dos Planos Poupança, este dispõe que os fundos de poupança terão a forma de fundo de investimento mobiliário, de fundo de pensões ou, equiparadamente, de fundo autónomo de uma modalidade de seguro do ramo «Vida». Estes podem ser geridos por sociedades gestoras de fundos imobiliários, sociedades gestoras de pensões e pelas empresas de seguros autorizadas, nos termos legais, a explorar o ramo «Vida» em Portugal, nos termos do artigo 2.º do mesmo diploma. Os fundos de investimento caracterizam-se por serem instrumentos de investimento coletivo, constituindo patrimónios autónomos em relação aos seus investidores que adquirem unidades de participação[68]. No caso em apreço, embora nos pareça que as modalidades de poupança individual, sobretudo a poupança reforma, visem o mesmo objetivo de complemento de reforma, e quanto à duração, público-alvo, e até ao regime fiscal, da ficha técnica não nos parece que se assemelhe a um fundo de investimento, posto que o capital investido não é convertido em unidades de participação (UPs). De igual modo, os fundos estão sujeitos a registo obrigatório na CMVM ou ASF, consoante a entidade gestora seja uma sociedade gestora de fundos, ou uma sociedade de fundos de pensões ou empresa de seguros autorizada a gerir fundos, respetivamente.

Sendo certo que não se trata de um depósito, aliás as fichas técnicas de todas as modalidades mutualistas descritas fazem essa expressa advertência: de que não se tratam de depósitos e que não estão a coberto de fundo de garantia de depósitos, assim como estão garantidos (apenas) pelo património da associação mutualista — certo é que estamos perante um instrumento de capital global garantido[69], a partir de uma subscrição de capital definido e cujo vencimento também é pré-determinado. Assim, entendemos também estar perante um seguro financeiro na modalidade de operação de capitalização nos termos dos artigos 207.º e 208.º do Decreto-Lei n.º 72/2008, de 16 de abril.

A par da já sobejamente propalada discrepância de supervisão, também podemos assinalar uma regulação mais ténue, na medida em que as sociedades gestoras de fundos mobiliários, assim como as sociedades gestoras de fundos de pensões ou de seguros que geriam fundos de investimento, estão sujeitas a maiores deveres de informação ao regulador. Do mesmo passo, os prospetos dos seus instrumentos financeiros, além de terem de ser previamente aprovados pelo regulador, devem descrever a política de investimentos. Ora, no caso das associações mutualistas, estas apenas estão sujeitas a um dever de boa administração e de equilíbrio financeiro, controlado insipidamente pelo Ministério da Segurança Social, através de poderes de tutela inspetiva. Não existe, assim, qualquer restrição quanto à aplicação do aforro dos subscritores e o capital está garantido apenas pelo património da associação mutualista.

---

[68] Para maior desenvolvimento vide JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Instrumentos Financeiros,* ob. cit. p.

[69] O Rendimento Global é formado pelo somatório do Rendimento Mínimo Garantido e do Rendimento Complementar, conforme as fórmulas da pag. 3/11 da ficha técnica do plano proteção reforma.

5. Contributo Para um Novo Paradigma de Supervisão Financeira no Terceiro Sector

Das considerações precedentes deixa-se antever, a título conclusivo, quais são as nossas críticas de *iure constituto* em relação à arquitetura institucional da supervisão financeira das entidades do Terceiro Sector com fins de previdência ou complemento desta, do mesmo passo que as mesmas constituem criticas de *iure condendo*, no sentido de contribuir para um novo paradigma.

Em primeiro lugar criticamos a ausência de um *ring fence* material entre as associações mutualistas e as caixas económicas por elas detidas. Sendo certo que existe uma separação formal, ainda que recente[70] e tardia, entre os órgãos sociais das associações mutualistas e as caixas económicas por elas detidas, não existe uma separação material ou uma limitação às operações cruzadas. Isto é, nada obsta a que a associação mutualista proceda ao investimento com vista à capitalização das modalidades mutualistas através da sua caixa económica, quer em participação direta no capital, quer na subscrição de produtos financeiros, desde logo depósitos, por ela comercializados. Ora, sem tal limitação, no caso de fragilidade financeira da caixa económica, a associação mutualista sua detentora, caso tenha aplicado total ou maioritariamente o aforro dos seus subscritores — produtos de capital garantido, mas apenas pelo património da associação — ficará duplamente penalizada. Num primeiro plano pelos depósitos ou produtos equiparados que não estejam garantidos pelo fundo de garantia de depósito, num segundo plano pelas necessidades de reforço de capital, ou num cenário mais drástico, perda deste. O regime jurídico das caixas económicas, limita as operações bancárias para as caixas económicas anexas (artigos 8.º e 9.º) e estabelece uma equiparação plena às instituições bancárias, para as caixas económicas bancárias (artigo 20.º), sendo que se tratam de limitações inerentes à própria atividade, não se consagrando qualquer tipo de barreira — *ring fence* — nas operações cruzadas. Ora, o perigo de perda de capital de um investidor existe em qualquer atividade económica, mas no caso em apreço reveste-se de especial acuidade, porquanto é o próprio modelo que está subvertido, na medida em que as caixas económicas que foram concebidas como meio de capitalização das associações mutualistas[71], podem vir ser a sua ruína. E como referíamos, se um qualquer investidor corre os riscos inerentes ao investimento, no caso concreto estamos perante um qualquer especial, cujo investimento é produto do aforro dos seus associados e que visam fins de previdência ou de complemento desta. Isto é, não estamos perante uma qualquer atividade económica, mas antes perante um sector muito especial, que tem uma importância social e económica muito relevante

[70] Só operada pelas alterações ao regime jurídico das caixas e económicas pelo Decreto Lei .nº 190/2015, de 10 de setembro, que efetivou a obrigatoriedade de separação dos órgãos sociais das associações mutualistas e das caixas económicas por elas detidas.

[71] Razão pela qual historicamente se concedeu o privilégio de apenas as associações mutualistas, misericórdias ou outras instituições de beneficência poderem ser instit uições titulares de caixas económicas.

no quadro da realização de uma das funções fundamentais e estruturalmente caracterizadora do Estado de Direito Social, como demonstra LICÍNIO LOPES MARTINS[72]. É pois imperativo que no campo de regulação, *maxime* no regime jurídico das caixas económicos se proceda à limitação, pelo menos parcial, das operações cruzadas entre as associações mutualistas e as caixas económicas suas participadas.

Em segundo lugar, como ficou demonstrado ao longo do presente trabalho, as associações mutualistas que visam fins de previdência ou de complemento desta, revestem-se de especial complexidade, porquanto lidam com o aforro dos seus subscritores, e mais do que isso, estes depositam nelas a confiança para que lhes valham nas situações de maior debilidade social. A captação de aforro, a sua aplicação com vista à geração de rendimento e satisfação dos compromissos previdenciais, são indubitavelmente uma atividade materialmente financeira, pelo que não pode estar sujeita ao regime de mera tutela administrativa a que estão sujeitas as demais IPSS[73] . Impõe-se por isso uma verdadeira supervisão financeira, de resto na esteira do direito europeu[74,] a partir de uma atividade materialmente financeira e não do critério orgânico da entidade que a pratica. É curioso notar que em Portugal, cada uma das entidades supervisoras, sem prejuízo da sua integração no sistema europeu, adota critérios distintos. No que toca à atividade bancária a Lei Orgânica do BdP adota um critério puramente orgânico, o artigo 17.º dispõe que compete ao Banco exercer a supervisão **das instituições**[75]. de crédito, sociedades financeiras e outras entidades que lhe estejam legalmente sujeitas Por seu turno o Estatuto da ASF, adota um critério material, dispondo a alínea a) do n.º 1 do artigo 7.º que compete a ASF tem como atribuições, entre outras, supervisionar e regular **a atividade[76]** seguradora, resseguradora, de mediação de seguros e de fundos de pensões, bem como as atividades conexas ou complementares daquelas **.** Por fim o Estatuto da CMVM adota um critério misto, mas inclusivo, quando o n.º 1 do artigo 4.º, que define as missões e atribuições, preceitua que A CMVM tem por missão a regulação e supervisão **dos mercados de instrumentos financeiros**, bem como **das entidades que neles atuam**, nos termos previstos no Código dos Valores Mobiliários e na respetiva legislação complementar.

Resta-nos por último pensar um novo paradigma para a supervisão da atividade financeira do terceiro sector. Também aqui a resposta parece-nos resultar dos títulos precedentes. Se por um lado no que toca à atividade bancária — as caixas económicas — a questão não se coloca na medida em que estas[77][77] enquanto entidades financeiras, estão sujeitas à supervisão do BdP, sendo pois uma questão incontroversa, já não

---

[72] *As Instituições Particulares de Solidariedade Social*, Almedina, Coimbra, 2009.

[73] Como vimos supra, a tutela administrativa, basicamente inspetiva, prevista no Código das Associações Mutualistas, pouco difere da tutela das demais IPSS, aliás, sendo a tutela destas últimas dotada de mais alguns poderes, como o de aprovação prévia dos orçamentos.

[74] A Diretiva 2014/51/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014, privilegia o critério material da atividade regulada.

[75] Destaque nosso.

[76] Destaque nosso.

[77] Mesmo as caixas económicas anexas.

será assim quanto às gestão das modalidades mutualistas pelas respetivas associações. Como vimos, no plano macro trata-se de uma atividade materialmente financeira, tendo-se igualmente constatado que no plano micro estamos perante produtos substantivamente financeiros. De igual modo se evidenciou, que os subscritores destas modalidades mutualistas são merecedores de uma tutela acrescida, pois não se tratam de especuladores, estando em causa por um lado o seu aforro e por outro a legítima expetativa de que lhes seja prestada a assistência previdencial quando dela necessitarem, ou nos prazos contratados. Sendo certo que todos os aforradores e depositantes são merecedores de igual tutela, de resto reforçada no modelo de supervisão financeira europeu do pós crise, certo é que no caso das associações mutualistas, como se viu, ainda existe o perigo acrescido de contágio entre estas e as caixas de que são titulares. Não restam assim dúvidas de que estas modalidades mutualistas e as instituições que as gerem, para adotarmos o modelo inclusivo dos estatutos da CMVM, que congregam o critério material dos instrumentos com o critério orgânico das entidades que as gerem ou comercializam, deverão estar sujeitas à supervisão financeira.

Resta-nos pois, no âmbito da arquitetura institucional vigente, ou porventura noutra que de *iure condendo* se afigurasse adequada, averiguar qual o modelo de supervisão a seguir. Pela afinidade material, para não dizer identidade total, entre os produtos mutualistas estudados e os seguros financeiros, nas suas várias modalidades, e tendo em conta a missão e atribuições da ASF, previstas respetivamente nos artigos 6.º e 7.º n.º 1 alínea a) do respetivo Estatuto[78][78], parece-nos que seria a Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões, a entidade cuja competência, à luz do ordenamento jurídico europeu e nacional vigente, melhor se enquadraria para a supervisão da atividade e entidades de gestão de modalidades mutualistas de previdência, ou outras que envolvam a obrigação de pagamento de uma quantia, na verificação de um evento certo ou incerto, contra o pagamento pelo subscritor da contribuição única ou periódica. Só assim se garantiria a tutela dos direitos dos associados e subscritores das associações mutualistas e garantir- se-ia a efetivação do constitucional da igualdade, na dimensão de que se deve dar tratamento igual ao que é igual e o tratamento desigual só na proporcionalidade de diferença. Ora, no caso concreto estamos perante situações materialmente idênticas pelo que nenhuma diferença se justifica. Nem tão pouco se poderá argumentar que a supervisão financeira das associações mutualistas põe em causa os princípios do mutualismo e a independência destas, visto que essa supervisão se cinge à atividade financeira em nada colidindo com a restante atividade mutualista assistencial, quando coexistirem. Concluímos que a supervisão financeira das modalidades mutualistas pela Autoridade de Supervisão dos Seguros e Fundos de Pensões é pois um imperativo.

[78] Volta-se a repetir aqui a advertência feita supra de que, não obstante partirmos da análise das instituições nacionais, dão-se por replicadas no sistema europeu de supervisão que estas integram.

Bibliografia

AA.VV., *Livro Branco sobre o sistema financeiro 1992,* Ministério das Finanças, Conselho para o Sistema Financeiro, Lisboa, 1991.

AA.VV., *Livro Branco sobre a regulação e supervisão do sector financeiro,* Banco de Portugal, Lisboa, 2016.

ACHARYA, Viral e **RICHARDSON,** Mathew, "Causes of Finantial Crises" in *Critical Review: a Journal of Politics and Society,* volume 21, issue 2-3, 2009, special issue: Causes of Finantial Crisis.

AMARAL, Diogo Freitas de, in Curso de Direito Administrativo, Vol. I, Reimpressão da 4.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2015.

AMARAL, João Afonso Gouveia, *A Supervisão do Banco de Portugal, Aplicabilidade, Necessidade e Processo,* Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídica, Universidade Autónoma de Lisboa, Lisboa, 2016 *in* http://repositorio.ual.pt/bitstream/11144/2798/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20final%205%20de%20Maio%202016%20totalmente%20completa%20%28corrigido%29.pdf

ANTUNES, José Engrácia, *Direito dos Contratos Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2009.

— *Instrumentos Financeiros*, 3ª ed. Revista e aumentada, Almedina, Coimbra, 2017.

CALVÃO DA SILVA, João, *Direito Bancário,* Almedina, Coimbra, 2002.

CATARINO, Luís Guilherme, *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros — Limites ao Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*, Almedina, Coimbra.

COOPER, George, *The Origin of Financial Crises,* 1st edition, Harriman House, 2008.

GARRICANO, Luis e **LASTRA,** Rosa, "Towards a New Architecture for Financial Stability: Seven Principles", *Jornal of International Economic Law*, Oxford University Press 2012.

GONÇALVES, José Renato, "A sustentabilidade da zona euro e a regulação do sistema financeiro", Revista de Concorrência e de Regulação, Ano 1, n.º 2, abril-junho 2010, Almedina, Coimbra.

GONÇALVES, Pedro, *Reflexões sobre o Estado Contratante e o Estado Regulador,* coleção Direito Público e Regulação, n.º 8, CEDIPRE, Coimbra Editora, Coimbra, 2013.

— "Supervisão bancária pelo BCE — uma leitura jurídico-administrativa do Mecanismo Único de Supervisão", Estudos de Regulação Pública — II, Coimbra, Coimbra Editora (CEDIPRE), 2015

GONÇALVES, Pedro Costa, **MARTINS,** Licínio Lopes, "Nótulas sobre o novo regime das entidades independentes da regulação económica"*, Textos de Regulação da Saúde,* Entidade Reguladora da Saúde, 2013.

HERMIDA, Alberto Tapia, *Manual de Derecho de Seguros y Fondos de Pensiones*, Thomson, Navarra, 2006.

MARTINS, Licínio Lopes, *As Instituições Particulares de Solidariedade Social,* Almedina, Coimbra, 2009.

MARTINEZ, Pedro Romano, *Contrato de Seguro — Apontamentos*, Princípia, Cascais, 2006

MATOS, Eduardo Silva, *O que a crise do subprime ensinou ao direito? Evidências e lições do modelo concorrencial e regulatório bancário brasileiro*, Almedina Brasil, São Paulo, 2015.

MORAIS, Luís Silva, *Modelos de supervisão financeira em Portugal e no contexto da União Europeia,* Edição do Banco de Portugal, Lisboa, 2016.

PAIS, Rita Almeida, "A Supervisão Financeira e a Coordenação Europeia: Uma Inevitabilidade" in *Boletim de Ciências Económicas, Working Papers,* Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra Instituto Jurídico, Coimbra, 2016.

PEREIRA, José Nunes, in Revista de Concorrência e de Regulação, Ano 1, n.º 2, abril-junho 2010, Almedina, Coimbra.

QUELHAS, José Manuel Santos, *Sobre as Crises Financeiras, O Risco Sistémico e a Incerteza Sistemática,* Almedina, Coimbra, 2013.

RAMBAUD, Romain, *L´institution juridique de régulation — Recherches sur les rapports entre droit administratif et théorie économique*, Editions L´Harmattan, Paris, 2012.

ROSENDO, Vasco, O mutualismo em Portugal: dois séculos de história e suas origens, Multinova, 1996.

SAMEIRO, Pedro, "A reforma da legislação das caixas económicas em Portugal", *Revista da Ordem dos Advogados,* Ano 55, tomo I, 1995.

SANTOS, Dina Serrano, *Do Mutualismo ao Mercado a Banca Mutualista em Portugal, Estudo de Caso*: *O Crédito Agrícola Mútuo,* Dissertação de Mestrado em Sociologia, na especialidade de Sociologia Económica e das Organizações, Faculdade de Ciências Sociais e Humanas da Universidade Nova de Lisboa, Lisboa, 2012.

SANTOS, Luís Máximo, "A reforma do modelo institucional de supervisão dos sectores da banca e dos seguros em França" in Revista de Concorrência e de Regulação, Ano 1, n.º 2, abril-junho 2010, Almedina, Coimbra.

SMITHS, René, "Europe´s Post-Crisis Supervisory Arrangements — a Critique in *Revista de Concorrência e de Regulação,* Ano 1, n.º 2, abril-junho 2010, Almedina, Coimbra.

SOUSA, Paulo Silveira, "Gerir o Dinheiro e a Distinção — as caixas económicas de Angra do Heroísmo e os seus corpos dirigentes (1845-1915)" *in* Arquipélago, História, 2.ª série, VI, Ponta Delgada, 2002.

TEIXEIRA, Pedro Gustavo, "The law of the single financial market" *in Revista de Concorrência e de Regulação*, Ano 1, n.º 2, abril-junho 2010, Almedina, Coimbra.

Índice de Jurisprudência

Acórdãos do Tribunal Supremo Tribunal de Justiça

Ac. STJ de 12-11-2013, relator Cons.º Gregório da Silva, proc.º 530/10.6TJPRT.P1.S1.