

REVISTA
DE CONCORRÊNCIA
E REGULAÇÃO

ANO V • NÚMERO 18
ABRIL – JUNHO 2014

REVISTA DE CONCORRÊNCIA E REGULAÇÃO

direção

LUÍS SILVA MORAIS • PAULO DE SOUSA MENDES

presidência do conselho científico

ANTÓNIO FERREIRA GOMES • EDUARDO PAZ FERREIRA

presidência do conselho de redação

CATARINA ANASTÁCIO

conselho consultivo

JOÃO E. GATA • JORGE SIMÕES • NUNO CUNHA RODRIGUES



INSTITUTO
DE DIREITO
ECONÓMICO
FINANCEIRO
E FISCAL FDL


ALMEDINA



AUTORIDADE DA
CONCORRÊNCIA

REVISTA DE CONCORRÊNCIA E REGULAÇÃO

Ano V • Número 18

abril – junho 2014

PROPRIETÁRIOS

AUTORIDADE DA CONCORRÊNCIA

Av. de Berna, 19

1050-037 Lisboa

NIF: 506557057

IDEFF

FACULDADE DE DIREITO

Alameda da Universidade

1649-014 LISBOA

NIF: 506764877

EDITOR

EDIÇÕES ALMEDINA, SA

Rua Fernandes Tomás, n.^o 76-80

3000-167 Coimbra, Portugal

T: 239 851 904

F: 239 851 901

editora@almedina.net

www.almedina.net

EXECUÇÃO GRÁFICA

EDIÇÕES ALMEDINA, SA

Preço avulso desta Revista €25,00

Assinatura anual da Revista (4 números) €90 (desconto de 10%)

AGOSTO 2015

DEPÓSITO LEGAL

304538/10

TIRAGEM

500 EXEMPLARES

Os dados e as opiniões inseridos na presente publicação
são da exclusiva responsabilidade do(s) seu(s) autor(es).

Toda a reprodução desta obra, por fotocópia ou outro
qualquer processo, sem prévia autorização escrita do editor,
é ilícita e passível de procedimento judicial contra o infrator.

ÍNDICE

7 EDITORIAL

15 DOUTRINA

17 Doutrina geral

19 Harry First/Spencer Weber Waller – *Antitrust's Democracy Deficit*

65 Nuno Calaim Lourenço – *The European Commission's Directive on Antitrust Damages Actions*

89 Filipe Matias Santos – *O comercializador de último recurso no contexto da liberalização dos mercados de eletricidade e gás natural*

117 Dossier temático

Direito Financeiro

119 José Gonzaga Rosa – *Shadow Banking – New Shadow Entities Come to Light*

149 Pedro Lobo Xavier – *Das medidas de resolução de instituições de crédito em Portugal – análise do regime dos bancos de transição*

203 Sofia Brito da Silva – *A notação de risco da dívida soberana: O exercício privado de um serviço de interesse público*

257 LEGISLAÇÃO

259 Legislação nacional

259 Legislação nacional de regulação – abril a junho de 2014

263 JURISPRUDÊNCIA

265 Comentário de Jurisprudência

265 Judgment of the Court (Third Chamber) of 11 September 2014, *Groupement des cartes bancaires (CB) v European Commission (Groupement des Cartes Bancaires: Reshaping the Object Box)* – João Cardoso Pereira

281 Jurisprudência Geral

281 Jurisprudência nacional de concorrência – abril a junho de 2014

283 Jurisprudência de concorrência da União Europeia – abril a junho de 2014

287 BIBLIOGRAFIA

289 Novidades Bibliográficas – janeiro a março de 2014

291 EVENTOS

293 NOTAS CURRICULARES

297 Colaboração com a *Revista de Concorrência e Regulação*

299 Órgãos Sociais

EDITORIAL/EDITORIAL NOTE

Luís Silva Morais

Paulo de Sousa Mendes

Na esteira do nosso objetivo permanente de acompanhar de perto os novos progressos em matéria de reforma da regulação económica subsequente à crise financeira internacional, regressámos, no Dossier Temático deste n.º 18 da C&R, ao tópico da regulação do sector financeiro. Considerando a extensão e as ramificações desta crise e a importância vital do sector financeiro para o conjunto da economia, a emergência de um nível acrescido de condições de concorrência neste domínio, envolvendo simultaneamente a reforma institucional da regulação e da supervisão do sector financeiro e uma diferente interação entre o edifício normativo e a aplicação efetiva das regras de concorrência a este sector económico, acaba

Within our programmatic goal of following closely new developments in terms of reform of economic regulation in the wake of the international financial crisis, we come back in the special thematic file included in this No 18 of C&R to the topic of regulation of the financial sector. In fact, considering the extension and ramifications of that crisis and the vital importance of the financial sector for the whole economy, the emergence of a new level playing field in this domain, involving both a reformed body of regulation and supervision of the financial sector and a new interplay between such

por assumir capital importância para atingir um novo estádio de evolução das economias na União Europeia. Como resultado das recentes recomendações da Comissão no tocante à necessidade de reformas na política económica dos Estados-membros da União Europeia e dos relatórios nacionais em que se basearam tais recomendações¹, as questões de política de concorrência, aliás profundamente relacionadas com a reforma da regulação, aparecem como uma parte essencial de uma vasta política económica reformista (num contexto em que a reforma do Direito financeiro e da regulação financeira se destacam pela sua importância abrangente para uma retoma económica consistente na União Europeia).

Para além do Dossier Temático sobre Direito financeiro e regulação financeira, a secção de Doutrina Geral deste número da C&R contém artigos que, por um lado, cobrem alguns dos desenvolvimentos fundamentais em curso sobre políticas de concorrência na União Europeia e em Portugal e, por outro lado, questionam e discutem, a partir de uma ampla perspe-

body of law and the enforcement of competition rules to that economic sector, is of vital importance for reaching a new stage in the evolution of the economies in the European Union. In fact, as results from the recent Commission recommendations for economic policy reforms in the EU Member States and from the country reports that backed such recommendations,¹ competition policy issues deeply intertwined with regulatory reform are an essential part of a wider economic policy reform (in a context where reform of financial law and of financial regulation are of paramount importance for a consistent economic recovery in the EU).

Beside the Special Thematic File on financial law and financial regulation, the section of General Doctrine of this No 19 of C&R comprehends articles which, on the one hand, cover some fundamental developments in progress in terms of competition policy in the EU and Portugal and, on the other

1 Os Relatórios Nacionais publicados em 26 de fevereiro de 2015, as Recomendações apresentadas pela Comissão em 13 de maio de 2015 e as Recomendações finalmente adotadas pelo Conselho em 14 de julho de 2015 estão disponíveis em: http://ec.europa.eu/europe2020/making-it-happen/country-specific-recommendations/index_en.htm

1 *The aforementioned Country Reports published on 26 February 2015, the recommendations proposed by the Commission on 13 May 2015 and the recommendations as finally adopted by the Council on 14 July 2015 are available at http://ec.europa.eu/europe2020/making-it-happen/country-specific-recommendations/index_en.htm*

tiva macro-analítica, os objetivos e os valores fundamentais que norteiam a política de concorrência (discutindo, em simultâneo, as questões regulatórias relevantes num dos sectores regulados no contexto da União Europeia, o sector energético).

Em conformidade com a nossa missão, definida desde o primeiro número da C&R, de debater criticamente os valores fundamentais que subjazem ao Direito da concorrência e à política de concorrência, avançando assim para além dos meros desenvolvimentos técnicos em domínios particulares de defesa da concorrência, o artigo de Harry First e Spencer Waller, intitulado “Antitrust’s Democratic Deficit”, destaca-se, em nossa opinião, como uma importante contribuição para esta discussão. Este artigo abre a secção de Doutrina Geral deste número da C&R (assim renovando a presença do primeiros destes Autores nas páginas da C&R, cabendo aqui lembrar o seu influente artigo sobre a dificuldade de identificar e implementar “remédios” por parte das autoridades de concorrência e reguladores, o qual tivemos o privilégio de publicar no número inaugural da C&R). First e Waller abordam, de forma intencionalmente polémica, a possibilidade de enfraquecimento político da defesa da concorrência. Embora a sua análise esteja essencialmente focada na

hand, question and discuss from a wider macro-analytic perspective the fundamental goals and values pursued through competition policy (as well as discussing relevant regulatory issues in one of the economic regulated sectors within the EU, the energy sector).

Pursuing our mission as stated from our initial number of critically discussing the fundamental values underlying competition law and policy, going beyond current technical developments in particular domains of antitrust, we consider an important contribution to such discussion the Article of Harry First and Spencer Waller, “Antitrust’s Democratic Deficit”, which opens the section of General Doctrine in this Number (thus renewing the presence of the first of these authors in the pages of C&R and bearing in mind his influential article on the difficulty of devising and implementing remedies by competition authorities and regulators that we had the privilege of publishing in the inaugural number of C&R). First and Waller controversially address a possible lesser political salience of antitrust and, while their analytical approach is fundamentally oriented

política de defesa da concorrência nos Estados Unidos da América, é curial concluir-se que muitos dos tópicos abordados são transponíveis para um debate essencial sobre o papel que a política de concorrência deve ter no atual contexto de pós-crise mundial (abordando objetivos essenciais no núcleo da política de defesa da concorrência e avançando muito para além de um simples discurso político superficial aparentemente favorável a uma política de concorrência, mas nem sempre consistente quanto aos seus objetivos essenciais e da maneira de os alcançar).

Um segundo contributo para a secção de Doutrina Geral corresponde ao artigo de Nuno Calaim Lourenço relativo à Diretiva da União Europeia sobre ações de indemnização, a qual, considerando o prazo de transposição até ao final de 2016, corresponderá um tópico-chave de discussão durante os próximos meses na União Europeia e em Portugal. Acresce que tal discussão deve ser travada no âmbito mais geral de uma promissora interação entre especialistas de Direito da concorrência, magistrados judiciais e especialistas de Direito privado e de Direito processual civil. Em grande medida, o artigo problematiza a perspetiva harmonizadora prosseguida pela Diretiva e, por conseguinte, prepara o caminho para a discussão futura sobre o que poderá realmente ser alcançado

towards the state of antitrust in the US, many of the points raised may fuel an invaluable debate on where competition policy should stand in the current post-crisis world (tackling fundamental goals of the inner fabric of antitrust and going much beyond a more superficial political discourse apparently in favor of competition policy but not always coherent about its core goals and the way these should be pursued).

A second contribution to the General Doctrine section corresponds to the article of Nuno Calaim Lourenço on the EU Directive on damages actions, which, given the timeframe for its implementation until the end of 2016, will be a key topic to follow in the coming months in the EU and in Portugal and one that should be involve a wider discussion with a fertile interplay between competition law experts, judges and civil and procedural law experts. To some extent the article questions the harmonization approach followed in the Directive and, therefore, paves the way to further discussion of what may actually be achieved in the wake of its transposition to the national laws of member States.

através da sua transposição para os diversos Estados-membros.

O terceiro contributo para a Secção de Doutrina Geral corresponde ao artigo de Filipe Martins Santos, onde se discute o modelo do comercializador de último recurso que foi implementado em Portugal, dentro da margem de apreciação garantida aos Estados-membros pela última geração de instrumentos normativos da União Europeia sobre eletricidade e gás natural no contexto da liberalização dos mercados e sobre regulação do sector energético (orientada para os objetivos primordiais da separação das atividades no sector energético, abertura dos mercados e promoção de um elevado nível de concorrência).

Regressando ao Dossier Temático sobre Direito financeiro e regulação do sector financeiro, os artigos correspondentes abarcam três tópicos fundamentais neste domínio, compreendendo o surgimento do denominado “shadow banking”, os mecanismos das medidas de resolução de instituições de crédito e a notação de risco da dívida soberana.

No tocante ao primeiro tópico, o artigo de José Gonzaga Rosa discute as possíveis metodologias de identificação de entidades não-bancárias que realizam atividades de tipo bancário, criando assim espaço para uma atividade bancária-sombra difícil de

The third contribution to the General Doctrine section corresponds to the article of Filipe Martins Santos discussing the model of supplier of last resort that was implemented in Portugal within the margin of choice granted to the EU Member States by the latest generation of EU rules on electricity and natural gas market liberalization and on regulation of the energy sector (oriented towards the overriding goals of unbundling, opening of the markets and an increased level of competition).

Focusing now on the Special Thematic File on financial law and financial regulation, the articles included therein cover three key topics in this domain, comprehending the emergence of the so called shadow banking, the framework of banking resolution measures and the rating of sovereign debt.

As regards the first topic, the article of José Gonzaga Rosa discusses possible methodological approaches to identify non-banking entities that perform bank-like activities, thus originating a rather elusive shadow banking area which raises significant problems to the regulators on how to address the non-

enquadrar por parte dos reguladores levanta significativos problemas aos reguladores acerca do modo de enfrentar riscos não-tradicionais para a estabilidade financeira que essas entidades induzem (um problema que se encontra atualmente no centro da agenda regulatória na União Europeia e noutras jurisdições).

O segundo artigo incluído no Dossier Temático, da autoria de Pedro Lobo Xavier, cobre a matéria muito controvertida dos regimes de resolução bancária que se encontra no centro da construção da União Bancária Europeia. O artigo foca, em especial, a edificação e a operação dos chamados bancos de transição, uma das medidas alternativas de resolução bancária, aliás especialmente relevante na prática em Portugal, considerando a sua utilização no caso de referência da resolução do Banco Espírito Santo no verão de 2014. O artigo abrange ainda a comparação com o conjunto dos instrumentos de resolução bancária usados em Portugal em 2012, ainda antes da criação do regime da União Europeia, finalmente adotado através da Diretiva n.º 2014/59/UE.

Um terceiro artigo que encerra o Dossier Temático, da autoria de Sofia Brito da Silva, aborda o tópico fundamental da resposta regulatória aos desafios originados pela notação de risco do crédito e a operação

traditional risks to financial stability induced by such entities (a problem that is very much at the core of the regulatory agenda these days in the EU and other jurisdictions).

The second article included in the special thematic file, by Pedro Lobo Xavier, covers the much debated topic of banking resolution regimes, very much in the core of the building of the European Banking Union. The article focuses in particular on the setting-up and the operation of the so called bridge banks, one of the alternative measures of banking resolution and of particular practical relevance in Portugal given its use in the landmark case of resolution of Banco Espírito Santo in the Summer of 2014. The aspects covered in the article also involve the particularity of comparing and putting into perspective the overall banking resolution frameworks adopted in Portugal in 2012, in anticipation of the EU regime, and the EU framework ultimately adopted through the Directive 2014/59/EU.

A third article that closes the Special Thematic File, authored by Sofia Brito da Silva, deals with the fundamental topic of regulatory response to the challenges

das agências de notação financeira, focando especialmente as questões ligadas à notação de risco da dívida soberana, as quais, de resto, estiveram no próprio âmago da recente crise das dívidas soberanas iniciada com a crise da dívida soberana da Grécia em 2010 e que alastrou à Irlanda e a Portugal, desencadeando assim a necessidade de sucessivos resgates e de complexas medidas de engenharia através dos novos instrumentos da União Europeia para a assistência financeira aos Estados-membros. Na verdade, é particularmente assinalável a forma como os mercados de dívida soberana podem sofrer de falta de transparência e de mecanismos de controlo adequados às especificidades dos riscos que as dívidas soberanas implicam.

Como parte do nosso programa editorial, o próximo número da C&R propõe-se a continuar uma ambiciosa discussão da forma como os tópicos-chave da política de concorrência, em articulação com a reforma da regulação, devem integrar uma mais vasta política económica reformista que contribua para o crescimento económico e para os ganhos de bem-estar dos cidadãos em geral, enfrentando, entre outros, alguns aspectos críticos essenciais da contratação pública e outras áreas da agenda regulatória, em especial nos domínios das comunicações electrónicas e dos serviços postais.

originated by the rating of credit and the operation of rating agencies, with the particular interest of addressing the specific issues of the rating of sovereign debt, which has been at the very core to the recent sovereign debt crisis initiated with the crisis of Greek sovereign debt in 2010 and spilling over to Ireland and Portugal thus originating the successive bail outs and the complex engineering of the new EU mechanisms of financial assistance to Member States. It is indeed particularly noteworthy how sovereign debt markets may lack in transparency and clear mechanism to assess credit risks with all the specificities that sovereign debts should involve.

As part of our editorial program we naturally purport to continue in the coming Number of C&R an ambitious discussion on how key competition policy topics combined with regulatory reform should represent an essential part of a wider economic policy reform contributing to economic growth and larger welfare gains to citizens in general, addressing e.g. vital aspects of public procurement and the other areas of the regulatory agenda in the area of electronic and postal communications.



DOUTRINA

Doutrina Geral

DOUTRINA GERAL

ANTITRUST'S DEMOCRACY DEFICIT

Harry First/Spencer Weber Waller***

ABSTRACT: Over the past fifty years, many scholars have tried to explain what has caused the dramatic decrease in antitrust's political salience, but the purpose of this article – originally published at Fordham Law Review, vol 81, 2013 and now republished in C&R with slight adjustments – is more to describe how the shift has affected the way we now do the "antitrust enterprise" and to connect this shift to our concern for the political values that we believe underlie the antitrust laws. We connect free markets with free people, favouring open markets and the opportunity to compete as well as seeing the connection between free markets and democratic values and institutions. We also believe that a balance of institutional power is necessary to advance the goals that free markets embody. The institutional aspects of today's antitrust enterprise, however, are increasingly out of balance, threatening the democratic economic and political goals of the antitrust laws. The shift that Richard Hofstadter first described has led to an antitrust system captured by lawyers and economists advancing their own self-referential goals, free of political control and economic accountability. Some of this professional control is inevitable, of course, because antitrust is a system of legal ordering of economic relationships. But antitrust is also public law designed to serve public ends. Today's unbalanced system now puts too much control in the hands of technical experts, moving antitrust enforcement too far away from its democratic roots. The article characterizes the result of this shift toward technocracy as antitrust's democracy deficit and draws upon the concept of a democracy deficit from the literature analyzing and critiquing the European Union and the World Trade Organization.

SUMMARY: Introduction. I. The Democracy Deficit. A. The Courts. B. Fear and Loathing of Congress. C. State Enforcement. II. Technocracy and Ideology. III. Why More Democracy Is Good for Antitrust. Conclusion. References.

* Charles L. Denison Professor of Law, New York University School of Law. A research grant from the Filomen D'Agostino and Max E. Greenberg Research Fund at New York University School of Law provided financial assistance to Harry First for this Article. Thanks to Patrick Gleeson for his research assistance and to Brett Frischmann, Max Huffman, James Langenfeld, William Page, and Maurice Stucke for their helpful comments on earlier versions of this Article.

** Professor of Law, Loyola University Chicago School of Law.

Where does America stand? . . . Since World War II, the United States has had an answer to that question. We stand for free peoples and free markets. . . . We will sustain a balance of power that favors freedom.

CONDOLEZZA RICE, Speech at the Republican National Convention, Aug. 29, 2012¹

INTRODUCTION

Critics of lax antitrust enforcement have long bemoaned the slide of antitrust into political irrelevance. Richard Hofstadter famously sounded the theme nearly fifty years ago. Pointing out that the political impulses animating antitrust in its first half century had faded as the United States became comfortable with big business, he argued that postwar enforcers had transformed antitrust into a technical exercise managed by lawyers and economists: “[O]nce the United States had an antitrust movement without antitrust prosecutions; in our time there have been antitrust prosecutions without an antitrust movement.”² Some might go even further today, arguing that we lack an antitrust movement *and* antitrust prosecutions, as cartel investigations have sidetracked antitrust from its core mission of preventing concentrations of economic and political power.

Many scholars have tried to explain what has caused the shift in antitrust’s political salience,³ but the purpose of this Article is more to describe how the shift has affected the way we now do the “antitrust enterprise” and to connect this shift to our concern for the political values that we believe underlie the antitrust laws. Thus, we take guidance from two points in Secretary Rice’s speech: First, we connect free markets with free people, favoring open markets that provide the opportunity to compete. Second, we see the connection between free markets and democratic values and institutions.⁴ As

1 Condoleezza Rice, Former Sec’y of State, Speech at the Republican National Convention (Aug. 29, 2012), available at <http://www.foxnews.com/politics/2012/08/29/transcript-condoleezza-rice-speech-at-rnc/>.

2 RICHARD HOFSTADTER, *What Happened to the Antitrust Movement?*, in THE PARANOID STYLE IN AMERICAN POLITICS AND OTHER ESSAYS 188, 189 (1965).

3 See HERBERT HOVENKAMP, THE ANTITRUST ENTERPRISE: PRINCIPLE AND EXECUTION 1-10 (2005); Jonathan B. Baker, *Preserving a Political Bargain: The Political Economy of the Non-interventionist Challenge to Monopolization Enforcement*, 76 ANTITRUST L.J. 605 (2010).

4 Secretary Rice’s remarks echo the views of classical liberal economists. See, e.g., Corwin D. Edwards, *An Appraisal of the Antitrust Laws*, 36 AM. ECON. REV. 172, 172 (1946) (“The grounds for the laws against

Secretary Rice also suggests (although likely with foreign policy in mind), we, too, believe that a balance of institutional power is necessary to advance the goals that free markets embody.

The institutional aspects of today's antitrust enterprise, however, are increasingly out of balance, threatening the democratic, economic, and political goals of the antitrust laws.⁵ The shift that Hofstadter first described has led to an antitrust system captured by lawyers and economists advancing their own self-referential goals, free of political control and economic accountability. Some of this professional control is inevitable, of course, because antitrust is a system of legal ordering of economic relationships. But antitrust is also public law designed to serve public ends. Today's unbalanced system puts too much control in the hands of technical experts, moving antitrust enforcement too far away from its democratic roots.

We characterize the result of this shift toward technocracy as antitrust's democracy deficit.⁶ We draw upon the concept of a democracy deficit from the literature analyzing and critiquing the European Union (EU) and the World Trade Organization (WTO).⁷ The term has generally been used to refer to policymaking by unaccountable and nontransparent technocratic institutions

collusion and monopoly include not only a dislike of restriction of output and of one-sided bargaining power, but also a desire to prevent excessive concentration of wealth and power and a desire to keep open the channels of opportunity.”).

⁵ We take as a given that antitrust has political goals and reflects political value judgments. Other papers in this Symposium engage more fully with what those goals are, further developing a rich tradition of antitrust scholarship. For earlier contributions, see, for example, Robert Bork, Ward Bowman, Harlan Blake & Kenneth Jones, *The Goals of Antitrust: A Dialogue on Policy*, 65 COLUM. L. REV. 363 (1965); John J. Flynn, *Antitrust Policy and the Concept of a Competitive Process*, 35 N.Y.L. SCH. L. REV. 893, 897 (1990); Eleanor M. Fox, *The Modernization of Antitrust: A New Equilibrium*, 66 CORNELL L. REV. 1140 (1981); James May, *Antitrust in the Formative Era: Political and Economic Theory in Constitutional and Antitrust Analysis*, 50 OHIO ST. L.J. 257 (1989); Robert Pitofsky, *The Political Content of Antitrust*, 127 U. PA. L. REV. 1051 (1979); Louis B. Schwartz, *Justice and Other Non-economic Goals of Antitrust*, 127 U. PA. L. REV. 1076 (1979); Louis B. Schwartz, *The Schwartz Dissent*, 1 ANTITRUST BULL. 37, 38 (1955) (“The purpose of the antitrust laws is to preserve liberty, i.e., freedom of choice and action, first in the economic sphere but ultimately in the political sphere as well.”).

⁶ Daniel Crane defines “technocracy” as “the insulation of a governmental function from popular political pressure and its administration by experts rather than generalists.” DANIEL A. CRANE, THE INSTITUTIONAL STRUCTURE OF ANTITRUST ENFORCEMENT 70 (2011); see also Daniel A. Crane, *Technocracy and Antitrust*, 86 TEX. L. REV. 1159 (2008).

⁷ E.g., DAVID MARQUAND, PARLIAMENT FOR EUROPE 64-66 (1979); Robert Howse, *How to Begin To Think About the “Democratic Deficit” at the WTO*, in INTERNATIONAL ECONOMIC GOVERNANCE AND NON-ECONOMIC CONCERNs 79, 79-101 (Stefan Griller ed., 2003); Anne-Marie Slaughter, *Disaggregated Sovereignty: Towards the Public Accountability of Global Government Networks*, 39 Gov’t & OPPOSITION 159 (2004); Joseph H.H. Weiler & Joel P. Trachtman, *European Constitutionalism and Its Discontents*, 17 NW. J. INT’L L. & BUS. 354 (1996).

far removed from democratic (or national) control.⁸ The concern over a democracy deficit has led Europeans to develop the principle of subsidiarity, which seeks to direct lawmaking and enforcement, where possible, to the level of government closest to the people affected by the decisions.⁹ Similar concerns have led the WTO to open its dispute resolution proceedings to participation by nongovernmental organizations and other affected parties.¹⁰

The concern for democratic decision making has also been reflected in a new interest in global administrative law and the importance of basic principles of transparency and due process as a way to control the administrative state.¹¹ This interest in administrative law principles has likewise led to a closer examination of how well antitrust conforms to due process and institutional norms.¹²

Our concern over antitrust's move away from more democratically controlled institutions toward greater reliance on technical experts is not just animated by a theoretical preference for democracy. As lawyers know, institutional arrangements affect outcomes. A preference for democratic institutions implicitly assumes that more democratically arranged institutions will, in general, produce preferable antitrust policies and outcomes. We think this is particularly true today, when the imbalance between democratic control and technocratic control has put antitrust on a thin diet of efficiency, one that has weakened antitrust's ability to control corporate power. Nevertheless, our concern about a democracy deficit does not lead us to a full-throated embrace

⁸ See Joseph H.H. Weiler, *The Transformation of Europe*, 100 YALE L.J. 2403, 2466-74 (1991) (describing the aspects of the democracy deficit in European Community institutions). For discussion in the U.S. administrative law context, see, for example, Peter L. Strauss, *Legislation That Isn't – Attending to Rulemaking's "Democracy Deficit"*, 98 CALIF. L. REV. 1351 (2010) (discussing the legitimacy of having unelected regulators creating "binding legal texts" through regulation).

⁹ For an overview, see *SUBSIDIARITY AND ECONOMIC REFORM IN EUROPE* (George Gelauff et al. eds., 2008).

¹⁰ See MITSUO MATSUSHITA, THOMAS J. SCHOENBAUM & PETROS C. MAVRODIS, *THE WORLD TRADE ORGANIZATION: LAW, PRACTICE, AND POLICY* 24-25 (2d ed. 2006).

¹¹ See, e.g., Benedict Kingsbury, Nico Krisch & Richard B. Stewart, *The Emergence of Global Administrative Law*, 68 LAW & CONTEMP. PROBS. 15, 28 (2005) ("[G]lobal administrative law effectively covers all the rules and procedures that help ensure the accountability of global administration, and it focuses in particular on administrative structures, on transparency, on participatory elements in the administrative procedure, on principles of reasoned decisionmaking, and on mechanisms of review."). For fuller discussion of the scope of the field and current research, see *Global Administrative Law Project*, INST. FOR INT'L L. & JUST., N.Y.U. SCH. OF L., <http://www.iilj.org/GAL/default.asp> (last visited Jan. 10, 2012).

¹² See *THE DESIGN OF COMPETITION LAW INSTITUTIONS: GLOBAL NORMS, LOCAL CHOICES* (Eleanor M. Fox & Michael J. Trebilcock eds., 2013) (studying institutional norms in competition law enforcement in ten jurisdictions).

of William Jennings Bryan-style populism.¹³ Political values change over time with changes in the social sciences and the world more generally. Rather, we think that by redressing the democracy deficit we can move the needle back toward policies that reflect more general political understandings and views of antitrust policy, even if not all the way back to the nineteenth century.

We begin our Article by discussing the democracy deficit as reflected in the conduct of the major institutions of the antitrust system and by comparing the situation in the United States with the evolving enforcement regime in Europe. In the second part of the Article, we explore the link between technocracy and ideology, discussing how a technocratic approach has today come to support an extreme laissez-faire ideology for antitrust enforcement. Finally, our Article concludes with some thoughts on why more democracy would be good for antitrust.

I. THE DEMOCRACY DEFICIT

Part I first charts the democracy deficit as reflected in the conduct of the major institutions of the antitrust system – the courts, Congress, and public enforcers. It then compares the situation in the United States with the evolving competition law enforcement regime in Europe.

A. The Courts

Perhaps the most significant innovation Congress made when it enacted the Sherman Act was to create a system of public enforcement of competition law.¹⁴ Restraints of trade had previously been largely a private matter, raised defensively to avoid the enforcement of contracts that were against public policy.¹⁵ Under the Sherman Act, however, the government was given the power to use judicial processes to stop agreements in restraint of trade and even to prosecute criminally those parties who entered into them.¹⁶ Private

¹³ For a general history of populism, see, for example, LAWRENCE GOODWYN, DEMOCRATIC PROMISE: THE POPULIST MOMENT IN AMERICA (1976); RICHARD HOFSTADTER, THE AGE OF REFORM: FROM BRYAN TO F.D.R. (1955).

¹⁴ Sherman Antitrust Act, ch. 647, 26 Stat. 209 (1890) (codified as amended at 15 U.S.C. §§ 1-7).

¹⁵ Note that some state government antitrust enforcement did precede passage of the Sherman Act. See James May, *Antitrust Practice and Procedure in the Formative Era: The Constitutional and Conceptual Reach of State Antitrust Law, 1880-1918*, 135 U. PA. L. REV. 495, 499 (1987) (discussing state enforcement of antitrust law prior to passage of the Sherman Act).

¹⁶ 15 U.S.C. § 1 (2006).

parties also gained a new right, specifically the right to sue for damages caused by such restraints.¹⁷ Together, these two affirmative rights placed decisional power in antitrust cases squarely in the hands of judges and juries, the former often viewed as the least democratic branch of government and the latter often viewed as representing the populace from which it was drawn.¹⁸ Framed this way, how they exercise their powers will strongly affect the balance between technocracy and democracy.

1. Judges: Antitrust As Common Law

How should judges interpret the antitrust laws? The Sherman, Clayton,¹⁹ and Federal Trade Commission²⁰ Acts are broadly worded, with Congress intentionally leaving it to the courts to fill in the exact meaning of phrases like “restraint of trade,” “monopolization,” “substantially to lessen competition,” and “unfair methods of competition,” none of which was statutorily defined.²¹ Early judicial opinions struggled with interpretation issues, particularly in Sherman Act cases where the courts were caught between the literalism of “[e]very contract, combination . . . or conspiracy, in restraint of trade . . . is declared to be illegal”²² and the common law tradition of a rule of reason.

Exemplifying the initial common law approach is Judge Taft’s circuit court opinion in *United States v. Addyston Pipe & Steel Co.*²³ This opinion is well known for its ancillary restraints analytical framework, but it is perhaps less appreciated for its institutional approach in which Taft engaged in a broad

17 Sherman Antitrust Act § 7 (superseded by 15 U.S.C. § 15(a)).

18 For the classic text discussing the countermajoritarian problem of having judges review the constitutionality of legislation, see ALEXANDER M. BICKEL, THE LEAST DANGEROUS BRANCH: THE SUPREME COURT AT THE BAR OF POLITICS 18 (2d ed. 1986) (“[J]udicial review is a deviant institution in the American democracy.”). For discussion of the popular role of the jury, see LARRY D. KRAMER, THE PEOPLE THEMSELVES: POPULAR CONSTITUTIONALISM AND JUDICIAL REVIEW 28-29 (2004) (quoting John Adams for the proposition that the jury “introduced ‘a mixture of popular power’ into the execution of the law and was thus an important protection of liberty. This was particularly true when it came to fundamental law, for the jury was ‘the Voice of the People.’” (footnotes omitted)).

19 Clayton Antitrust Act, 15 U.S.C. §§ 12-77, 29 U.S.C. §§ 52-53 (2006).

20 Federal Trade Commission Act, 15 U.S.C. §§ 41-58 (2006).

21 See 51 CONG. REC. 4089 (1890) (“Now, just what contracts, what combinations in the form of trusts, or what conspiracies will be in restraint of the trade or commerce mentioned in the bill will not be known until the courts have construed and interpreted this provision.”) (remarks of Rep. Culberson) (reporting the bill on behalf of the House Judiciary Committee).

22 Sherman Antitrust Act, 15 U.S.C. § 1 (2006).

23 85 F. 271 (6th Cir. 1898), *aff’d*, 175 U.S. 211 (1899).

inquiry into how the defendants' agreement might be viewed under the common law.

The "common law," Taft knew, was hardly a seamless body, uniform in application; but Taft did not ignore decisions pointing in different directions. Instead, he examined cases on both sides of the issue, reviewing cases dating back to the medieval English Year Books up until the time of his decision. The jurisdictions involved were diverse – England, Canada, Australia, the U.S. Supreme Court, U.S. federal courts, and eighteen state courts.²⁴ Taft drew on these cases for their different approaches, and for the policies these courts articulated, before determining whether the cartel agreement in the case violated the Sherman Act.

Taft did not see the court as being at liberty to decide "how much restraint of competition is in the public interest, and how much is not." He was not about to "set sail on a sea of doubt" and "assume[] [such a] power."²⁵ For Taft, the common law constrained judicial power. His decision needed to be within the bounds that the common law set, in part because the Sherman Act had made contracts that were in restraint of trade at common law "unlawful in an affirmative or positive sense."²⁶

This sense of judicial restraint was not on display in the Supreme Court's 1911 decision in *Standard Oil Co. v. United States*.²⁷ There, the Supreme Court chose to interpret the Sherman Act expansively, "by the light of reason," to determine "*in every given case* whether [the conduct] was within the contemplation of the statute."²⁸ Justice Harlan, who had joined Taft in the circuit court in *Addyston Pipe*, vigorously dissented. "[S]uch a course of proceeding," he wrote, "would be 'judicial legislation.'"²⁹

²⁴ See *id.* at 279-91. The states were Massachusetts, New York, Michigan, Minnesota, Wisconsin, Ohio, Pennsylvania, Rhode Island, Illinois, Kentucky, Iowa, California, Texas, Louisiana, Nebraska, New Jersey, West Virginia, and Georgia.

²⁵ *Id.* at 284.

²⁶ *Id.* at 279.

²⁷ 221 U.S. 1 (1911).

²⁸ *Id.* at 64 (emphasis added).

²⁹ *Id.* at 100 (Harlan, J., concurring in part and dissenting in part). As President, Taft subsequently took the position that *Standard Oil* "merely adopted the tests of the common law" and that no prior case would have been decided differently under its approach. See Annual Message – Part I, On the Anti-Trust Statute, 17 COMP. MESSAGES & PAPERS PRES. 7644, 7645-46 (1911). But he also argued that the Court had not committed to itself "unlimited discretion" to decide a restraint's illegality, repeating the approach he had taken in *Addyston Pipe*:

Congress responded to critics from all sides of the political spectrum by enacting the Clayton Act in 1914, trying to limit the discretion of the courts by writing clearer prohibitions on specific types of conduct. Congress's fear was that without greater legislative control, the legality of any particular restraint would be determined by a judge's individual opinion as an economist or sociologist rather than by a legislatively set legal standard.³⁰

These early jousts between the courts and the legislature over the Sherman Act's meaning have now been relegated to history. The modern Supreme Court has come to be unmoored from any sense of legislative direction of judicial decision making when it comes to interpreting the antitrust laws.³¹ Although some modern cases take a default view of appropriate antitrust rules – make a decision while reminding Congress of its legislative responsibility to alter it³² – even that modest acknowledgement of legislative authority is lacking today.

Instead, the Supreme Court now refers to the “quasi-common law realm of antitrust,”³³ writing that the Sherman Act’s use of the term “restraint of trade” invokes the common law itself.³⁴ But now the Court does not mean a common law of bounded precedent, to be parsed and reconciled as Taft did in *Addyston Pipe*, but law made by judges as they see fit. This expansive view of the Court’s powers allowed the Supreme Court in *Leegin Creative Leather Products, Inc. v. PSKS, Inc.* to overrule *Dr. Miles Medical Co. v. John D. Park & Sons Co.*,³⁵ a nearly 100 year old precedent whose congressional endorsement an earlier Supreme Court opinion had actually recognized and deferred to.³⁶

A reasonable restraint of trade at common law is well understood and is clearly defined. It does not rest in the discretion of the court. It must be limited to accomplish the purpose of a lawful main contract to which, in order that it shall be enforceable at all, it must be incidental. If it exceeds the needs of that contract, it is void.

Id. at 7646; *see also* Alan J. Meese, Standard Oil As Lochner’s Trojan Horse, 85 S. CAL. L. REV. 783, 797 (2012) (discussing Taft’s view of *Standard Oil*).

30 *See* S. REP. NO. 62-1326, at 11 (1913).

31 Cf. Margaret L. Moses, *Beyond Judicial Activism: When the Supreme Court Is No Longer a Court*, 14 U. PA. J. CONST. L. 161 (2011) (discussing unconstrained Supreme Court decision making in other areas of the law).

32 *See, e.g.*, Arizona v. Maricopa Cnty. Med. Soc'y, 457 U.S. 332 (1982).

33 Cal. Dental Ass'n v. FTC, 526 U.S. 756, 780 (1999).

34 *Leegin Creative Leather Prods., Inc. v. PSKS, Inc.*, 551 U.S. 877, 888 (2007).

35 220 U.S. 373 (1911), *overruled by Leegin*, 551 U.S. 877.

36 *See Cont'l T.V., Inc. v. GTE Sylvania Inc.*, 433 U.S. 36, 52 n.18 (1977) (referring to Congress’s enactment of the Consumer Goods Pricing Act of 1975, Pub. L. No. 94-145, 89 Stat. 801 (codified at 15 U.S.C. §§ 1,

Even Justice Scalia, an originalist, has come to emphasize the “dynamic potential” of the term “restraint of trade.”³⁷ “[L]ike the term at common law,” he wrote for the Court in *Business Electronics Corp. v. Sharp Electronics, Inc.*, “restraint of trade” refers to a “particular economic consequence,” one to be assessed as “new circumstances and new wisdom” evolve, not one “governed by 19th-century notions of reasonableness” that “remain[] forever fixed where it was.”³⁸ The question is no longer whether a practice in question is one that common law courts might have recognized as unlawful, as Taft thought in *Addyston Pipe*, but whether a modern judge thinks the practice is good or bad, the very approach that Taft rejected.

The willingness of the courts in antitrust cases to act as unconstrained common law courts, ignoring any boundaries the legislature may have placed on the antitrust laws, has been particularly pronounced when the courts have interpreted the Clayton Act. This is ironic because the Clayton Act is the very statute that Congress passed to stop judges from deciding cases based on their “individual opinion[s] as an economist.”³⁹

Take the prohibition on primary-line price discrimination in section 2 of the Clayton Act. In *Brooke Group Ltd. v. Brown & Williamson Tobacco Corp.*, a suit brought under section 2 of the Clayton Act, the Court collapsed primary-line price discrimination into the Sherman Act’s monopolization offense, and then applied a legal standard that assumed that predatory pricing almost never occurs, without ever acknowledging that Congress thought otherwise when it passed the Clayton Act.⁴⁰ Similarly, the ban on exclusive dealing in section 3 of the Clayton Act has been subsumed by section 2 of the Sherman Act. If anything, it is harder today to prove a Clayton Act violation than a Sherman

45(a) (2006)), repealing the Miller-Tydings Fair Trade Act, ch. 690, Title VIII, 50 Stat. 693 (1937) and the McGuire Act, ch. 745, 66 Stat. 631 (1952)).

37 *Bus. Elecs. Corp. v. Sharp Elecs., Corp.*, 485 U.S. 717, 732 (1988).

38 *Id.* at 731-32.

39 See S. REP. No. 62-1326, at 11 (1913).

40 See *Brooke Grp. Ltd. v. Brown & Williamson Tobacco Corp.*, 509 U.S. 209, 222 (1993) (“[W]hether the claim alleges predatory pricing under § 2 of the Sherman Act or primary-line price discrimination under the Robinson-Patman Act, two prerequisites to recovery remain the same.”). The Court repeated its view, originally asserted in *Matsushita Elec. Indus. Co., Ltd. v. Zenith Radio Corp.*, 475 U.S. 574, 589-90 (1986), that “predatory pricing schemes are rarely tried, and even more rarely successful,” see *Brooke Grp. Ltd.*, 509 U.S. at 226, despite the fact that Congress in 1914 relied on social science views to the contrary, see William S. Stevens, *Unfair Competition*, 29 POL. SCI. Q. 282, 284-86 (1914) (describing geographic predatory pricing).

Act violation, a judicial flip of the legislative effort to tighten up the Sherman Act's standards when judging exclusive dealing arrangements.⁴¹

A similarly egregious example of ignoring the Clayton Act involves the practice of tying, where the provision of one product or service is conditioned on the acceptance of a second product or service. Tying can be challenged under four separate statutory provisions, each with its own language, legislative history, and purpose. There are tying cases under section 1 of the Sherman Act barring agreements in restraint of trade,⁴² section 2 of the Sherman Act barring monopolization or attempted monopolization,⁴³ section 3 of the later-enacted Clayton Act barring the sale of goods on the condition that the purchaser shall not use or deal in the goods of a competitor where the effect may be to substantially lessen competition or tend to create a monopoly,⁴⁴ and section 5 of the Federal Trade Commission Act barring unfair methods of competition.⁴⁵ Despite the disparate language and aims, the Supreme Court has collapsed tying analysis into a single quasi-per se analysis of its own making, regardless of which (or how many) statutes are involved.⁴⁶

The evolution of section 7 of the Clayton Act is even more dramatic. Interpretation of this provision is now so far removed from the legislative purposes that animated it that it is hard see the connection between the statute and current interpretations. The Court started out in *Brown Shoe Co. v. United States*⁴⁷ with a faithful effort to interpret the 1950 Cellar-Kefauver amend-

⁴¹ See *United States v. Dentsply Int'l, Inc.*, 399 F.3d 181, 186 (3d Cir. 2005) (reversing a district court decision that exclusive dealing agreements did not violate section 2; although the government alleged a Clayton Act violation at trial, the government did not appeal the district court's adverse finding on this claim); *LePage's Inc. v. 3M*, 324 F.3d 141, 145 (3d Cir. 2003) (en banc) (affirming a jury verdict for the plaintiff on section 2 claim of exclusive dealing; on Clayton Act exclusive dealing claim, jury had found for the defendant); cf. *United States v. Microsoft Corp.*, 253 F.3d 34, 70-71 (D.C. Cir. 2001) (holding that exclusive dealing agreements violated section 2, where those agreements were challenged under sections 1 and 2 of the Sherman Act and the government plaintiffs did not appeal the district court's adverse finding on the section 1 claim).

⁴² See, e.g., *Fortner Enters., Inc. v. U.S. Steel Corp.*, 394 U.S. 495 (1969) (tying loans to prefabricated houses).

⁴³ See, e.g., *Times-Picayune Publ'g Co. v. United States*, 345 U.S. 594 (1953) (tying advertising in morning newspaper to advertising in evening newspaper).

⁴⁴ See, e.g., *Int'l Salt Co. v. United States*, 332 U.S. 392 (1947) (tying canning machinery to salt).

⁴⁵ See, e.g., *FTC v. Sinclair Ref. Co.*, 261 U.S. 463 (1923) (tying tanks and pumps to gasoline).

⁴⁶ See *Jefferson Parish Hosp. Dist. No. 2 v. Hyde*, 466 U.S. 2 (1984); see also HERBERT HOVENKAMP, FEDERAL ANTITRUST POLICY: THE LAW OF COMPETITION AND ITS PRACTICE ¶ 10.3 (4th ed. 2011).

⁴⁷ 370 U.S. 294, 315 (1962).

ment to section 7 in light of its legislative purposes,⁴⁸ and the Court's decision in *United States v. Philadelphia National Bank*⁴⁹ the following year made an effort to tie its invented legal/economic test to section 7's concern for concentration.⁵⁰ But a decade later, in *United States v. General Dynamics*,⁵¹ the Court relegated concentration to a starting point in the analysis and invited defendants to come up with their own (more persuasive) economic theories for showing that big mergers do not hurt competition.⁵² Ever more sophisticated economic theories have now led merger analysis down the rabbit hole into a world where the government is forced to vigorously litigate mergers at very high levels of concentration. We are now lucky if we can stop a three-to-two merger – forget a merger that threatens competition in its incipiency.⁵³

No one would contend that the federal judiciary is an institution subject to much democratic control. Its members are not elected and are practically unremovable from their offices. But control over the meaning of the antitrust laws is now firmly in the grip of this unelected judiciary that feels free to pay little attention to the goals that Congress was trying to advance when the laws were enacted. Although the judicial exercise of “legislative power” has always been of concern in our legal and political system and is at the heart of criticism of the power of constitutional judicial review, no one seems to notice its exercise or care when antitrust is involved.

48 See *id.* (“The dominant theme pervading congressional consideration of the 1950 amendments was a fear of what was considered to be a rising tide of economic concentration in the American economy.”).

49 374 U.S. 321, 363 (1963).

50 See *id.* (justifying a test for presuming anticompetitive effect as being warranted by the “intense congressional concern with the trend toward concentration”).

51 415 U.S. 486, 497-78 (1974).

52 See *United States v. Marine Bancorporation, Inc.*, 418 U.S. 602, 631 (1974) (noting that, after the government introduced evidence of concentration ratios, defendant could then explain why concentration ratios were “unreliable indicators of actual market behavior”); *General Dynamics Corp.*, 415 U.S. at 497-78 (holding that, despite sufficient statistical showing, “other pertinent factors” affecting the industry and the merging parties’ business properly led the district court to find a lack of substantial effect on competition).

53 See *United States v. H & R Block, Inc.*, 833 F. Supp. 2d 36, 92 (D.D.C. 2011) (enjoining, after trial on the merits, a merger creating duopoly in the “digital do-it-yourself tax preparation” market); cf. Amended Complaint, *United States v. AT&T Inc.*, No. 11-01560 (ESH) (D.D.C. Sept. 16, 2011), available at <http://www.justice.gov/atr/cases/f275100/275128.pdf> (action to enjoin four-to-three merger in mobile wireless telecommunications services market). AT&T subsequently abandoned the acquisition. See Press Release, Dep’t of Justice, Justice Dep’t Issues Statements Regarding AT&T Inc.’s Abandonment of Its Proposed Acquisition of T-Mobile USA Inc. (Dec. 19, 2011), available at http://www.justice.gov/atr/public/press_releases/2011/278406.pdf; cf. *United States v. Oracle Corp.*, 331 F. Supp. 2d 1098 (N.D. Cal. 2004) (holding no violation of section 7 in an alleged three-to-two merger).

2. *The Jury*

Juries help democratize antitrust. Juries are composed of lay people – citizens who are not experts in antitrust. Their function is not to articulate the law but to understand the evidence presented to them and to decide whether the plaintiff has proven the facts that are required for liability, based on the legal principles that the judge describes. The jury's important role thus forces lawyers to present their cases in ways that will make sense to lay people. This means that antitrust claims and antitrust defenses must be comprehensible, not cloaked in professional jargon.

How well do antitrust juries do their job? Who knows. There are many jury studies, but almost none focused on antitrust.⁵⁴ Some federal judges think juries do a good job; presumably, others do not.⁵⁵ But most antitrust commentators today think that juries are anathema to antitrust.⁵⁶ As Daniel Crane points out, “Few institutions could be further from the technocratic model of expert administration than a randomly selected group of lay fact finders.”⁵⁷

⁵⁴ See CRANE, *supra* note 6, at 111 (“To my knowledge, there have been no systematic efforts to study the actual performance of civil antitrust juries.”). Crane does, however, draw on one study, done using juror interviews after four antitrust trials in the 1990s. *See id.* (calling these juror interviews “the richest pool of information [available]”). Note, the study’s author and Crane emphasize the conclusions only from one of those trials. See Arthur Austin, *The Jury System at Risk from Complexity, the New Media, and Deviancy*, 73 DENV. U. L. REV. 51, 52-60 (1995) (discussing the trial in *Brooke Group Ltd.*). For a much more positive conclusion regarding the jury’s abilities, see Shari Seidman Diamond & Jessica M. Salerno, *Empirical Analysis of Juries in Tort Cases*, in RESEARCH HANDBOOK ON THE ECONOMICS OF TORTS (J. Arlen ed., forthcoming 2013) (manuscript at 1), available at http://www.thefederation.org/documents/11_Empirical%20Analysis%20of%20Jurors-Diamond.pdf (concluding that “juries usually use reasonable strategies to evaluate the conflicting evidence they are given” and are “active problem-solvers who typically work to produce defensible verdicts”).

⁵⁵ Judge Lewis Kaplan, for example, has observed that in his seventeen years as a trial judge on the federal bench, he thought that all the juries in the cases before him had understood the cases they were presented, with the exception of one patent case. *See Email from Judge Lewis Kaplan, S.D.N.Y.*, to Harry First (Dec. 19, 2012, 4:36 PM) (on file with author) (reflecting on remarks made in a 2011 speech to the Executive Committee of the New York State Bar Association, Antitrust Law Section); *see also* Richard S. Arnold, *Trial by Jury: The Constitutional Right to a Jury of Twelve in Civil Trials*, 22 HOFSTRA L. REV. 1, 2-3 (1993) (“When I served as a district judge for about eighteen months, I was fond of telling jurors in my courtroom that I would prefer to have a case decided by twelve ordinary people than by one ordinary person. In other words, I do not believe much in expertise, and if there is such a thing, I doubt if it is any match for common sense.”).

⁵⁶ See CRANE, *supra* note 6, at 109 (listing several commentators); *see also* Rebecca Haw, *Adversarial Economics in Antitrust Litigation: Losing Academic Consensus in the Battle of the Experts*, 106 NW. U. L. REV. 1261, 1293 (2012) (noting that the problems with jury decision making in antitrust “have been well documented,” with issues of economic debate that are “beyond the ken of lay people” being resolved by a lay decision maker).

⁵⁷ CRANE, *supra* note 6, at 113.

Juries, in Crane's view, are "populist" institutions and "antitrust populism is long dead."⁵⁸

In one sense, this hostility to juries in antitrust cases seems almost irrelevant. Jury use is limited in the antitrust system because a jury is required only in suits for damages and in criminal cases – government enforcement actions seeking injunctive relief are tried only to a judge. This means that there will be no jury involvement with much of what might present conflicts in terms of antitrust policy – mergers, monopolization, and collaborative activities other than price fixing. Further, trials are generally rare in federal court anyway, whether in civil or criminal cases; most cases end in a settlement or a guilty plea. This is certainly true for antitrust.⁵⁹ For example, of the more than 200 private cases filed against Microsoft in the aftermath of the government monopolization case, only two ever went to trial before a jury and only one to a conclusion; all the others were either dismissed or settled.⁶⁰ Why be so upset about an institution so rarely invoked?

Two reasons help explain this hostility. One we have already noted – the general preference that antitrust be kept in the hands of experts versed in the intricacies of antitrust law and economic theory. The other is likely more significant – hostility to the private action itself and the fear that large settlements will occur in the shadow of a populist jury that hates big business and does not understand economic terms like "average variable cost" or "elasticity of demand."⁶¹

58 *Id.*

59 For example, of the 641 federal civil antitrust cases terminated in Fiscal Year 2011, only five terminated during or after a jury trial, which is less than one percent (0.78 percent) of the total civil antitrust cases filed. This is slightly higher than the percentage of all civil cases filed that year that went to a jury trial (0.74 percent). Most civil antitrust cases ended (presumably by settlement) before or during pretrial proceedings (79 percent), slightly lower than the number for all civil cases (82 percent). See ADMIN. OFFICE OF THE U.S. COURTS, 2011 ANNUAL REPORT OF THE DIRECTOR: JUDICIAL BUSINESS OF THE UNITED STATES COURTS 149-50 tbl.C-4 (2012), available at <http://www.uscourts.gov/uscourts/Statistics/JudicialBusiness/2011/JudicialBusiness2011.pdf>.

60 See *Novell, Inc. v. Microsoft Corp.*, No. 2:04-cv-01045-JFM, 2012 U.S. Dist. LEXIS 98710, at *5-6 nn.4 & 5 (D. Utah July 16, 2012) (granting Microsoft's motion for judgment as a matter of law after the jury had hung, 11-1, in favor of Novell), *appeal docketed*, No. 12-4143 (10th Cir. Aug. 10, 2012); *Gordon v. Microsoft Corp.*, No. 00-5994, 2001 WL 366432 (D. Minn. Mar. 30, 2001) (granting class certification). The *Gordon* case was settled during the trial for \$182 million. For an interesting discussion of the trial, belying the skeptical account of jurors' abilities to understand complex antitrust cases, see "*Gordon v. Microsoft*": *Observations from the Trial Judge and Selected Jurors*, AM. BAR. ASS'N (Dec. 17, 2004), <http://apps.americanbar.org/antitrust/at-committees/at-trial/pdf/past-programs/gordon-transcript-04.pdf> [hereinafter *Observations*].

61 See CRANE, *supra* note 6, at 111 (citing Austin, *supra* note 54). Curiously, Crane cites one experimental study showing that juries would award lower damages if they were told that damages were automatically

Fear of improperly exacted large settlements has given the antijury critique important consequence for antitrust law. Beginning with *In re Japanese Electronic Products Antitrust Litigation* in the 1970s – in which the defendants argued that there should be no constitutional right to a jury trial because the case was too complex⁶² – the Supreme Court has engaged in a relentless effort to keep antitrust away from juries. In the Japanese consumer electronics case the Court took a defendant-favorable approach to summary judgment motions, ignoring its earlier, more permissive precedents, and cut off the plaintiffs' attempt to present their predatory pricing claim to the jury.⁶³ Then came cases adopting stricter standards for plaintiffs to prove causation and standing.⁶⁴ Subsequently, the Supreme Court's decision in *Bell Atlantic Corp. v. Twombly*, raised the pleading standard so as to make it easier for a defendant to get a case dismissed at the complaint stage, even before filing an answer – let alone submitting to any discovery.⁶⁵ Most recently, the courts have focused on class certification, raising the requirements for showing predominance of common issues in a way that pushes much of the litigation into the class certification stage.⁶⁶ The hearing on class certification, of course, is held before a judge, not a jury.

trebled to support his view that jury trials “may be tilted in a populist anti-big business direction.” See *id.* at 112-13. To the contrary, this finding indicates that jurors are not biased against corporations, because they would want to reduce the damages award if they had full information; if anything, this finding reveals a “bias” against plaintiffs who are, by law, entitled to treble-damages. One juror in the *Gordon* case indicated that she “might have lowered the amount” of damages had she known about treble-damages. See *Observations*, *supra* note 60, at 18.

62 See *In re Japanese Elec. Prods. Antitrust Litig.*, 631 F.2d 1069, 1079, 1089 (3d Cir. 1980) (holding that a case involving Sherman Act and Antidumping Act claims might be “too complex” for a jury to decide “in a proper manner,” with the result that a jury trial “would violate due process and therefore would be beyond the guarantee of the seventh amendment,” and remanding for further proceedings).

63 See *Matsushita Elec. Indus. Co. v. Zenith Radio Corp.*, 475 U.S. 574, 596-98 (1986).

64 See Stephen Calkins, *Summary Judgment, Motions to Dismiss, and Other Examples of Equilibrating Tendencies in the Antitrust System*, 74 GEO. L.J. 1065 (1986).

65 See *Bell Atlantic Corp. v. Twombly*, 550 U.S. 544 (2007). One explanation for the Court’s hostility has been the near-total absence of Supreme Court Justices with any substantial civil trial experience. Justice Stevens was a notable exception, having been an experienced antitrust litigator prior to his appointment to the bench. See Spencer Weber Waller, *Justice Stevens and the Rule of Reason*, 62 SMU L. REV. 693, 697-98 (2009).

66 See, e.g., *In re: Hydrogen Peroxide Antitrust Litig.*, 552 F.3d 305 (3d Cir. 2008) (denying class certification); see also *Stolt-Nielsen S.A. v. AnimalFeeds Int’l Corp.*, 130 S. Ct. 1758 (2010) (restricting the use of class actions in arbitration). In *Behrend v. Comcast Corp.*, 566 F.3d 182 (3d Cir. 2011), the Third Circuit took a less restrictive view of class certification, but the Court has now granted certiorari to review the decision. See *Behrend*, 655 F.3d 182, cert. granted, 133 S. Ct. 24 (U.S. June 25, 2012) (No. 11-864). The transcript of

This hostility to private antitrust litigation, which is shared by many commentators, lawyers, and courts, is another example of the democracy deficit in the antitrust system. Private litigation is a democratizing force in antitrust, like the jury itself, allowing injured citizens to seek redress for injuries suffered. Private litigation is not in the control of government enforcers nor antitrust experts, although private litigants must necessarily employ them. Private citizens and business firms do not care so much for antitrust theory as they care about getting damages for anticompetitive conduct that has harmed them or, in the case of businesses, stopping behavior that makes it hard for them to compete.

Viewing antitrust as a technical enterprise leads today's antitrust system away from private enforcement and toward public enforcement, firmly in the hands of expert federal enforcement agencies. How else to explain Justice Breyer's otherwise cryptic remark in *Pacific Bell Telephone Co. v. LinkLine Communications, Inc.*, (a private treble-damages suit) that a price squeeze claim finds its "natural home in a Sherman Act § 2 monopolization case where *the Government as plaintiff* seeks to show that a defendant's monopoly power rests, not upon 'skill, foresight and industry,' but upon exclusionary conduct"?⁶⁷ Why mention only the Government? Why not private litigants as well? Don't private litigants understand full well when they have been excluded by monopolizing conduct? Or does Justice Breyer believe that the Sherman Act should be judicially rewritten to provide a separate substantive right enforceable only by expert government agencies?⁶⁸

the Supreme Court oral argument is available at http://www.supremecourt.gov/oral_arguments/argument_transcripts/11-864.pdf. These cases have had a noxious effect on the ability of all types of plaintiffs to recover money damages in federal courts, as the Court has extended their principles beyond antitrust litigation. See, e.g., *Ashcroft v. Iqbal*, 556 U.S. 662 (2009) (extending *Twombly* to a suit for damages from unconstitutional conduct); *Anza v. Ideal Steel Supply Corp.*, 547 U.S. 451 (2006) (requiring allegation of proximate cause in a RICO damages suit).

67. *Pac. Bell Tel. Co. v LinkLine Commc'ns, Inc.*, 555 U.S. 438, 458 (2009) (Breyer, J., concurring) (emphasis added) (citation omitted); see also *Credit Suisse Sec. (USA) LLC v. Billing*, 551 U.S. 264, 281-82 (2007) (expressing concern that private antitrust suits involving the marketing of initial public offerings would be brought before "different nonexpert judges and different nonexpert juries" reaching inconsistent verdicts, resulting in "unusually serious mistakes").

68. It may be that Justice Breyer was implicitly referencing the debate over whether section 5 of the Federal Trade Commission Act can be read more broadly than section 2 in appropriate monopolization cases, in part because section 5 is enforceable only by the FTC and not by private parties. See William E. Kovacic & Marc Winerman, *Competition Policy and the Application of Section 5 of the Federal Trade Commission Act*, 76 ANTITRUST L.J. 929, 939, 947-50 (2010); J. Thomas Rosch, Comm'r, FTC, Wading into Pandora's Box: Thoughts on Unanswered Questions Concerning the Scope and Application of Section 2 & Some Further Observations on Section 5, Remarks Before the LECG Newport Summit on Antitrust Law & Economics

B. Fear and Loathing of Congress

Congress is the natural democratic repository of lawmaking authority in our system. Congress passes the statutory framework for substantive antitrust law, exemptions and immunities, the procedures for its enforcement, the penalties for its violation, and the institutions for its enforcement. However, in recent times, Congress has seen fit only to nibble at the edges of antitrust law with increased penalties, minor amendments, and uneventful hearings over individual mergers or investigations of interest to particular congressional committees. Most observers are content or pleased with the virtual withdrawal of Congress from the field,⁶⁹ but even at a time of nearly universal dislike for Congress, we think that both branches of Congress should be expected to do better.

Congress's task as the legislative branch is first and foremost to pass laws, but that is not its only task. Congress also appropriates money, provides advice and consent to Presidential appointments, broadly oversees executive branch and independent agency activity, conducts investigations, holds hearings, and enacts resolutions. But despite a history of bipartisan congressional support for the importance of the antitrust laws and their enforcement,⁷⁰ of late Congress has done little. And when it has done something, it has focused on the micro rather than the macro changes that have occurred in the field.

A review of Congress's activities in the antitrust field makes this rather dismal picture clear. Large-scale reviews of antitrust policy and practice have been farmed out to third-party blue ribbon commissions whose reports are then generally ignored.⁷¹ This is illustrated by the fact that the last major amendments to the antitrust laws occurred in the 1970s, consisting of the elevation

25 (Oct. 3, 2009), available at ftc.gov/speeches/rosch/091003roschlecgsspeech.pdf (discussing the lack of spillover effects on private enforcement from using section 5).

69 See HOVENKAMP, *supra* note 3, at 42-45.

70 See Deborah K. Owen, *Antitrust Under the Watchful Eye of a Conservative Congress*, 41 ANTITRUST BULL. 1, 1 (1996); Joe Sims, *Report of the President's Commission on Antitrust*, REGULATION, March/April 1979, at 25, 25.

71 The most recent is the 2007 report of the Antitrust Modernization Commission. See ANTITRUST MODERNIZATION COMMISSION: REPORT AND RECOMMENDATIONS (2007) [hereinafter AMC REPORT], available at http://govinfo.library.unt.edu/amc/report_recommendation/amc_final_report.pdf. See generally Stephen Calkins, *Antitrust Modernization: Looking Backwards*, 31 J. CORP. L. 421, 430-31 (2006); Albert A. Foer, *The Antitrust Modernization Commission: A Retrospective from the Perspective of the American Antitrust Institute*, 54 ANTITRUST BULL. 305, 306 (2009).

of antitrust crimes to felonies⁷² and the passage of the Tunney Act – requiring judicial oversight for government consent decrees⁷³ – and the Hart-Scott-Rodino Act – requiring premerger notification for large mergers and acquisitions⁷⁴ and giving state attorneys general the right to sue for money damages on behalf of their natural citizens (a right the Supreme Court subsequently defanged in *Illinois Brick Co. v. Illinois*).⁷⁵

Since that time, Congress has increased statutory criminal penalties (but without changing the Sentencing Guidelines),⁷⁶ established zero or single damages instead of treble damages for certain limited categories of private litigation,⁷⁷ repealed a portion of baseball's judicially created antitrust immunity,⁷⁸ and granted a new immunity to teaching hospitals and medical schools that were on the verge of losing a private antitrust case challenging the match program for medical residents.⁷⁹ It has fitfully considered, but failed to enact, antitrust amendments that would have limited certain defenses related to OPEC's antitrust liability in the United States,⁸⁰ reduced certain industry

72 Antitrust Procedures and Penalties Act, Pub. L. 93-528, 88 Stat. 1706 (codified as amended at 15 U.S.C. § 16) (amending 15 U.S.C. §§ 1, 2 (2006)).

73 15 U.S.C. § 16(b) (2006).

74 Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act, Pub. L. 94-435, tit. II, 90 Stat. 1383 (codified as amended at 15 U.S.C. § 18a).

75 See 431 U.S. 720 (1977).

76 See Antitrust Criminal Penalty Enhancement and Reform Act of 2004, Pub. L. 108-237, § 215 (raising criminal fines and imprisonment). The U.S. Sentencing Commission did alter the antitrust guideline after passage of the Act to make the penalties similar to those for sophisticated frauds. See 3 U.S. SENTENCING GUIDELINES MANUAL App. C, at 146 (2011).

77 See Export Trading Company Act of 1982, Pub. L. 97-290, 96 Stat. 1233, tit. III (codified as amended at 15 U.S.C. §§ 4001-4021) (providing immunity from suit); Local Government Antitrust Act of 1984, Pub. L. 98-544, § 2, 98 Stat. 2750, 2750 (codified at 15 U.S.C. §§ 34-36) (no damages); National Cooperative Research Act of 1984, Pub. L. 98-462, 98 Stat. 1815 (codified at 15 U.S.C. §§ 4301-4306) (detrebling).

78 Curt Flood Act of 1998, Pub. L. 105-297, 112 Stat. 2824 (codified at 15 U.S.C. § 27a).

79 See Pension Funding Equity Act of 2004, Pub. L. 108-218, § 207, 118 Stat. 596, 611 (codified at 15 U.S.C. § 37b). Senator Kohl strongly condemned the statute on the Senate floor as “nothing more than a giveaway to one particular special interest,” to no effect. See 150 CONG. REC. 6812, 6833 (2004). For exploration of the potential competitive merits of the match process, see Kristin Madison, *The Residency Match: Competitive Restraints In An Imperfect World*, 42 Hous. L. REV. 759 (2005).

80 See No Oil Producing and Exporting Cartels Act (NOPEC) of 2008, H.R. 6074, 110th Cong., (2008). The bill passed the House but died in the Senate on a threat of a veto by President George W. Bush. See *House Passes Bill To Expose OPEC to Antitrust Challenge*, 94 Antitrust & Trade Reg. Rep. (BNA) 516 (May 23, 2008).

exemptions,⁸¹ overruled the *Leegin* and *Illinois Brick* decisions,⁸² and jettisoned section 7 of the Clayton Act.⁸³ It has passed, but eventually discontinued, budget riders prohibiting the use of funds to overturn the per se ban on resale price maintenance.⁸⁴ It has expressed its displeasure regarding formalizing the allocation of specific matters and turf more generally between the Antitrust Division and the Federal Trade Commission.⁸⁵ At its pettiest, it has sought to force the Federal Trade Commission to vacate its headquarters so that the National Gallery of Art could take over the space.⁸⁶ Different committees have conducted the required hearings for appointments of the key governmental enforcers as well the occasional hearing on a specific matter of committee interest.⁸⁷ Budgets have been increased and tightened in different eras with only limited controversy.

This raises two different questions. Why is Congress afraid of antitrust and so focused on trivia, and why is the antitrust community afraid of Congress? One possible answer to the first question is that the technocratic wall that antitrust professionals have built around antitrust has simply scared Congress

81 In the 2010 health care reform effort, there was a modest provision that would have removed the McCarran-Ferguson Act's insurance exemption for "person[s] engaged in the business of health insurance ... or ... the business of medical malpractice insurance." See Affordable Health Care for America Act, H.R. 3962, 111th Cong. § 262 (2009). The provision was taken out prior to the passage of the legislation. See Preservation of Access to Care for Medicare Beneficiaries and Pension Relief Act of 2010, Pub. L. 111-192, 124 Stat. 1280. For an explanation of the bill proposing to remove the exemption, including a discussion of previous efforts to repeal or scale back the McCarran-Ferguson Act, see H.R. REP. No. 111-322 (2009).

82 See Discount Pricing Consumer Protection Act, S. 2261, 110th Cong. (2007) (to overrule *Leegin*); Edward D. Cavanagh, *Illinois Brick: A Look Back and a Look Ahead*, 17 LOY. CONSUMER L. REV. 1, 19, 26 (2004) (discussing bills to repeal *Illinois Brick*, all of which died in committee).

83 See Merger Modernization Act of 1986, H.R. 4247, 99th Cong. (1986) (altering the language of the Clayton Act to codify aspects of the Justice Department Merger Guidelines). See generally Douglas H. Ginsburg, *The Reagan Administration's Legislative Initiative in Antitrust*, 31 ANTITRUST BULL. 851 (1986).

84 See Departments of Commerce, Justice, and State, the Judiciary, and Related Agencies Appropriations Act, 1984, Pub. L. No. 98-166, § 510, 97 Stat. 1071, 1102 (1983) ("None of the funds appropriated in title I and title II of this Act may be used for any activity, the purpose of which is to overturn or alter the per se prohibition on resale price maintenance in effect under Federal antitrust laws: *Provided*, That nothing in this provision shall prohibit any employee of a department or agency for which funds are provided in titles I and II of this Act from presenting testimony on this matter before appropriate committees of the House and Senate.").

85 See Harry First, Eleanor M. Fox & Daniel E. Hemli, *The United States: The Competition Law System and the Country's Norms*, in THE DESIGN OF COMPETITION LAWS, *supra* note 12, at 375 & nn.261-63 (describing the congressional dispute).

86 See Andy Medici, *GSA Leases Held up in Real Estate Power Play*, FED. TIMES, June 18, 2012, at 1.

87 See Peter Lattman, *Senate Confirms Antitrust Chief for Justice Department*, N.Y. TIMES, Dec. 31, 2012, at B2 (discussing delays in the confirmation process).

away from the area. In turn, the answer to the second question may be that the antitrust professional community fears that a breach of this wall could only lead to mischief, with untutored “business interest” legislators trying to dismantle antitrust law while “populist” legislators try to impose excessive restrictions on economic activity.

Of course, it is possible that Congress has not been scared off, but is simply disinterested in antitrust or content with the status quo. The most jaded public choice advocates would contend that there is not enough payoff in the form of either electoral support or financial campaign support to justify more investment in the field versus other areas of the law. Under this theory the disinterest is perfectly rational. All we are left with, then, is an effort by the different congressional committees to protect their turf for self-aggrandizing reasons, an effort most on display in the “outrage” over the agencies’ efforts to fix the merger clearance process.

Putting such cynical explanations aside, as an institutional matter we should not assume that Congress is simply content with the status quo. The historic delegation of authority to the courts to develop a common law of antitrust never included carte blanche authority to make fundamental economic public policy in the guise of case decisions. Nor did it encompass the right for the agencies to increasingly make law in house through unreviewable decisions not to enforce the law, decisions to settle without effective relief, the issuance of advisory opinions, and the issuance of guidelines which effectively change the law, all without even resorting to the courts or Congress.⁸⁸

The sad fact is, however, that Congress has acquiesced in its own marginalization. There is certainly a limit to the amount of attention that Congress can pay to any area of the law, and we do not claim that antitrust should be a top national priority. This trend is compounded by the judiciary, which has made antitrust overly technical and primarily dependent on economics in such a way that it is hard to discern whether or not an area of the law or an individual decision is consistent with the statutory scheme and current congressional desire.

Congressional distance from core antitrust policy is further compounded by the Court’s tendency to simply ignore the work of Congress even when it has expressed a view on any of these issues. For example, in the *Leegin* case, the Supreme Court gave no significance to Congress’s awareness of a consistent

⁸⁸ See Richard Steuer, *Counseling Without Case Law*, 63 ANTITRUST L.J. 823 (1995); Spencer Weber Waller, *Prosecution by Regulation: The Changing Nature of Antitrust Enforcement*, 77 OR. L. REV. 1383 (1998).

judicial interpretation of the per se illegality of resale price maintenance at the federal level, a repeal of the statutes that allowed states to form a contrary policy under certain circumstances, and a budget rider that came in response to an expressed goal of the Justice Department to change the law in the 1980s.⁸⁹ Congressional failure to respond to the Court then just confirms the judiciary's view that it can act free from democratic control.

Congress should be able to do better. As in other areas of the law, Congress tends to focus on short-term, partisan, and publicity driven activity that often results in gridlock and focuses on the minutiae. Instead of substantive legislation that would expand or restrict the antitrust laws in accordance with the will of the majority of the legislature, we are treated to the spectacle of sideshows like multiple hearings over the antitrust status of baseball,⁹⁰ browbeating agency nominees over the perceived failures of the agencies in individual matters,⁹¹ and other oversight hearings about a particular merger (Universal-EMI) or high-profile industries (Google) that are newsworthy.⁹² In contrast, Congress remained entirely silent when (1) the 2008 Department of Justice report on unilateral conduct made important and wide sweeping changes to the interpretation and enforcement of section 2;⁹³ (2) the Federal Trade Commission (FTC) refused to sign the report and issued policy statements in response;⁹⁴ and (3) the Department of Justice (DOJ) report was withdrawn by the subsequent Administration.⁹⁵

⁸⁹ See *Leegin Creative Leather Prods., Inc. v. PSKS, Inc.*, 551 U.S. 877, 919 (Breyer, J., dissenting) (2007); cf. *Flood v. Kuhn*, 407 U.S. 258 (1972) (deferring to congressional silence regarding the fifty-year-old decision in *Federal Baseball Club of Baltimore, Inc. v. National League of Professional Baseball Clubs*, 259 U.S. 200 (1922), which gave professional baseball an effective exemption from federal antitrust law).

⁹⁰ See Adam Berenbak, *Congressional Play-by-Play on Baseball*, PROLOGUE, Summer 2011, at 24.

⁹¹ See *Oversight of the Enforcement of the Antitrust Laws: Hearing Before the Subcomm. on Antitrust, Competition Policy and Consumer Rights of the S. Comm. on the Judiciary*, 111th Cong. (2010).

⁹² See *The Universal Music Group/EMI Merger and the Future of Online Music: Hearing Before the Subcomm. on Antitrust, Competition Policy and Consumer Rights of the S. Comm. on the Judiciary*, 112th Cong. (2012); *The Power of Google: Serving Consumers or Threatening Competition?: Hearing Before the Subcomm. on Antitrust, Competition Policy and Consumer Rights of the S. Comm. on the Judiciary*, 112th Cong. (2011).

⁹³ See U.S. DEP'T OF JUSTICE, COMPETITION AND MONOPOLY: SINGLE-FIRM CONDUCT UNDER SECTION 2 OF THE SHERMAN ACT (2008), available at www.justice.gov/atr/public/reports/236681.pdf.

⁹⁴ Press Release, FTC, FTC Commissioners React to Department of Justice Report, "Competition and Monopoly: Single Firm Conduct Under Section 2 of the Sherman Act" (Sept. 8, 2008), available at <http://www.ftc.gov/opa/2008/09/section2.shtm>.

⁹⁵ Press Release, Dep't of Justice, Justice Department Withdraws Report on Antitrust Monopoly Law (May 11, 2009), available at <http://www.justice.gov/opa/pr/2009/May/09-at-459.html>.

As a result, both agencies and courts have the best of both worlds and would oppose any change where Congress reasserts its fundamental role in setting the public policy to be enforced by the other branches of government. Agencies can proceed with fewer constraints in setting the agenda rather than executing one set by others. Most of their work can proceed behind closed doors and by negotiation with affected parties without external review.⁹⁶ When the courts become involved because of settlement break down, they can establish their own view of sound public policy largely unconstrained by their coequal branches of government.⁹⁷

A realistic and more democratic role for Congress in the formulation of competition policy, as a fundamental part of national economic policy, would involve a number of relatively small changes. The first principle should be establishing a norm of statutory interpretation that silence after a Court decision does not mean acquiescence. The fact that Congress does not specifically tee up a bill or resolution in each legislative session does not mean it has changed its mind on a particular subject or approves of a particular development in the antitrust world. Second, Congress should require the agencies periodically to report changes in enforcement or budget priorities and judicial changes in established precedent. Third, exemptions and immunities should be retrofitted to include sunset provisions so that Congress is required to take some action to preserve the status quo.⁹⁸ Fourth, if Congress outsources big-picture studies to blue ribbon commissions, such action should be accompanied by a provision that the recommendations of the commission be introduced in the following legislative session. Fifth, nomination, oversight, and budget hearings should be better focused on the major themes of what agencies do and don't do, rather than the minutiae of the moment.

⁹⁶ The Government in the Sunshine Act, however, limits private discussion of commission business to no more than two commissioners at a time. See Pub. L. No. 94-409, 90 Stat. 1241 (1976) (codified at 5 U.S.C. § 552b(a)(1) (2006)). The FTC has criticized this limitation. See Stephen Calkins, Gen. Counsel, FTC, Prepared Statement of the Federal Trade Commission Before the Special Committee To Review the Government in the Sunshine Act, Administrative Conference of the United States (Sept. 12, 1995), available at <http://www.ftc.gov/speeches/other/suntest.shtm>.

⁹⁷ One would hope that public choice advocates focused on the self-interested expansion of governmental actors without regard to the public interest would be as concerned with this situation as with their usual topics of interest.

⁹⁸ See AMC REPORT, *supra* note 71, at 355-56 (recommending the adoption of a sunset provision for any antitrust exemption).

The recommendation that Congress shift its focus to major issues is particularly critical to reinvigorating Congress's role in antitrust policy. It is simply more important to probe whether merger enforcement has now been virtually limited to mergers to monopoly than to hold hearings into whether a particular merger in a particular industry is a good idea. Similarly, reasonable people can differ over whether a particular antitrust provision should be enforced more vigorously, less vigorously, or simply repealed, but we doubt any Congress since the passage of the Sherman Act would simply say, "We don't care, do whatever you want." We may not like the results of what Congress says on any particular issue, but it remains the only directly democratically accountable branch of government and the one most clearly charged with setting the broad parameters of fundamental public policy. It should speak, as it does in most other areas of our complex economy, and not have its silence used as an excuse for self-interested actors to shift power in their favor when the legislature chooses to turn to other pressing issues of the day.

C. State Enforcement

There is one group of public antitrust enforcers that has been consistently criticized over the past two decades, not for over- or underenforcement of the antitrust laws, but for having the authority to enforce the antitrust laws in the first place. That group is the state attorneys general. Many antitrust commentators, some federal judges, and some in Congress have been unhappy with an enforcement structure that has given authority to state attorneys general to enforce federal antitrust law in federal court, to the point where some have proposed ending or limiting state jurisdiction over all antitrust claims, whether brought under federal or state antitrust law.⁹⁹ Indeed, the effort to strip states of jurisdiction in antitrust matters was an important part of the agenda of the Antitrust Modernization Commission appointed in the mid-2000s,

⁹⁹ See, e.g., Richard A. Posner, *Federalism and the Enforcement of Antitrust Laws by State Attorneys General*, in COMPETITION LAWS IN CONFLICT: ANTITRUST JURISDICTION IN THE GLOBAL ECONOMY 252, 260-62 (Richard A. Epstein & Michael S. Greve eds., 2004) (arguing that the states should be stripped of their authority to bring antitrust suits under either state or federal law or, at least, that Congress should preempt state antitrust law insofar as it might affect interstate or foreign commerce); Memorandum from AMC Staff to All Comm'r's 9-24 (May 19, 2006), available at http://govinfo.library.unt.edu/amc/pdf/meetings/EnfInst_State_DiscMemo_pub.pdf (discussing various commentators' criticisms of state enforcement and proposals to restrict or eliminate state authority); see also Richard A. Posner, *Antitrust in the New Economy*, 68 ANTITRUST L.J. 925, 940 (2001) [hereinafter Posner, *Antitrust and the New Economy*] (proposing that states should have no authority to bring antitrust suits under federal or state law, except where the state was injured as a purchaser of goods or services).

although this extreme view was eventually rejected by all but one of the Commissioners.¹⁰⁰

From the point of view of democratic accountability, the criticism of the state attorneys general is deeply ironic because nearly all the state attorneys general are elected officials.¹⁰¹ Having antitrust enforcers directly accountable to the electorate is probably unique in the world, perhaps another example of the United States' vaunted exceptionalism. One might even think that this political accountability would be held up to other regimes around the world as an example to be followed, rather than as something we ought cripple or dismantle as soon as possible.

The fact that democratic accountability for antitrust enforcement is roundly condemned once again reveals the strong preference we have for keeping antitrust away from democratic control and firmly in the hands of antitrust professionals. This preference was less clear when the antitrust laws were first passed. At that time, state enforcement by elected officials was an important part of the antitrust enforcement landscape; indeed, state enforcement in the early period of the antitrust laws was in some ways ahead of federal antitrust enforcement.¹⁰² By 1914 some in Congress were ready to give state attorneys general the right to bring suit in the name of the United States if the U.S. Attorney General did not act – an amendment to the proposed Clayton Act that failed in the Senate.¹⁰³

100 The Commissioner was John Warden. See AMC REPORT, *supra* note 71, at 444-45 (statement of John Warden). Warden had represented Microsoft Corp. in the monopolization litigation brought against it by the federal and state governments. See Harry First, *Modernizing State Antitrust Enforcement: Making the Best of a Good Situation*, 54 ANTITRUST BULL. 281, 283-91 (2009) (discussing AMC effort). See generally Richard Wolfram & Spencer Weber Waller, *Contemporary Antitrust Federalism: Cluster Bombs or Rough Justice?*, in ANTITRUST LAW IN NEW YORK STATE 1 (Robert L. Hubbard & Pamela Jones Harbour eds., 2d ed. 2002) (describing state and federal interaction in several significant antitrust cases from the 1990s).

101 See About NAAG, NAT'L ASS'N ATT'YS GEN., http://www.naag.org/about_naag.php (last visited Jan. 14, 2013) (attorneys general are popularly elected in 43 states; the remaining states have a variety of selection mechanisms).

102 Compare United States v. Int'l Harvester Co., 214 F. 987, 999-1000 (D. Minn. 1914) (federal antitrust suit filed April 30, 1912) (finding the combination of five companies, collectively holding 80 to 85 percent of the market, to form International Harvester to be an unreasonable restraint of trade in violation of sections 1 and 2 of the Sherman Act), with State v. Int'l Harvester Co., 141 S.W. 672, 678 (Mo. 1911) (finding International Harvester to be "an unlawful combination to suppress competition" in violation of state antitrust law). See generally May, *supra* note 15, at 498-506.

103 The amendment failed by a vote of 21-39. For discussion of the amendment, see 51 CONG. REC. 14,513-26 (1914). Proponents of the amendment argued that federal enforcement had been lax, that the amendment would put "46 watchdogs on guard," and that the "best enforcement" had actually come from

Today's critique goes beyond the fear expressed in the 1914 debate that publicity-hungry state attorneys general would be incentivized to go after "larger matters" more properly of concern to federal enforcers (that would arguably be a good result). Today's critique is that elected state enforcers are too easily captured by bad political actors, such as labor interests or in-state companies hurt by competition from out-of-state firms, and are not competent professionals in any event.¹⁰⁴ The capture argument reflects the fact that some popular political interests may disagree with a purer form of antitrust than the technocracy likes. The competency argument is an unwarranted slur on the ability of relatively poorly paid state lawyers to understand the complexities of the antitrust laws (just like juries!). The empirical record, however, provides little evidence either for the capture or competence critique.¹⁰⁵

The fact that state attorneys general are popularly elected gives them incentives to pursue enforcement actions that benefit the electorate generally and of which the general electorate might approve. These incentives appear to have worked, for the record shows that the states have historically been interested in using the antitrust laws to obtain monetary damages on behalf of state government entities and state consumers injured by antitrust violations.¹⁰⁶ The U.S. Justice Department, on the other hand, has been indifferent to seeking such redress, despite its statutory right to sue for treble damages when the federal government is injured by an antitrust violator.¹⁰⁷ The states also continue to take a firmer stance against vertical resale price fixing out of a concern for the interests of consumers who they believe will benefit from price competition among sellers of the same brand of goods. By contrast, federal enforcers now simply

state attorneys general acting under more limited state law. *See id.* at 14,515, 14,519. Critics were concerned about "divided responsibility" in the enforcement of federal law and the "temptation" for state attorneys general to "get more publicity" by taking up the "larger matters" of federal enforcement. *Id.* at 14,519.

¹⁰⁴ See Posner, *Antitrust in the New Economy*, *supra* note 99, at 940-41.

¹⁰⁵ See Harry First, *Delivering Remedies: The Role of the States in Antitrust Enforcement*, 69 GEO. WASH. L. REV. 1004, 1029-31 (2001).

¹⁰⁶ See *id.* at 1018 tbl.5 (New York state monetary awards); First, *supra* note 100, at 300 (recent cases). The states' interest in monetary recoveries dates to the early days of the Sherman Act. See *Chattanooga Foundry & Pipe Works v. City of Atlanta*, 203 U.S. 390 (1906) (antitrust damages suit for overcharges by iron water pipe cartel).

¹⁰⁷ See Harry First, *Lost in Conversation: The Compensatory Function of Antitrust Law* 48-61 (N.Y.U. Law & Econ., Working Paper No. 10-14, 2010), available at http://lsr.nellco.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1229&context=nyu_lewp (detailing the lack of enforcement).

ignore such behavior.¹⁰⁸ Thus, the institutional structure of having a popularly elected enforcement official may better align the interests of consumers and the interests of enforcers, a virtuous result from the point of view of antitrust.

It is true that state attorneys general who enforce the antitrust laws need to be on guard that their enforcement does not end up protecting competitors from competition. They, too, need to maintain “free markets for free people.” But so, too, do unelected federal enforcers who are also subject to political pressures from affected groups (whether in favor of enforcement or against it). But at least state enforcers have other direct political interests that can counterbalance protectionist forces. Federal enforcers may lack that political counterweight, unless they are smart enough to cultivate such support.

Even if we are not likely to start electing our federal antitrust enforcers, we can still pay closer attention to other mechanisms that can make bureaucratic enforcers more accountable to the democratic will. The primary mechanism is transparency of decision making. Although the DOJ and FTC engage in a variety of practices to foster transparency, including the issuance of enforcement guidelines and business review letters, both agencies still lag in disclosing their reasons for settling or not bringing particular cases. Both agencies have issued closing statements on a sporadic basis, but even these statements are often less than candid with regard to the agency’s decisions.¹⁰⁹ This lack of transparency is another example of antitrust’s democracy deficit.

D. Europe’s Democracy Deficit in Competition Law

While the United States antitrust system has increased its democracy deficit, the European Union has narrowed its own in the competition law field. Over the last ten years, the EU has gone from the originator of the very term “democracy deficit” toward a new, more decentralized system of competition

¹⁰⁸ Compare *Leegin Creative Leather Prods., Inc. v. PSKS, Inc.*, 551 U.S. 877, 900 (2007) (Department of Justice and FTC urge application of the rule of reason to minimum resale price maintenance agreements), with *People v. Tempur-Pedic Int’l, Inc.*, 916 N.Y.S.2d 900 (Sup. Ct. 2011) (suit brought by New York State Attorney General under state law for resale price maintenance) (dismissed), *aff’d*, 944 N.Y.S.2d 518 (App. Div. 2012).

¹⁰⁹ The FTC tends to be more candid than the DOJ, in part because dissenting commissioners are able to articulate the arguments in favor of enforcement, thereby requiring greater explanation from the majority of Commissioners. See, e.g., Press Release, FTC Closes Its Investigation of Genzyme Corp.’s 2001 Acquisition of Novazyme Pharm., Inc. (Jan. 13, 2004), available at <http://www.ftc.gov/opa/2004/01/genzyme.shtm> (with links to statements by Chairman Muris and Commissioner Harbour and dissenting statement of Commissioner Thompson); see also First et al., *supra* note 85, at 367-73 (discussing the variety of disclosure practices of the federal antitrust enforcement agencies).

enforcement with a serious commitment to more transparency, accountability, private litigation, and aggregating small claims through collective and representative actions.

At its inception, the EU's democracy deficit carried over into the competition area. The EU Commission was selected as the exclusive enforcer of EU (then EEC) competition law.¹¹⁰ The Commission had the exclusive power to both bring proceedings for fines against undertakings and to grant exemptions for otherwise unlawful agreements under what is now article 101(3) of the EU Treaty.¹¹¹ It also had the power to issue block exemptions for categories of agreements that met certain listed criteria. It could further sculpt the law through the issuance of negative clearances, comfort letters, guidelines, and notices. One notable example is the so-called *de minimis* notice, which effectively exempts most conduct by firms below certain turnover and market share thresholds as not likely to amount to a matter of EU concern.¹¹²

The combined effect of these functionally exclusive positive and negative powers gave the Commission almost complete control over the enforcement of EU competition law. Although member states, through what are now called National Competition Authorities (NCAs), could enforce their own national competition laws, they could not grant or adjudicate claims of exemption. This proved to be a nearly insurmountable obstacle where the Commission had acted, was considering acting, or the where the parties could make a colorable claim that their conduct was exemptible by the Commission, which then needed years to complete its own internal processes because of the extent of its own caseload.¹¹³

Similarly, although competition law has direct effect in the member states, and private parties have a legally protected right to seek damages and other

¹¹⁰ Council Regulation 17/62, 1959-1962 O.J. SPEC. ED. 87.

¹¹¹ Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union art. 101(3), Mar. 30, 2010, 2010 O.J. (C 83) 47, 89 [hereinafter TFEU], available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:0047:0200:en:PDF>.

¹¹² *Commission Notice on Agreements of Minor Importance Which Do Not Appreciably Restrict Competition Under Article 81(1) of the Treaty Establishing the European Community (de minimis)*, 2001 O.J. (C 368) 13-15, available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2001:368:0013:0015:EN:PDF>.

¹¹³ See generally Ben Depoorter & Francesco Parisi, *The Modernization of European Antitrust Enforcement: The Economics of Regulatory Competition*, 13 GEO. MASON L. REV. 309 (2005); David J. Gerber, *Two Forms of Modernization in European Competition Law*, 31 FORDHAM INT'L L.J. 1235 (2008).

remedies for violations of EU competition law,¹¹⁴ private litigation has not provided a meaningful remedy for most of the history of the EU. Competition claims surfaced offensively and defensively in various commercial and intellectual property disputes, but their effective resolution was hampered by the inability of national courts to definitively interpret and grant the exemptions exclusively within the purview of the EU Commission.¹¹⁵ Despite clear statements of the need and the right of victims of competition offenses to seek compensation, such claims were few and far between because of procedural limitations in the national courts, including bans or limitations on discovery and the lack of mechanisms to aggregate claims akin to U.S. class actions.¹¹⁶

All of these issues were addressed in the Modernization Initiative, which the Council of the European Union adopted in a package of legislative enactments in 2004¹¹⁷ following a rich and intense public debate within the various bodies of the EU, national political actors, the bar, academia, and civil society more generally. First, the Commission surrendered its exclusive powers over individual exemptions.¹¹⁸ Second, national competition authorities and courts would now have the power, and indeed the obligation, to apply the full provisions of EU competition law both as to liability and exemption.¹¹⁹ Third, the European Competition Network was created to clarify the responsibilities and cooperation between the central authority in Brussels and the national competition authorities in the twenty-seven member states in investigations

¹¹⁴ See, e.g., Case C-453/99, Courage Ltd. v. Crehan, 2001 E.C.R. I-6297, ¶ 1 ("A party to a contract liable to restrict or distort competition within [EU law] can rely on the breach of that provision to obtain relief from the other contracting party.").

¹¹⁵ IVO VAN BAEL & JEAN-FRANÇOIS BELLIS, COMPETITION LAW OF THE EUROPEAN COMMUNITY 12-13 (5th ed. 2010).

¹¹⁶ As an illustration, July 2012 was the first time a UK court awarded damages to a private plaintiff for injuries resulting from a violation of competition laws. See 2 Travel Grp. PLC. (in liquidation) v. Cardiff City Transp. Servs. Ltd., No. 1178/5/7/11, Judgment, ¶ 599 (Competition Appeal Tribunal 2012), <http://www.catribunal.org.uk/238-6946/1178-5-7-11-2-Travel-Group-PLC-in-liquidation.html> (appeal taken from the Office of Fair Trading).

¹¹⁷ See Council Regulation 1/2003, 2003 O.J. (L 1) 1 (EC), available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:001:0001:0025:EN:PDF>, amended by Council Regulation 411/2004, 2004 O.J. (L 68) 1 (EC), available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:068:0001:0002:EN:PDF>; Council Regulation 1419/2006, 2006 O.J. (L 269) 1 (EC), available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:269:0001:0003:EN:PDF>.

¹¹⁸ See Council Regulation 1/2003, *supra* note 117, art. 1-3, 6.

¹¹⁹ *Id.* art. 3, 5-6.

and proceedings.¹²⁰ Finally, the Commission initiated a program to encourage private rights of action in the member state courts.¹²¹

The undoing of the former system both increased and decreased the powers of the Competition Directorate of the European Commission. This change eliminated the need for spending a vast amount of time and resources processing requests for negative clearances, individual exemptions, and more informal comfort letters, and allowed the Commission to focus on bigger-ticket cartel, abuse of dominance, and merger cases while still setting overall policy for the Community through the continued enactment of block exemptions and other forms of guidance to the NCAs, national courts, and private parties.

This change pushed the power and the obligation to enforce both the prohibitions and exemptions of EU competition law down to the NCAs and national courts. While the NCAs are themselves technocracies, they are one level closer to the people of the EU and the more democratic institutions of the member states than the Commission in Brussels. The allocation of jurisdiction among the member states and between the member states and the Commission is spelled out more clearly in a legislative instrument that the member states directly participated in creating. While the Commission retains the power to trump member states' action under certain circumstances, it has wisely refrained from exercising these powers so far.

Unlike the war on the private right of action in the United States, the Commission has actively supported an enhanced right of compensation for private parties and does not appear to view this development as a threat to its leniency program or cartel enforcement activity. While progress has slowed, at least two U.S. law firms have established an office in the EU with an eye toward bringing private damages cases for cartel victims.¹²² A 2008 White Paper and a 2012 Commission study illustrates the extent of private rights of action in the various states and outlines methods of proof and a series of recommendations for greater use of collective and representative actions to allow agg-

120 *Id.* art. 11-16.

121 For an overview, see *Actions for Damages – Overview*, EUROPEAN COMM'N, <http://ec.europa.eu/competition/antitrust/actionsdamages/index.html> (last updated Aug. 14, 2012) and the documents cited therein.

122 See *About Hausfeld LLP: Vision Statement*, HAUSFELD LLP, <http://www.hausfeldllp.com/pages/about> (last visited Jan. 18, 2013) (referring to the London office); *Baker Botts Opens Brussels Office; Enhances Global Reach of Antitrust and Competition Law Practice*, BAKER BOTTS, <http://www.bakerbotts.com/baker-botts-opens-brussels-office-enhances-global-reach-of-antitrust-and-competition-law-practice-09-05-2012/> (last visited Feb. 2, 2013).

gate litigation of small claims.¹²³ The continued development of individual and collective private rights of action in the EU has been marked by a robust public debate at the highest levels of community and national governmental institutions and among stakeholders in civil society. Contrast this to the way that the private rights “debate” in the United States has been handled, where an ever-increasing set of restrictions has been judicially enacted in a technical and obfuscating manner that both preempts and limits public response.

Finally, the EU Competition law system includes procedural safeguards for public participation that are absent in the United States. While the Commission may proceed on its own initiative, when the EU receives a complaint from a private party it is generally required to formally decide, with reasons, whether to open a formal investigation or not, although it has the discretion to prioritize matters with the greatest community interests.¹²⁴ A decision not to proceed at any stage is appealable by the complainant and certain other entities affected by the decision.¹²⁵ Although the Commission is granted substantial discretion by the courts, it must nonetheless explain itself both in its decision and in court, unlike the virtually unlimited discretion of the U.S. agencies not to proceed in a matter with only occasional and entirely voluntary closing memos to explain their decisions.¹²⁶

No administrative system, whether deemed law enforcement or regulation, is ever entirely democratic in a modern complex economy. However, EU competition law shows the value of a system which takes subsidiarity seriously, makes an effort to encourage both public and private enforcement at the expense of unaccountable centralization, and subjects all stages of the investigative process at the EU level to binding rules of administrative law and judicial review. It

¹²³ *Commission White Paper on Damages Actions for Breach of the EC Antitrust Rules*, COM (2008) 165 final (April 2, 2008), available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:016:5:FIN:EN:PDF>; *Commission Draft Guidance Paper: Quantifying Harm in Actions for Damages Based on Breaches of Article 101 or 102 of the Treaty of the Functioning of the European Union* (June 2011), available at http://ec.europa.eu/competition/consultations/2011_actions_damages/draft_guidance_paper_en.pdf.

¹²⁴ TFEU art. 228; Charter of Fundamental Rights of the European Union art. 41(2), Dec. 18, 2000, 2000 O.J. (C 364) 1, available at http://www.europarl.europa.eu/charter/pdf/text_en.pdf; see also VAN BAEL & BELLIS, *supra* note 115, at 989-93.

¹²⁵ Case T-464/04, *Indep. Music Publishers & Labels Ass'n v. Comm'n*, 2006 E.C.R. II-2298; Case T-24/90, *Automec Srl v. Comm'n*, 1992 E.C.R. II-2223; see also TFEU art. 232 (liability for failure to act).

¹²⁶ See, e.g., 15 U.S.C. § 16(b)-(h) (2006); *United States v. Microsoft Corp.*, 56 F.3d 1448 (D.C. Cir. 1995) (under the Tunney Act, a court cannot reject a proposed consent decree on the grounds that the complaint should have been broader).

is all the more remarkable since the EU Commission had the full powers of a technocratic enforcer and chose to move in the opposite direction.

II. TECHNOCRACY AND IDEOLOGY

While reasonable people can debate what set of rules, institutions, and procedures produce the “best” competition policy,¹²⁷ that is not the main thrust of the current push for a technocratic antitrust order. Instead, there is a strong laissez-faire ideological underpinning for many of the advocates of such an approach that favors the near abolition of antitrust without having to engage the political sphere that has never favored such a result.

Technocracy does not have to equate with restricting enforcement. The later New Deal era, when Thurman Arnold headed the Antitrust Division, is one illustration of a move toward technocracy in the service of increased enforcement.¹²⁸ Most of the early enforcement history of the EU is another. In fact, technocracy versus a more politically responsive antitrust and more enforcement versus less are two separate variables with a number of historical variations, as illustrated in Table 1.

TABLE 1 – Enforcement: Technocracy and Political Antitrust

	Technocratic Antitrust	Politically Accountable Antitrust
More Enforcement	Later New Deal (e.g., <i>Socony-Vacuum</i> ; <i>Alcoa</i>); early EU competition enforcement	Post WWII, Warren Court (e.g., <i>Brown Shoe</i> , <i>Morton Salt</i>)
Laissez-faire Enforcement	Roberts Court (e.g., <i>Twombly</i> , <i>Trinko</i>)	Early New Deal statutes; <i>Appalachian Coals</i>

The ideological thrust of the current move to both technocracy and laissez-faire can best be illustrated in two related critiques of antitrust substance, procedures, and institutions. These critiques, if accepted, inexorably lead to, at best, a shrunken antitrust world with almost exclusive federal enforcement of the narrowest set possible of antitrust principles before increasingly hostile courts. It would also mean the effective abolition of private and state antitrust

127 See generally Symposium, 41 LOY. U. CHI. L.J. 411 (2010).

128 SPENCER WEBER WALLER, THURMAN ARNOLD: A BIOGRAPHY 78-110 (2005).

enforcement as a meaningful constraint on the commercial marketplace, all without a meaningful public debate for this extraordinary step.

The first critique involves the longstanding debate over the use of per se rules versus a rule of reason approach for antitrust offenses. Developed originally as a rule of interpretation for section 1 of the Sherman Act, a version of the rule of reason approach has spread to govern virtually all of antitrust including monopolization and merger analysis.¹²⁹ Although per se rules were once common, the Supreme Court has told us that such rules are only applicable to those offenses that are manifestly anticompetitive and wholly lacking any plausible procompetitive justification.¹³⁰ At the same time, it is easier and easier with the help of skilled economic expertise to assert a procompetitive justification that the courts will find plausible, thereby taking the case out of the realm of per se analysis.

The courts have often fumbled the application of this core principle largely as a result of Justice Brandeis's ill-advised kitchen sink approach to the rule of reason in *Chicago Board of Trade v. United States*,¹³¹ where everything is relevant and nothing is determinative. *Chicago Board of Trade* produced two different reactions. The first was a series of per se rules for various practices where the plaintiff always (or nearly always) won, and where the defendant always (or nearly always) won everything else when labeled rule of reason. Whether justified or not, this system fell into disrepair as most practices, except hardcore cartel behavior, became subject to some form of the rule of reason.

This in turn led to the criticism by some that the rule of reason cannot be effectively applied by generalist courts and lay juries, and the criticism by others that the rule of reason violates the rule of law.¹³² These criticisms, of course, were a major part of the reasoning in adopting per se rules in the first place, that is, to better calibrate the substantive rules to the procedures and institutions of

129 See *United States v. Microsoft Corp.*, 253 F.3d 34, 58-59 (D.C. Cir. 2001); U.S. DEP'T OF JUSTICE & FEDERAL TRADE COMM'N, HORIZONTAL MERGER GUIDELINES § 1 (Aug. 19, 2010), available at <http://www.justice.gov/atr/public/guidelines/hmg-2010.pdf>.

130 See *Leegin Creative Leather Prods., Inc. v. PSKS, Inc.*, 551 U.S. 877, 900 (2007).

131 *Chicago Bd. of Trade v. United States*, 246 U.S. 231 (1918).

132 See Michael R. Baye & Joshua D. Wright, *Is Antitrust Too Complicated for Generalist Judges? The Impact of Economic Complexity & Judicial Training on Appeals*, 54 J.L. & ECON. 1 (2011); Douglas H. Ginsburg & Joshua D. Wright, *Dynamic Analysis and the Limits of Antitrust Institutions*, 78 ANTITRUST L.J. 1, 18-20 (2012); Maurice E. Stucke, *Does the Rule of Reason Violate the Rule of Law?*, 42 U.C. DAVIS L. REV. 1375 (2009).

the generalist judiciary.¹³³ The problem is that if the rule of reason is the default standard, and if you then conclude that courts cannot administer these types of cases, there is nothing left to antitrust except governmental challenges to the most naked price fixing arrangements. This requires a conscious political decision never contemplated, let alone endorsed, by Congress. Few argue in such stark terms,¹³⁴ but technocratic antitrust short-circuits the political process and can lead down a path to laissez-faire.

The other response was to develop an intermediate or sliding scale standard for behavior in between conduct that was unlikely to harm competition and conduct that was inevitably likely to do so. The Supreme Court developed the so-called quick-look standard in a series of cases in which Justice Stevens often spoke for the Court.¹³⁵ At the same time, the FTC developed the similar inherently suspect test in administrative proceedings and litigation in the lower courts.¹³⁶ The gist of both approaches is that in situations where a rudimentary knowledge of economics would show that an agreement is likely to raise price, reduce output, or otherwise injure an important element of market competition, harm may be presumed and the initial burden of proof should be shifted to the defendant to justify the restraint.¹³⁷ Unfortunately, this promising approach was cut short by the Supreme Court's opaque decision in *California Dental Ass'n v. FTC*,¹³⁸ which held that the quick look was appropriate in some cases, just not in this particular case, but then said nothing more as to when, where, and how the quick look might apply in future cases.¹³⁹

The second, and more troubling, critique of antitrust enforcement has been the widespread adoption of a truncated version of decision theory, which was

¹³³ *United States v. Phila. Nat'l Bank*, 374 U.S. 321, 362-63 (1963).

¹³⁴ *But cf.* Geoffrey A. Manne & Joshua D. Wright, *Innovation and the Limits of Antitrust*, 6 J. COMP. L. & ECON. 153, 162, 195 (2010); Fred S. McChesney, *Easterbrook on Errors*, 6 J. COMP. L. & ECON. 11, 25-27 (2010) (hinting at this outcome).

¹³⁵ Waller, *supra* note 65.

¹³⁶ *N. Tex. Specialty Physicians v. FTC*, 528 F.3d 346, 360-61 (5th Cir. 2008); *Polygram Holding, Inc. v. FTC*, 416 F.3d 29, 35 (D.C. Cir. 2005); *see also Gen. Leaseways, Inc. v. Nat'l Truck Leasing Ass'n*, 744 F.2d 588, 595 (7th Cir. 1984).

¹³⁷ *FTC v. Ind. Fed'n of Dentists*, 476 U.S. 447, 460-64 (1986); *NCAA v. Bd. of Regents*, 468 U.S. 85, 109 (1984).

¹³⁸ 526 U.S. 756 (1999).

¹³⁹ *Id.* For the story on how the Court was made aware of the "information asymmetries" and "markets for lemons" arguments it highlighted in *California Dental*, see Stephen Calkins, *California Dental Association: Not a Quick Look but Not The Full Monty*, 67 ANTITRUST L.J. 495 (2000).

originally developed in the computer science, statistical, and business literatures. What has come to be known as error cost analysis derives from the decision theory and related game theory approaches developed by John von Neuman and Oskar Morgenstern dating back to the 1940s.¹⁴⁰

TABLE 2 – Decision Theory Versus Error Cost Analysis

	Take Action	Do Nothing
Assess Correctly	Benefit A (True Positive)	Benefit B (True Negative)
Assess Incorrectly	Cost C (False Positive)	Cost D (False Negative)

Most versions of decision theory involve the construction of a two-by-two matrix in the form shown in Table 2. The matrix shows the anticipated benefits and costs if the decision maker selects a particular rule for the system (for example, choosing between the *per se* rule and the rule of reason to judge a particular business practice). The top row shows the anticipated benefits for the choices made by the decision maker. These are usually referred to as true positives and true negatives. Prohibiting conduct that should be lawful (Type I error) or incorrectly permitting harmful conduct (Type II error) is usually referred to as false positives and false negatives. In some models, the costs of operating the system itself are also included in analyzing whether optimal results occur. In most models the combined accuracy benefits obtained when the parties act correctly are weighed against the combined error costs (and system costs) to evaluate the value of the rule or decision in question. The ultimate question remains what set of rules, procedures, and institutions minimize the total costs of getting it wrong or maximize the benefits of getting it right.

Scholars in many areas of the law have applied decision theory in formulating and evaluating rules, procedures, and institutions. These include criminal, constitutional, contract, and most forms of regulatory law.¹⁴¹ Professor Brett

140 JOHN VON NEUMANN & OSKAR MORGENSTERN, *THEORY OF GAMES AND ECONOMIC BEHAVIOR* (1944).

141 See David Crump, *Game Theory, Legislation, and the Multiple Meanings of Equality*, 38 HARV. J. ON LEGIS. 331 (2001); Jeremy D. Fraiberg & Michael J. Trebilcock, *Risk Regulation: Technocratic and Democratic Tools for Regulatory Reform*, 43 MCGILL L.J. 835 (1998); Tom Ginsburg, *Economic Analysis and the Design of Constitutional Courts*, 3 THEORETICAL INQUIRIES L. 49, 53 (2002); Andrew S. Gold, *A Decision Theory Approach to the Business Judgment Rule: Reflections on Disney, Good Faith, and Judicial Uncertainty*, 66 Md.

Frischmann has called the assessment of the predicted benefits of getting it right “accuracy benefits.”¹⁴² Numerous scholars have referred to the assessment of the predicted costs of getting it wrong as “error costs.”¹⁴³ Most of the time the analysis includes both the predicted benefits of getting it right measured against the predicted costs of getting it wrong.

In contrast, antitrust law has relied almost entirely on analyzing error costs alone. The introduction of error cost analysis into antitrust scholarship came in then-Professor Frank Easterbrook’s 1984 article, *The Limits of Antitrust*.¹⁴⁴ This article has been widely cited and incorporated into many bodies of scholarship and a growing number of judicial opinions.¹⁴⁵

The danger of this particular form of error cost analysis is that it systematically undervalues all forms of enforcement and can appear to provide seemingly neutral technocratic justifications for what is merely a normative preference for laissez-faire outcomes. First, the Easterbrook form of error costs ignores the accuracy benefits of any given rule, procedure, or enforcement action. If one seeks to minimize error costs (by itself a legitimate exercise) without considering the accuracy benefits, one inevitably gets less enforcement activity than should otherwise be the case. It is only in the happy coincidence when the magnitude and probabilities of accuracy benefits and error costs are reciprocal that this does not result.

As brilliantly analyzed by Michael Jacobs and Alan Devlin, this form of error cost analysis also assumes that all false positives are long lasting, businesses lack effective alternative lawful strategies, and all false negatives will be quickly and effectively neutralized by the market.¹⁴⁶ These assumptions are unlikely to be true in all cases, but most error cost analysis in antitrust does

L. REV. 398 (2007); Michael J. Saks, *Blaming the Jury*, 75 GEO. L.J. 693, 696 n.14 (1986); Michael Sinclair, *The Proper Treatment of “Interpretive Choice” in Statutory Decision-Making*, 45 N.Y.L. SCH. L. REV. 389 (2002); Cass R. Sunstein, *Beyond the Precautionary Principle*, 151 U. PA. L. REV. 1003 (2003).

¹⁴² Brett Frischmann, *Error Costs vs Accuracy Benefits*, MADISONIAN.NET (Jan. 16, 2008), <http://madisonian.net/2008/01/16/error-costs-vs-accuracy-benefits/>.

¹⁴³ See, e.g., Symposium, *Neo-Chicago Antitrust*, 78 ANTITRUST L.J. 37 (2012). Error cost analysis in antitrust normally is traced back to Frank H. Easterbrook, *The Limits of Antitrust*, 63 TEX. L. REV. 1, 14-17 (1984).

¹⁴⁴ *Id.*

¹⁴⁵ See McChesney, *supra* note 134, at 13 (discussing citations to *The Limits of Antitrust* by category from 1984 to 2009).

¹⁴⁶ Alan Devlin & Michael S. Jacobs, *Antitrust Error*, 52 WM. & MARY L. REV. 75 (2010).

not even attempt to make the fine-grained adjustments to determine when such assumptions may be justified in the real world.

Moreover, error cost analysts frequently fail to undertake the basic task of calculating the error cost of a particular rule or system under their own limiting assumptions. There is little attempt to assess the available empirical data as to the costs of Type I and Type II errors beyond the assumptions that Type I errors are harmful and Type II errors are benign. This type of analysis is more properly a restatement of the critic's prior assumptions and beliefs, rather than of the application of error cost analysis to solve problems in the real world.

Combining today's error cost approach with today's rule of reason approach ends up reducing antitrust enforcement to a near null set. There may be situations where the rule of reason is beyond the capabilities of general courts. There may be situations where error costs counsel against a finding of liability or the adoption of a particular legal test. But these are not inevitable nor merely the product of a preference for technocratic administration. Nor are those results in any particular case an argument for less (or more) antitrust in all cases.

Such arguments are, in the absence of empirical support on a case-by-case basis, primarily a preference for a laissez-faire marketplace. Laissez-faire politics or economics is a legitimate normative preference even if it is not our cup of tea. But that is a debate that must be settled in any particular era, and revisited as needed, by the broader democratic body politic. The role of a technocrat in a society such as ours should be to execute, not make, these fundamental value choices.

III. WHY MORE DEMOCRACY IS GOOD FOR ANTITRUST

In this Article we have argued for a rebalancing of antitrust's institutional approach, away from technocracy and toward democracy. Such a rebalancing could result in important substantive changes in antitrust doctrines and litigation results. Courts in Sherman Act cases would need to pay more attention to the Act's statutory purposes, particularly with regard to protecting businesses from exclusionary conduct, and would be less willing to view themselves as unconstrained lawmakers, free to follow the economic theory du jour. Merger law would pay attention to concentration, not just as a screen for case consideration, but as an independent concern that Congress had when passing the Clayton Act. Juries would be returned to their role of evaluating business behavior in its factual context. Predatory campaigns that exclude rivals

would not be excused on the ground that such behavior made no economic sense to judges who could not figure out why such campaigns would be profitable. Claims of collusive behavior would not be dismissed because judges could think up a plausible explanation for why the defendants might not have colluded. Congress would not leave antitrust law to the professional mercies of the federal enforcement agencies, antitrust lawyers, and economists. Serious legislative revision would be debated and undertaken.

Perhaps as importantly, an institutional rebalance will have a procedural side. Consider the following thought experiment: Why don't antitrust enforcement agencies resemble the Federal Reserve Board? The Federal Reserve was created in 1913 to furnish an elastic currency, to discount commercial paper, and to establish a more effective system of supervising the U.S. banking system.¹⁴⁷ It is profoundly and deliberately antidemocratic in nature. Its proceedings are closed, it hears no evidence, and affected parties have no participatory rights. While its Board of Governors is appointed by the President and confirmed by the Senate, it is largely self-regulating and self-funded. Its chairmen typically are reappointed regardless of the party in control of the White House, and its actions are supposed to be free from political control. Congressional oversight is largely limited to hectoring the chairman. In the recent financial crisis, the Fed exercised extraordinary powers at or beyond its stated powers in an effort to prevent a worldwide economic collapse.¹⁴⁸ Outside the United States, most of the national central states enjoy similar powers and similar degrees of independence within their own economies.¹⁴⁹

But antitrust agencies are not like the Fed. Most importantly, the democratic choices made when the antitrust agencies were created were fundamentally different from the choices made when the Fed was created. Public and private antitrust enforcement were set up to enforce the law in a way that would advance democratic goals – to deal with concentrations of economic power and to police business behavior that exploited consumers and excluded competitors. When the Department of Justice did not carry out that mandate adequately, Congress established a second agency “to stop monopoly in the

¹⁴⁷ Federal Reserve Act of 1913, Pub. L. No. 63-43, 38 Stat. 251-75 (codified as amended in scattered sections of 12 U.S.C.).

¹⁴⁸ See ANDREW ROSS SORKIN, *TOO BIG TO FAIL: THE INSIDE STORY OF HOW WALL STREET AND WASHINGTON FOUGHT TO SAVE THE FINANCIAL SYSTEM – AND THEMSELVES* (2009).

¹⁴⁹ PUBL'N COMM., BD. OF GOVERNORS OF THE FED. RESERVE SYS., *THE FEDERAL RESERVE SYSTEM: PURPOSES AND FUNCTIONS* 1 (9th ed. 2005), available at http://www.federalreserve.gov/pf/pdf/pf_complete.pdf.

embryo” and to check the lassitude of the Department. The political choice for the Fed was fundamentally different, a democratic precommitment to insulate the Fed from any popular political pressure to manipulate the money supply. Stability in monetary policy was so preferred to volatility that the constraints of democratic control were substantially weakened.

Of course, few would want a system of antitrust enforcement that operates in a totally partisan fashion. One can imagine (but not desire) a world where competition policy wildly gyrates depending on election results, appointments are dictated by party loyalty without regard to expertise,¹⁵⁰ certainty is an illusion, and each enforcement decision is second guessed by Congress as is the case with too many executive branch and theoretically independent agency decisions.

Redressing antitrust’s democracy deficit on the procedural side can be done with the tools of administrative law. Administrative law is the body of law that controls the procedures of governmental decision making.¹⁵¹ It allows interested persons to participate in decisions that affect their interests. Normally, it requires appropriate notice, the right to be heard, fair procedures, protection of fundamental rights, and judicial review of the resulting decision. These basic features are present in the administrative laws of most foreign legal systems and are part of a growing international consensus.¹⁵² The trade-off is that the decisions of administrative agencies that properly follow these strictures normally are granted a degree of deference as to the interpretation of the laws they enforce.¹⁵³ Frequently, but not inevitably, private parties also have the right to proceed with actions for damages against private parties who violate their regulatory obligations and even against the government itself when it acts unlawfully, either substantively or procedurally. These tools of administrative law are available to make antitrust enforcement decisions more transparent and more responsive to the interests that the antitrust laws were

¹⁵⁰ But see William E. Kovacic, *The Quality of Appointments and the Capability of the Federal Trade Commission*, 49 ADMIN. L. REV. 915 (1997) (evaluating the experience and quality of past FTC Commissioners).

¹⁵¹ See, e.g., JACOB A. STEIN, GLENN A. MITCHELL & BASIL J. MEZINES, *ADMINISTRATIVE LAW* § 1.01 (2012) (defining administrative law as the law “relat[ing] to the powers, functions and procedures of the various administrative agencies and the methods provided for judicial review of their decisions”).

¹⁵² See THE DESIGN OF COMPETITION LAW INSTITUTIONS, *supra* note 12 (discussing the application of these norms with regard to competition law enforcement in eight countries, the European Union, and in international institutions).

¹⁵³ Chevron U.S.A. Inc. v. Natural Res. Def. Council, Inc., 467 U.S. 837 (1984).

meant to serve, thereby promoting both better decision making and greater democratic legitimacy.

CONCLUSION

Free markets and free people cannot be assured by the efforts of technocrats. Ultimately, both come about through the workings of democratic institutions, respectful of the legislature's goals and constrained from engaging in arbitrary action. Antitrust has moved too far from democratic institutions and toward technocratic control, in service to a laissez-faire approach to antitrust enforcement. We need to move the needle back. Doing so will strengthen the institutions of antitrust, the market economy, and the democratic branches of government themselves.

REFERENCES

CONDOLEEZZA RICE

Former Sec'y of State, Speech at the Republican National Convention (Aug. 29, 2012), available at <http://www.foxnews.com/politics/2012/08/29/transcript-condoleezza-rice-speech-at-rnc/>.

RICHARD HOFSTADTER

What Happened to the Antitrust Movement?, in *The Paranoid Style in American Politics and Other Essays* 188, 189 (1965).

HERBERT HOVENKAMP

The Antitrust Enterprise: Principle and Execution 1-10 (2005); Jonathan B. Baker, *Preserving a Political Bargain: The Political Economy of the Non-interventionist Challenge to Monopolization Enforcement*, 76 ANTITRUST L.J. 605 (2010).

CORWIN D. EDWARDS

An Appraisal of the Antitrust Laws, 36 AM. ECON. REV. 172, 172 (1946)

ROBERT BORK, WARD BOWMAN, HARLAN BLAKE & KENNETH JONES

The Goals of Antitrust: A Dialogue on Policy, 65 COLUM. L. REV. 363 (1965); John J. Flynn, *Antitrust Policy and the Concept of a Competitive Process*, 35 N.Y.L. SCH. L. REV. 893, 897 (1990); Eleanor M. Fox, *The Modernization of Antitrust: A New Equilibrium*, 66 CORNELL L. REV. 1140 (1981); James May, *Antitrust in the Formative Era: Political and Economic Theory in Constitutional and Antitrust Analysis*, 50 OHIO ST. L.J. 257 (1989); Robert Pitofsky, *The Political Content of Antitrust*, 127 U. PA. L. REV. 1051 (1979); Louis B. Schwartz, *Justice and Other Non-economic Goals of Antitrust*, 127 U. PA. L. REV. 1076 (1979); Louis B. Schwartz, *The Schwartz Dissent*, 1 ANTITRUST BULL. 37, 38 (1955)

DANIEL A. CRANE

The Institutional Structure of Antitrust Enforcement 70 (2011); see also Daniel A. Crane, *Technocracy and Antitrust*, 86 TEX. L. REV. 1159 (2008).

DAVID MARQUAND

Parliament for Europe 64-66 (1979); Robert Howse, *How to Begin To Think About the "Democratic Deficit" at the WTO*, in *INTERNATIONAL ECONOMIC GOVERNANCE AND NON-ECONOMIC CONCERN*S 79, 79-101 (Stefan Griller ed., 2003); Anne-Marie Slaughter, *Disaggregated Sovereignty: Towards the Public Accountability of Global Government Networks*, 39 GOV'T & OPPOSITION 159 (2004); Joseph H.H. Weiler & Joel P. Trachtman, *European Constitutionalism and Its Discontents*, 17 NW. J. INT'L L. & BUS. 354 (1996).

Joseph H.H. Weiler

The Transformation of Europe, 100 YALE L.J. 2403, 2466-74 (1991)

Peter L. Strauss

Legislation That Isn't – Attending to Rulemaking's "Democracy Deficit," 98 CALIF. L. REV. 1351 (2010)

SUBSIDIARITY AND ECONOMIC REFORM IN EUROPE

(George Gelauff et al. eds., 2008).

MITSUO MATSUSHITA, THOMAS J. SCHOENBAUM & PETROS C. MAVROIDIS

The World Trade Organization: Law, Practice, and Policy 24-25 (2d ed. 2006)

BENEDICT KINGSBURY, NICO KRISCH & RICHARD B. STEWART

The Emergence of Global Administrative Law, 68 LAW & CONTEMP. PROBS. 15, 28 (2005)

Global Administrative Law Project, INST. FOR INT'L L. & JUST., N.Y.U. SCH. OF L., <http://www.iijl.org/GAL/default.asp> (last visited Jan. 10, 2012).

THE DESIGN OF COMPETITION LAW INSTITUTIONS: GLOBAL NORMS, LOCAL CHOICES

(Eleanor M. Fox & Michael J. Trebilcock eds., 2013)

LAWRENCE GOODWYN

Democratic Promise: The Populist Moment in America (1976); RICHARD HOFSTADTER, *The Age of Reform: From Bryan to F.D.R.* (1955).

JAMES MAY

Antitrust Practice and Procedure in the Formative Era: The Constitutional and Conceptual Reach of State Antitrust Law, 1880-1918, 135 U. PA. L. REV. 495, 499 (1987)

ALEXANDER M. BICKEL

The Least Dangerous Branch: The Supreme Court at the Bar of Politics 18 (2d ed. 1986)

LARRY D. KRAMER

The People Themselves: Popular Constitutionalism and Judicial Review 28-29 (2004)

ALAN J. MEESE

Standard Oil As Lochner's Trojan Horse, 85 S. CAL. L. REV. 783, 797 (2012)

MARGARET L. MOSES

Beyond Judicial Activism: When the Supreme Court Is No Longer a Court, 14 U. PA. J. CONST. L. 161 (2011) (discussing unconstrained Supreme Court decision making in other areas of the law).

HERBERT HOVENKAMP

Federal Antitrust Policy: The Law of Competition and its Practice ¶ 10.3 (4th ed. 2011).

ARTHUR AUSTIN

The Jury System at Risk from Complexity, the New Media, and Deviancy, 73 DENV. U. L. REV. 51, 52-60 (1995)

SHARI SEIDMAN DIAMOND & JESSICA M. SALERNO

Empirical Analysis of Juries in Tort Cases, in RESEARCH HANDBOOK ON THE ECONOMICS OF TORTS (J. Arlen ed., forthcoming 2013) (manuscript at 1), available at <http://www.thefederation.org/documents/11.Empirical%20Analysis%20of%20Jurors>

RICHARD S. ARNOLD

Trial by Jury: The Constitutional Right to a Jury of Twelve in Civil Trials, 22 Hofstra L. Rev. 1, 2-3 (1993)

REBECCA HAW

Adversarial Economics in Antitrust Litigation: Losing Academic Consensus in the Battle of the Experts, 106 Nw. U. L. Rev. 1261, 1293 (2012)

ADMIN. OFFICE OF THE U.S. COURTS

2011 Annual Report of the Director: Judicial Business of the United States Courts 149-50 tbl.C-4 (2012), available at <http://www.uscourts.gov/uscourts/Statistics/JudicialBusiness/2011/JudicialBusiness2011.pdf>.

STEPHEN CALKINS

Summary Judgment, Motions to Dismiss, and Other Examples of Equilibrating Tendencies in the Antitrust System, 74 GEO. L.J. 1065 (1986).

SPENCER WEBER WALLER

Justice Stevens and the Rule of Reason, 62 SMU L. REV. 693, 697-98 (2009).

WILLIAM E. KOVACIC & MARC WINERMAN

Competition Policy and the Application of Section 5 of the Federal Trade Commission Act, 76 ANTITRUST L.J. 929, 939, 947-50 (2010)

J. THOMAS ROSCH

Comm'r, FTC, Wading into Pandora's Box: Thoughts on Unanswered Questions Concerning the Scope and Application of Section 2 & Some Further Observations on Section 5, Remarks Before the LECG Newport Summit on Antitrust Law & Economics 25 (Oct. 3, 2009), available at ftc.gov/speeches/rosch/091003roschlecgsspeech.pdf (discussing the lack of spillover effects on private enforcement from using section 5).

DEBORAH K. OWEN

Antitrust Under the Watchful Eye of a Conservative Congress, 41 ANTITRUST BULL. 1, 1 (1996);

JOE SIMS

Report of the President's Commission on Antitrust, REGULATION, March/April 1979, at 25, 25.

ANTITRUST MODERNIZATION COMMISSION: REPORT AND RECOMMENDATIONS (2007)

[hereinafter AMC REPORT], available at http://govinfo.library.unt.edu/amc/report_recommendation/amc_final_report.pdf.

STEPHEN CALKINS

Antitrust Modernization: Looking Backwards, 31 J. CORP. L. 421, 430-31 (2006);

ALBERT A. FOER

The Antitrust Modernization Commission: A Retrospective from the Perspective of the American Antitrust Institute, 54 ANTITRUST BULL. 305, 306 (2009).

KRISTIN MADISON

The Residency Match: Competitive Restraints In An Imperfect World, 42 Hous. L. REV. 759 (2005).

DOUGLAS H. GINSBURG

The Reagan Administration's Legislative Initiative in Antitrust, 31 ANTITRUST BULL. 851 (1986).

HARRY FIRST, ELEANOR M. FOX & DANIEL E. HEMLI

The United States: The Competition Law System and the Country's Norms, in THE DESIGN OF COMPETITION LAWS, *supra* note 12, at 375 & nn.261-63 (describing the congressional dispute).

ANDY MEDICI

GSA Leases Held up in Real Estate Power Play, FED. TIMES, June 18, 2012, at 1.

PETER LATTMAN

Senate Confirms Antitrust Chief for Justice Department, N.Y. TIMES, Dec. 31, 2012, at B2 (discussing delays in the confirmation process).

RICHARD STEUER

Counseling Without Case Law, 63 ANTITRUST L.J. 823 (1995);

SPENCER WEBER WALLER

Prosecution by Regulation: The Changing Nature of Antitrust Enforcement, 77 OR. L. REV. 1383 (1998).

ADAM BERENBAK

Congressional Play-by-Play on Baseball, PROLOGUE, Summer 2011, at 24.

Oversight of the Enforcement of the Antitrust Laws: Hearing Before the Subcomm. on Antitrust, Competition Policy and Consumer Rights of the S. Comm. on the Judiciary, 111th Cong. (2010).

The Universal Music Group/EMI Merger and the Future of Online Music: Hearing Before the Subcomm. on Antitrust, Competition Policy and Consumer Rights of the S. Comm. on the Judiciary, 112th Cong. (2012); The Power of Google: Serving Consumers or Threatening Competition?: Hearing Before the Subcomm. on Antitrust, Competition Policy and Consumer Rights of the S. Comm. on the Judiciary, 112th Cong. (2011).

U.S. DEPT OF JUSTICE

Competition and Monopoly: Single-Firm Conduct Under Section 2 of the Sherman Act (2008), available at www.justice.gov/atr/public/reports/236681.pdf.

RICHARD A. POSNER

Federalism and the Enforcement of Antitrust Laws by State Attorneys General, in COMPETITION LAWS IN CONFLICT: ANTITRUST JURISDICTION IN THE GLOBAL ECONOMY 252, 260-62 (Richard A. Epstein & Michael S. Greve eds., 2004)

RICHARD A. POSNER

Antitrust in the New Economy, 68 ANTITRUST L.J. 925, 940 (2001)

RICHARD WOLFRAM & SPENCER WEBER WALLER

Contemporary Antitrust Federalism: Cluster Bombs or Rough Justice?, in *ANTITRUST LAW IN NEW YORK STATE* 1 (Robert L. Hubbard & Pamela Jones Harbour eds., 2d ed. 2002)

HARRY FIRST

Delivering Remedies: The Role of the States in Antitrust Enforcement, 69 GEO. WASH. L. REV. 1004, 1029-31 (2001).

CHATTANOOGA FOUNDRY & PIPE WORKS v. CITY OF ATLANTA

203 U.S. 390 (1906) (antitrust damages suit for overcharges by iron water pipe cartel).

HARRY FIRST

Lost in Conversation: The Compensatory Function of Antitrust Law 48-61 (N.Y.U. Law & Econ., Working Paper No. 10-14, 2010), available at http://lsr.nellco.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1229&context=nyu_lewp (detailing the lack of enforcement).

BEN DEPOORTER & FRANCESCO PARISI

The Modernization of European Antitrust Enforcement: The Economics of Regulatory Competition, 13 GEO. MASON L. REV. 309 (2005);

DAVID J. GERBER

Two Forms of Modernization in European Competition Law, 31 FORDHAM INT'L L.J. 1235 (2008).

Ivo VAN BAEEL & JEAN-FRANÇOIS BELLIS

Competition Law of the European Community 12-13 (5th ed. 2010).

Vision Statement, HAUSFELD LLP, <http://www.hausfeldllp.com/pages/about> (last visited Jan. 18, 2013) (referring to the London office); *Baker Botts Opens Brussels Office; Enhances Global Reach of Antitrust and Competition Law Practice*, BAKER BOTTS, <http://www.bakerbotts.com/baker-botts-opens-brussels-office-enhances-global-reach-of-antitrust-and-competition-law-practice-09-05-2012/> (last visited Feb. 2, 2013).

SPENCER WEBER WALLER

Thurman Arnold: A Biography 78-110 (2005).

MICHAEL R. BAYE & JOSHUA D. WRIGHT

Is Antitrust Too Complicated for Generalist Judges? The Impact of Economic Complexity & Judicial Training on Appeals, 54 J.L. & ECON. 1 (2011);

DOUGLAS H. GINSBURG & JOSHUA D. WRIGHT

Dynamic Analysis and the Limits of Antitrust Institutions, 78 ANTITRUST L.J. 1, 18-20 (2012);

MAURICE E. STUCKE

Does the Rule of Reason Violate the Rule of Law?, 42 U.C. DAVIS L. REV. 1375 (2009).

JOHN VON NEUMANN & OSKAR Morgenstern

Theory of Games and Economic Behavior (1944).

DAVID CRUMP

Game Theory, Legislation, and the Multiple Meanings of Equality, 38 HARV. J. ON LEGIS. 331 (2001);

JEREMY D. FRAIBERG & MICHAEL J. TREBILCOCK

Risk Regulation: Technocratic and Democratic Tools for Regulatory Reform, 43 MCGILL L.J. 835 (1998);

TOM GINSBURG

Economic Analysis and the Design of Constitutional Courts, 3 THEORETICAL INQUIRIES L. 49, 53 (2002);

ANDREW S. GOLD

A Decision Theory Approach to the Business Judgment Rule: Reflections on Disney, Good Faith, and Judicial Uncertainty, 66 MD. L. REV. 398 (2007);

MICHAEL J. SAKS

Blaming the Jury, 75 GEO. L.J. 693, 696 n.14 (1986);

MICHAEL SINCLAIR

The Proper Treatment of "Interpretive Choice" in Statutory Decision-Making, 45 N.Y.L. SCH. L. REV. 389 (2002);

CASS R. SUNSTEIN

Beyond the Precautionary Principle, 151 U. Pa. L. Rev. 1003 (2003).

BRETT FRISCHMANN

Error Costs vs Accuracy Benefits, MADISONIAN.NET (Jan. 16, 2008), <http://madisonian.net/2008/01/16/error-costs-vs-accuracy-benefits/>.

ALAN DEVLIN & MICHAEL S. JACOBS

Antitrust Error, 52 Wm. & MARY L. REV. 75 (2010).

ANDREW ROSS SORKIN

Too Big To Fail: The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought To Save the Financial System – and Themselves (2009).

PUBL'N COMM., BD. OF GOVERNORS OF THE FED. RESERVE SYS.

The Federal Reserve System: Purposes and Functions 1 (9th ed. 2005), available at http://www.federalreserve.gov/pf/pdf/pf_complete.pdf.

WILLIAM E. KOVACIC

The Quality of Appointments and the Capability of the Federal Trade Commission, 49 ADMIN. L. REV. 915 (1997)

JACOB A. STEIN, GLENN A. MITCHELL & BASIL J. MEZINES

Administrative Law § 1.01 (2012)

THE EUROPEAN COMMISSION'S DIRECTIVE ON ANTITRUST DAMAGES ACTIONS

Nuno Calaim Lourenço *

ABSTRACT: The effectiveness of the prohibitions laid down in Articles 101 and 102 TFEU requires that anyone can claim compensation before national courts for the harm caused to them by an infringement of those provisions. Actions for damages are one important element of an effective system of private enforcement for infringements of competition law. This article discusses the European Commission's new Directive on Antitrust Damage Actions. While emphasizing the basic positive effects that are expected to derive from the new framework, particularly in terms of the enhanced deterrence climate, the article seeks to critically assess the key provisions and legal solutions adopted therein. Specifically, the article questions whether the Directive will, in practice, make a material difference to the success and efficacy of private enforcement actions. The article suggests that harmonization might not have been, in fact, the right path to follow at EU level.

SUMMARY: Introduction. I. The Directive in Detail. 1. Ability to bring claims. 1.1. Claims by direct and indirect purchasers. 1.2. Clarity on limitation periods. 2. Evidence. 2.1. Access to general evidence. 2.2. Access to leniency documents and settlement submissions. 2.3. Access to evidence used by a competition authority. 3. Effects of national decisions. 4. Damages. 4.1. Proof of harm and damages. 4.2. Pass-on defence. 4.3. Recovery by indirect purchasers. 4.4. Joint and several liability for immunity recipients. 5. Consensual dispute resolution mechanisms. Conclusions.

INTRODUCTION

The EU Directive on antitrust damages actions (“Directive”)¹ was formally adopted at the end of 2014. It is the first legally binding EU measure in the

* The author wishes to thank his colleagues at the Competition Department of SRS Advogados, in particular Natalie Portela, for their valuable commentary.

¹ Directive 2014/104/EU of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on certain rules governing actions for damages under national law for infringements of the competition law provisions of the Member States and of the European Union, OJ L 349, 5.12.2014, p. 1 to 19. The Directive is complemented by a nonbinding note providing practical guidance for national courts on the quantification

area of private enforcement. It pursues the European Commission’s (“Commission”) unyielding agenda to mitigate the current fragmentation and disparity of regime across EU jurisdictions; to bolster private antitrust litigation and to further enhance deterrence against violations of competition law. The Directive represents the culmination of a decade-long process of debate and consultation considering how private antitrust damages should be operationalised within the EU. The Commission first adopted a Green Paper on antitrust damages action in 2005², followed in 2008 by a White Paper on antitrust-specific redress mechanisms³ and another Green Paper on consumer collective redress⁴. A consultation entitled *Towards a Coherent European Approach to Collective Redress*⁵ was launched in 2011, the goal of which was to identify common legal principles on collective redress and to seek comments on collective actions in the EU. In 2012, the European Parliament (“Parliament”) adopted a resolution calling for a collective redress proposal that would include a set of principles providing uniform access to justice in Member States⁶. On June 11, 2013, the Commission finally published a series of long-awaited proposals to advance private antitrust damage and collective actions in Europe. These proposals comprised: a) a Directive on private antitrust damages actions⁷; b) a Recommendation on collective redress⁸; and c) Guidance on the quantification of damages⁹.

of antitrust harm and a nonbinding recommendation on collective redress mechanisms. The two latter proposals fall outside the scope of this article.

2 Green Paper – Damages actions for breach of the EC antitrust rules, {SEC(2005) 1732}, Brussels, 19.12.2005 COM(2005) 672 final.

3 White Paper on damages actions for breach of the EC antitrust rules {SEC(2008) 404} {SEC(2008) 405} {SEC(2008) 406}, Brussels, 2.4.2008.

4 Green Paper On Consumer Collective Redress, COM(2008) 794 final, Brussels, 27.11.2008.

5 Commission staff working document public consultation: Towards a Coherent European Approach to Collective Redress, SEC(2011)173 final, Brussels, 4 February 2011.

6 Text available at <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2012-0021+0+DOC+XML+V0//EN>.

7 Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on certain rules governing actions for damages under national law for infringements of the competition law provisions of the Member States and of the European Union, COM(2013) 404, 11.6.2013.

8 Commission Recommendation of 11 June 2013 on common principles for injunctive and compensatory collective redress mechanisms in the Member States concerning violations of rights granted under Union Law (2013/396/EU), OJ L 201/60, 26.7.2013.

9 See Communication from the Commission on quantifying harm in actions for damages based on breaches of Article 101 or 102 of the Treaty on the Functioning of the European Union, C(2013) 3440, 11.6.2013 and Commission Staff Working Document – Practical Guide on Quantifying Harm in Actions

Initial reactions by Member States were unsurprisingly lukewarm. While some Member States had been struggling with the legal and practical issues surrounding private damages actions for several years, for others, the issues were novel and, in some instances, quite controversial. Businesses showed particular concern that an infringement decision adopted in one EU Member State could be used to support a European-wide damages action brought in another Member State. A second area of resistance concerned disclosure, in particular, the obligation to disclose, in damages actions before national courts, evidence produced by investigated parties or competition authorities in antitrust investigations.

In their joint response to the Commission's White Paper on antitrust damage actions in 2009, the German government and the *Bundeskartellamt* claimed that they could not “*discern any convincing reasons for special private law and civil procedural rules for enforcing antitrust law*”¹⁰. Even the European Parliament's own Economic and Monetary Affairs Committee openly doubted that private law enforcement mechanisms were underdeveloped at Member State level, questioning “*the Commission's competence for its proposal*”¹¹. On July 12, 2013, the newswire Mlex reported that the Netherlands “*voiced the most direct criticism, with Denmark also sounding a note of scepticism*.”¹².

Despite the legal and political hurdles to its adoption, the prevailing impression was that the Commission's proposals had the potential to be a game-changer and that there was no going back, considering the time, effort and resources that had already been allocated to, and expended on, this reform. Member States therefore became increasingly more determined to reach a final consensus on a binding consolidated version. The 2014 Directive translates a compromise solution. Some of its initial and more controversial proposals

for damages based on breaches of Article 101 or 102 of the Treaty on the Functioning of the European Union, SWD(2013) 205, 11.6.2013.

¹⁰ Comments of the Federal Ministry of Economics and Technology, the Federal Ministry of Justice, the Federal Ministry of Food, Agriculture and Consumer Protection and the Bundeskartellamt on the EU Commission's White Paper on Damages actions for breach of the EC antitrust rules, available at http://ec.europa.eu/competition/antitrust/actionsdamages/white_paper_comments.html

¹¹ Klaus-Heiner Lehne (rapporteur), Committee on Economic and Monetary Affairs, Report on the White Paper on damages actions for breach of EC antitrust rules (9 March 2009), available at <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A6-2009-0123+0+DOC+PDF+V0//EN&language=EN>

¹² <http://www.mlex.com/EU/Content.aspx?ID=421818>

have been nuanced¹³ but the legislative text still underscores the Commission's overarching ambition to encourage private antitrust enforcement, historically deemed too low and mainly restricted to a small number of Member States¹⁴. Without resorting to a full harmonization of the Members States' procedural rules, the Directive aims to ensure "*that anyone who has suffered harm caused by an infringement of competition law (...) can effectively exercise the right to claim full compensation for that harm (...)*"¹⁵. The Directive is also designed to create an effective system of private enforcement, by means of damages actions, that complements, but does not replace or jeopardise public enforcement¹⁶. The Directive commits to improving the interaction between leniency programs and private actions, by maintaining the incentives for infringing undertakings to reveal cartels in return for leniency and to engage in settlement procedures¹⁷. Member States will have until 27 December 2016 to put in place the necessary measures to implement the Directive's requirements.

The Directive is expected to have a major impact on anyone doing business in the EU. With public enforcement also becoming increasingly international in scope¹⁸, the importance of having a global approach to antitrust compliance, risk management and litigation strategy becomes ever more apparent.

This article discusses the key provisions of the Directive, the legal principles and solutions they have been built on. It proposes to identify those which might be the cause of further legal uncertainty and controversy and work as an effective obstacle to substantive harmonization. While the article is, for the most part, dedicated to exploring the shortcomings of the Directive, it also

¹³ For example, competition infringement decisions from national competition authorities are no longer binding in other EU jurisdictions. They will only serve as *prima facie* evidence that an infringement has occurred which may be assessed along with other materials advanced by the parties.

¹⁴ The vast majority of antitrust damages claims are currently brought in only three Member States – the United Kingdom, Germany and the Netherlands – where the procedural rules are perceived to be more claimant friendly. The proposals therefore aim to provide a minimum degree of harmonization on certain issues considered by the Commission to be fundamentally important to facilitate antitrust damages actions.

¹⁵ Article 1 of the Directive.

¹⁶ A principle that had already been explored in the Commission's 2008 White Paper. See footnote 3 above, p.3.

¹⁷ A particular threat is posed by disclosure of leniency documents to third parties (See the Judgments from the Court of Justice ("ECJ") in *Pfleiderer* – Case C-360/09, *Pfleiderer AG v Bundeskartellamt* ECLI:EU:C:2011:389 – and in *Donau Chemie* – Case C-536/11, *Bundeswettbewerbsbehörde v Donau Chemie AG and others*, ECLI:EU:C:2013:366).

¹⁸ Note the proportion of EU recent investigations and cartel decisions involving Asian companies.

seeks to provide some theoretical insights into the debate on whether harmonization is indeed the right path to be followed by the EU.

The article is structured around five broad categories of pre-selected topics: (a) legal standing *i.e.* the issues surrounding the ability to bring claims and the limitation periods; (b) evidence and disclosure; (c) the effects of national decisions; (d) damages: proof and quantification, the pass-on defence, recovery by indirect purchasers and the joint and several liability regime set for immunity recipients; and (e) consensual dispute resolution mechanisms.

I. THE DIRECTIVE IN DETAIL

1. Ability to bring claims

The Commission's proposal includes two provisions aimed at widening the poll of potential claimants and clarifying the time within which claims can be made:

1.1. Claims by direct and indirect purchasers

The Directive endorses the established EU law principle that anyone who has suffered harm caused by an infringement is entitled to bring an action for damages¹⁹. The Directive extends this principle to include indirect purchasers who have suffered harm because an overcharge to the direct purchaser was passed on to them through the distribution chain²⁰. Indirect purchasers will only be required to establish evidence that the direct purchaser has suffered an overcharge as a result of the cartel, and that the indirect purchaser purchased goods or services affected by the cartel arrangements from the direct purchaser²¹.

This legal solution seems to stray from established principles in some Member States. For example, it raises a complex question under Portuguese law where proof of loss is a constituent element of the tort claim for breach of a statutory duty²² (the basis under which antitrust damages claims would normally be brought). The Directive does not appear to eliminate this element

¹⁹ Article 1 of the Directive.

²⁰ Article 14 of the Directive.

²¹ Article 14 (2) of the Directive.

²² The expressions "tort" and "statutory duty" originate from common law jurisdictions. Portugal is a civil law jurisdiction, however the author has chosen to use these expressions to provide context and for ease of reference.

of the claim (the indirect purchaser still has the burden of proving the three conditions set out in Article 14 (2)), but it does create a presumption of loss in favour of the indirect purchaser, which will apply unless the defendant can “*demonstrate credibly to the satisfaction of the court that the overcharge was not, or was not entirely, passed on to the purchaser*”.

1.2. Clarity on limitation periods

In its 2008 White Paper, the Commission had already shown concerns that the existence of different national limitation periods across the EU could work as a “*considerable obstacle to recovery of damages, both in stand-alone and follow-on cases*”²³. The Directive aims to establish common principles for limitation periods. Member State’s limitation periods are obliged to run for at least five years after the infringement has ceased. The clock will not begin to tick before the infringement has ceased and the claimant knows, or can reasonably be expected to know: a) of the behaviour and the fact that it constitutes an infringement of competition law; b) of the fact that the infringement of competition law caused harm to it; and c) of the identity of the infringer²⁴. In addition, the limitation period is suspended if a competition authority is investigating the infringement to which the claim relates. Such suspension will end, at the earliest, one year after the infringement decision has become final or after the proceedings are otherwise terminated. An infringement decision is deemed to become final when it can no longer be reviewed by an appeal court.

It should be relatively unequivocal that the provisions for limitation periods in the Directive are claimant-friendly and far more generous than those currently in force in other EU jurisdictions. In Portugal, for example, the limitation period is set at three years from the date the claimant becomes aware of his legal right to compensation (article 498º of the Portuguese Civil Code). The Directive contains a provision stating that it will not apply to damages actions filed in a national court before its entry into force. Some claimants may already have chosen to delay bringing a claim in order to benefit from the more claimant-friendly regime. Either way, it is important to note that existing limitation periods will continue to be determined according to national rules until the Directive is transposed into national law. Litigants will not be able to revive claims which have expired domestically.

23 See footnote 3 above. Page 8, subsection 2.7 of the document.

24 Article 10 (2) of the Directive.

2. Evidence

The provisions relating to evidence are arguably the most significant aspect of the Commission's initiative, as they are likely to have a substantial impact on the availability of evidence in most Member States and should clarify the extent to which documents provided in the course of leniency applications and settlement procedures can be used in subsequent damages claims. The provisions on disclosure have a two-fold goal: on one hand to address the issue of information asymmetry in damages actions where much of the evidence required by the claimant to prove his case can be in the possession of the defendant; and on the other hand, to avoid reducing the incentives of undertakings to apply for cartel leniency and engage in settlement procedures. The impact of the new regime will be felt mainly in EU continental jurisdictions that follow the civil law tradition where it is still very difficult for litigants to obtain evidence²⁵. The Directive provides for different rules on disclosure depending on the type of evidence the claimant seeks to obtain:

2.1. Access to general evidence

The Directive stipulates that national courts should be able to order defendants or third parties to disclose evidence in their possession that is relevant to substantiate the claim. For this purpose, the claimant should present a "*reasoned justification*" as to the "*plausibility of its claim*"²⁶. This obligation is subject to certain limitations, including the requirement that the scope of disclosure be proportionate to the circumstances, that legally privileged documents be protected from disclosure, and that confidential information be protected from improper use²⁷. Categories of evidence must be defined as precisely and narrowly as possible. It will be for the national judge in question to evaluate the claimant's request by way of applying a proportionality test. It is important to observe that the proposed regime is only a minimum standard and there is nothing that prevents a Member State from introducing rules which would lead to a wider disclosure of evidence²⁸. Given the critical role that disclosure plays in supporting a claim, it is hard to see how

²⁵ The UK already has a sophisticated disclosure regime.

²⁶ Article 5 (1) of the Directive also stipulates that "*Member States shall ensure that national courts are able, upon request of the defendant, to order the claimant or a third party to disclose relevant evidence*".

²⁷ Article 5 of the Directive.

²⁸ See Art. 5 (8) of the Directive.

the Commission's aim of creating a level playing field will be achieved when there will still be preferential disclosure regimes that vary across the EU and which are likely to influence the choice of forum²⁹.

2.2. Access to leniency documents and settlement submissions

The Directive sets important limitations on the extent to which disclosure can be ordered for specific documents prepared in relation to leniency and settlement procedures. National courts may never order the disclosure, or permit the use, of corporate leniency statements and settlement submissions to a competition authority³⁰. The Directive blacklists these documents for obvious reasons, namely that disclosure would have a detrimental effect on undertakings cooperating under leniency and settlement programs adopted both in the EU and in national jurisdictions.

There are however some difficulties in this approach. The *per se* prohibition of access to leniency statements and settlement decisions does not appear to be in line with the recent judgment of the ECJ in *Donau Chemie*³¹. This understanding is also liable to clash with the principles set out by the Transparency Regulation³² which, subject to certain limitations, provides for disclosure of documents held by the Commission. More importantly, perhaps, is the fact that this prohibition may run counter to EU fundamental rights and the regime set forth in Article 6 of the European Convention on Human Rights if claimants are prevented from gaining access to non-privileged documents which are crucial in order to successfully pursue their claims and which they would, absent the Directive, have access to under national regimes.

Despite the fragilities of the regime, one should arguably try to grasp the rationale hidden behind the initiative. It must be borne in mind that the proposed restrictions follow the controversial judgment of the ECJ in the *Pfleiderer*

29 As already stated, the regime in the UK is considerably more generous in several respects.

30 Article 6 of the Directive. This protection from disclosure appears to apply only to the statement, and not to any pre-existing documents included e.g. as annexes, or to the defendants' replies to an NCA's RFI.

31 Case C-536/11, *Bundeskartellamt v Donau Chemie AG and others*, ECLI:EU:C:2013:366. The Court held that it is a matter for national judges to weigh the public interests for and against disclosure to determine whether, in each individual case, plaintiffs should be provided with access to some or the entire cartel file. Further, courts should refuse access to a particular leniency document only if there are "overriding reasons" to keep the document away from the claimant.

32 Regulation (EC) no. 1049/2001 of the European Parliament and of the Council of 30 May 2001 regarding public access to European Parliament, Council and Commission documents, OJ L 145/43, 31 May 2001.

case³³. The court ruled that, in principle, EU Law did not prohibit access to leniency documents by third parties seeking damages. Access should be determined according to national law, which must weigh the interests arguing both in favour and against a disclosure of documents received under leniency. The ECJ recognised (at para. 26 of its ruling) that allowing access could compromise leniency programs, but this could not defeat the well-established right of individuals to bring a claim for damages caused by an infringement of competition law³⁴. The ruling generated considerable uncertainty as to whether documents provided in conjunction with leniency applications might ultimately be disclosed to potential claimants for use in damages actions, thereby potentially undermining the incentive to seek leniency. The Directive seeks to clarify this issue and to provide protection for the most sensitive documents (*i.e.* leniency and settlement submissions).

2.3. Access to evidence used by a competition authority

The Directive creates a “grey list” for certain categories of evidence. Information prepared by investigated parties specifically for the proceedings of a competition authority (*e.g.* responses to Requests for Information or replies to a Statement of Objection), information that the competition authority has drawn up and sent to the parties in the course of its proceedings, and settlement submissions that have been withdrawn can only be disclosed after the Competition Authority has closed its file.

Where it is unclear which of these three categories applies to any particular document, the issue would need to be determined by national courts.

3. Effects of national decisions

The Directive provides that national courts have to treat a final decision of their national competition authorities or by a review court as irrefutable evidence of an infringement for the purposes of private damages actions³⁵. The regime aims to confirm the evidentiary value of decisions taken by a National Competition Authority (“NCA”) and judgments adopted by a national court.

³³ Case C-360/09 *Pfleiderer AG v Bundeskartellamt*, ECLI:EU:C:2011:389.

³⁴ The approach in *Pfleiderer* was recently revisited and fine-tuned by the ECJ in the above referred *Donau Chemie* case. The court held that it was contrary to EU law for Austrian rules to prohibit third parties from accessing documents held by the competition regulator where parties to the proceedings did not consent to disclosure, as this did not allow the national court to conduct the balancing of interests required in the *Pfleiderer* judgment.

³⁵ Article 9 of the Directive.

In its 2013 draft version, the Directive had proposed to make all prior infringement decisions by any NCA binding as proof of infringement before the courts of all Member States. The proposal aimed to reduce the evidentiary burden on claimants where the issue of infringement had already been determined in another jurisdiction. The proposal has been nuanced. The new draft of Article 9 (2) reads as follows: “*(...) where a final decision referred to in paragraph 1 is taken in another Member State, that final decision may, in accordance with national law, be presented before their national courts as at least *prima facie* evidence that an infringement of competition law has occurred and, as appropriate, may be assessed along with any other evidence adduced by the parties*”. This raises the following questions: to what additional judicial scrutiny should foreign NCAs decisions be subject to?; and should the recognition be subject to the public order exemption or to the verification of any of the remaining conditions referred to by Article 34 of Regulation 44/2001³⁶ (Brussels Regulation) as is the case with foreign judicial decisions?

In the EU, Article 16 of Regulation 1/2003³⁷ and established case law provide that Commission decisions finding an infringement of Articles 101 or 102 of the TFEU shall be binding on national courts seized with a claim for damages. As we have seen, in its draft Directive (Art. 9), the Commission advocated the adoption of a similar rule for NCA decisions that apply Articles 101 or 102 TFEU.

By now, the soundness of such a mechanism should, in principle, be undisputed. Nonetheless, a number of issues/questions still arise when it comes to the operation of Article 16 of Regulation 1/2003 and comparable rules found in Member States. For example, what binding effect, if any, can be placed on Commission or NCA decisions such as settlements and interim measures, *i.e.* decisions other than the final finding of an infringement? Recourse to settlements has increased substantially in the last decade. No one would dispute that these types of decisions also entail findings of facts. If so, should these facts be deemed irrelevant for subsequent civil actions? The EU courts might be expected to provide future guidance in this respect.

³⁶ Council Regulation (EC) No 44/2001 of 22 December 2000 on jurisdiction and the recognition and enforcement of judgments in civil and commercial matters, OJ L 012, 16.01.2001, p.1 to 23.

³⁷ Council Regulation (EC) No 1/2003 of 16 December 2002 on the implementation of the rules on competition laid down in Articles 81 and 82 of the Treaty, OJ L 001, 04.01.2003, p. 1 to 25.

4. Damages

The Commission's proposals address a range of issues relating to the quantification, proof, and apportionment of liability for damages.

4.1. Proof of harm and damages

The Directive distinguishes between “competition law infringements” and “cartel infringements”. In cartel cases, Article 17 (1) of the Directive applies a rebuttable presumption of harm and causation in favour of the claimant. Such harm may include lost profits – *lucrum cessans* (such as a direct purchaser’s lost profits when it is forced to charge higher prices and thus lose sales) as well as overcharges³⁸. The presumption eases the burden of proof for claimants so that they do not have to adduce evidence to show that the cartel resulted in them paying prices higher than those that would otherwise be set absent the cartel *i.e.* in a competitive market. Instead, the burden of proof rests on the cartelists to show that, in fact, the cartel did not result in an overcharge or did not prevent prices from falling further.

The problem we find with the presumption is that it refers to “cartels”. There is no clear-cut legal definition of what a cartel is³⁹. Article 101 TFEU prohibits a broad spectrum of restrictive agreements, many of which cannot be presumed to be harmful to competition. Certain types of horizontal and vertical agreements (and restrictions found therein) have a clear potential to yield efficiency benefits. In these cases actual harm may not necessarily arise in the same way as in classic hard core cartels. Just think of information exchanges. In recent years there has been a clear trend for competition authorities to categorize information exchanges as cartels⁴⁰ and yet some of the cases heard before the ECJ continue to be quite controversial when it comes to debating the inherent illegal nature of the practices under scrutiny. In *Anesf-Equifax*, for example, the ECJ ruled that an information exchange system whereby

³⁸ Article 3 (2) of the Directive.

³⁹ Article 2 (14) of the Directive provides a definition of cartel, albeit a very equivocal and questionable one: “*an agreement or concerted practice between two or more competitors aimed at coordinating their competitive behaviour on the market or influencing the relevant parameters of competition through practices such as, but not limited to, the fixing or coordination of purchase or selling prices or other trading conditions, including in relation to intellectual property rights, the allocation of production or sales quotas, the sharing of markets and customers, including bid-rigging, restrictions of imports or exports or anti-competitive actions against other competitors*”.

⁴⁰ See *e.g.* the decision from the Commission in *Bananas* (Commission Decision C(2008) 5955 final of 15 October 2008 relating to a proceeding under Article 81 EC – Case COMP/39 188 – Bananas).

financial institutions had agreed to exchange information on the solvency of customers and on borrower default could actually be beneficial to the whole banking sector in Spain⁴¹. The exchange could lead to a greater overall availability of credit, including for applicants for whom interest rates might be excessive if lenders did not have appropriate knowledge of their personal financial profile⁴². At para. 62 of its judgment the ECJ states unequivocally that: “*Contrary to Ausbanc’s contention, it cannot be inferred solely from the existence of such a credit information exchange that it might lead to collective anti-competitive conduct*”.

The ruling illustrates how contentious the concept of a cartel can be in regulatory practice. Should a presumption of harm then be established by reference to such a concept? Even in classic hard core cartel cases, where a competition authority finds evidence of secret meetings with competitors systematically agreeing to fix prices, it is questionable whether a rebuttable presumption is needed. If the factual evidence on secret price-fixing is clear, a court is likely to be sympathetic to a claim that prices must have increased. Moreover, given that the Commission’s current policy as regards cartels is to investigate restrictions of competition by object only, one is left at odds as to the reasons that led the Commission to propose the implementation of such a presumption. In “object cases”, the competition authority has already condemned the infringing parties without needing to prove the behaviour had any adverse effect. Allowing damages claims sustained exclusively on presumptions of harm risks compensation being paid when no loss has been proven. Furthermore, the requirement to use presumptions is also likely to clash at national level where Member States’ legal systems have different approaches regarding the role and importance of presumptions.

It should perhaps be considered that while the introduction of the presumption has initially been thought of as a legal mechanism to reduce legal uncertainty it might very well, in the end, have exactly the opposite effect. Be that as it may, it seems undeniable from the outset that it will be for the defendants to bear the brunt of the measure: it will fall on them to bear the legal costs and risks of gathering evidence, engaging economic expertise and formulating their rebuttal case.

⁴¹ Case C-238/05, *Asnef-Equifax, Servicios de Información sobre Solvencia y Crédito, SL v Asociación de Usuarios de Servicios Bancarios (Ausbanc)*, ECLI:EU:C:2006:734.

⁴² *Ibidem*, para. 55.

Finally, as regards quantum, the draft Directive has confined reforms to minimum standards. The Directive stipulates two basic rules: a) compensation for actual loss at any level of the supply chain should not exceed the overcharge harm suffered at that level⁴³; and b) national courts will be empowered to estimate the amount of harm suffered by the claimant if it would otherwise be impossible or excessively difficult to precisely quantify damages on the basis of the available evidence⁴⁴. The Directive does not set any further guidelines on the quantification of harm.

4.2. Pass-on defence

The Directive is welcome in the sense that it recognises that it would be unfair if the defendant were required to indemnify all purchasers without regard to the actual extent of the individual loss that they have suffered. Defendants will therefore be able to invoke a defence that the claimant passed on all or part of the alleged overcharge. The burden of proving that the overcharge was indeed passed on lies with the infringer, who can require disclosure from the claimant or third parties in this context⁴⁵.

Article 12 (2) of the draft Directive provided that a passing-on defence would not be available to defendants in claims for damages by direct purchasers, where their customers were unable to recover damages they suffered through the passing-on of the overcharge. The provision read: "*Insofar as the overcharge has been passed on to persons at the next level of the supply chain for whom it is legally impossible to claim compensation for their harm, the defendant shall not be able to invoke the defence referred to in the preceding paragraph*". The draft provision did not gather much consensus. The main contentious issue concerned the ambiguity of the concept of "legally impossible". It was considered that recourse to such a blurred and imprecise concept had the potential to encourage satellite litigation – courts would have to second-guess the application of causation in a hypothetical legal proceeding in order to determine whether or not an indirect purchaser suit was legally impossible. Doubts also arose as to why the Commission limited the scope of the provision to legal barriers when it was fairly obvious that practical barriers could also play against indi-

⁴³ Article 12 (2) of the Directive.

⁴⁴ Article 17 (1) of the Directive.

⁴⁵ Article 13 of the Directive.

rect purchasers seeking compensation. The suppression of the provision was a sensible and prudent choice.

4.3. Recovery by indirect purchasers

As already mentioned above, the Directive clarifies that anyone who has suffered harm, either as a direct or indirect purchaser, is entitled to full compensation. While stipulating that indirect purchaser claimants have the burden of proving that an overcharge was passed on to them, the Directive contains a presumption in their favour, *i.e.* indirect purchasers need only to show that direct purchasers suffered an overcharge and that prior purchased goods or services were the subjects of the infringement.

From a practical viewpoint, the introduction of the presumption is likely to create potentially inconsistent solutions. Defendants are required to both prove (towards the direct purchaser) and disprove (towards the indirect purchaser) the passing on. Unless all levels of the distribution chain are represented in the same action, the operation of the presumption creates the risk of over compensation, *i.e.* the infringing party might be required to pay more than once for the same infringement. Apart from suggesting that courts should “take due account” of actions at different levels of the supply chain, the Directive does not offer any specific guidance on how the presumption can be operationalised in a multiple claim scenario without compromising consistency at the judicial level.

4.4. Joint and several liability for immunity recipients

Another important principle embodied in the Directive is that undertakings that have infringed competition rules through joint behaviour (such as a cartel) are, subject to certain exceptions and limitations, jointly and severally liable for the harm caused to customers⁴⁶. Claimants therefore have the option of filing a claim against any one of the infringing parties of their choice. In this case, it is for the co-infringer who settles the claim to make and secure a contribution claim against the other infringers.

The Directive does, however, establish two important exceptions to the general rule of joint and several liability: a) immunity recipients are only liable to claimants who are their own direct or indirect purchasers or providers, except when other claimants show that they are unable to obtain full compensation

⁴⁶ Including cross-border cases. Article 11 of the Directive.

from other co-infringers⁴⁷. The amount of contribution for harm caused to other infringers' customers or providers shall not exceed the harm the immunity recipient caused to its own direct and indirect purchasers or providers⁴⁸; b) small and medium sized companies will only be liable to their own direct and indirect purchasers provided their market share was below 5% at any time of the infringement and that the application of the rules of joint and several liability would irretrievably jeopardise their economic viability and cause their assets to lose all their value⁴⁹.

The protection of leniency applicants from joint and several liability helps to promote whistleblowing but the proposed rule seems inconsistent at the very least. Article 11 (4) (b) of the Directive provides that joint and several liability can be restored *vis-à-vis* the leniency applicant where an injured party is unable to recover full compensation from the co-cartelists. The leniency applicant might therefore be faced with a daunting scenario as the possibility remains that he might be sued for the entire harm caused by the cartel (*i.e.* the harm caused to direct and indirect purchasers and to any other claimants invoking the exception). The provision has been heavily criticised. Peyer, for example, makes the obvious point that: "*In the worst case scenario the leniency applicant has to await the end of all private damages claims, before he knows whether or not the claimants have obtained full compensation from other cartel members, or are likely to pursue him*"⁵⁰. The adopted solution can promote a "race to settlement", for instance, if one defendant is insolvent and others settle. Would the last remaining non-settling infringer be liable for the whole amount?

The question also arises as to the circumstances under which it will be impossible for claimants to obtain compensation from other infringers. Is that a legal bar or practical impediment, such as one of the infringers going into liquidation? How will the different rules at national Member State level provide any certainty for defendants in cross-border litigation?

⁴⁷ Article 11 (4) of the Directive.

⁴⁸ Article 11 (5) of the Directive.

⁴⁹ Article 11 (2) of the Directive.

⁵⁰ Sebastian Peyer, *Is the New EU Private Enforcement Draft Directive Too Little Too Late?*, UEA/CCP blog post of 15 June 2013.

5. Consensual dispute resolution mechanisms

The Directive seeks to promote the use of consensual dispute resolution (“CDR”), such as out-of-court settlements, arbitration, mediation or conciliation settlement, generally considered both a cheaper and faster way of resolving disputes. In order to ensure effective use of CDR, the Directive empowers national courts to suspend proceedings for up to two years to allow the parties to engage in settlement discussions and allows a suspension of the limitation period to reflect the duration of the process⁵¹. If one defendant manages to achieve settlement, the claim of the settling injured party is reduced by the settling co-infringer’s share of the harm and the remaining defendants will not be able to seek a contribution from the settling infringer under the principle of joint and several liability⁵².

The Commission’s rationale is undoubtedly legitimate but, again, some of the adopted legal solutions seem liable to raise further uncertainty and controversy. Probably the most contentious issue is that the Directive does not absolve the settling infringer from all liability. According to Article 19 (3) of the Directive, if the non-settling defendants are unable to pay the damages that correspond to the remaining claim of the settling injured party, the settling injured party may exercise the remaining claim against the settling defendant. The principle endorsed is symmetrical to that followed in Article 11 (as regards joint and several liability for immunity recipients), and as such contributes to the same exact problem: it discourages parties from reaching any type of settlement (in this case an amicable settlement).

Another aspect that should be borne in mind is that consideration of the applicable limitation periods plays an extremely relevant role when deciding whether to pursue the CDR route. A defendant might not be willing to enter into a settlement agreement where other potential claimants are known and the relevant limitation periods have yet to run out. The legal certainty that is created by statutes of limitation plays an important facilitating role in relation to CDR. Yet, the only legal certainty created by the Directive is that claimants are permitted several years (at least 5) to come forward with their damage claims. It should be recalled that the provisions of the Directive do not include a maximum limitation period. From the defendants’ perspective, the Directive fails to give any indication as to when it is safe to settle without

⁵¹ Article 18 (1) and (2).

⁵² Article 19 (1) and (2).

the risk of prompting new claimants to come forward. In most cases, defendants will prefer to wait at least five years before they discuss an amicable resolution.

CONCLUSIONS

One of the key questions that comes to mind when trying to draw conclusions on the benevolence of the Commission's initiative is whether harmonization was really the way forward. In its 2013 Impact Assessment Report⁵³ the Commission sought to substantiate its claim that the current legal framework across the EU was ineffective by holding that "*Out of the 54 final cartel and antitrust prohibition decisions taken by the Commission in the period 2006–2012, only 15 were followed by one or more follow-on actions for damages in one or more Member States. In total, 52 actions for damages were brought in only 7 Member States. In the 20 other Member States, the Commission is not aware of any follow-on action for damages based on a Commission decision*"⁵⁴. Furthermore, it had estimated that only 25% of the final cartel and antitrust prohibition decisions taken by the Commission in the period 2006–2012 were followed by private damages actions.

These assertions have already been put to question. As Kortmann and Wesseling quite rightly stress, disputes concerning antitrust damages often remain confidential. This is so because most antitrust infringements identified by the Commission concern sectors of the economy where the direct customer base consists of large businesses with long-term relationships, and B-2-B disputes tend to be settled discretely and confidentially, often with recourse to CDR⁵⁵. Moreover, it was too early in 2013 to draw reliable conclusions from the figures pertaining to the period 2006–2012. Some EU jurisdictions provide for quite generous limitation periods. These can go up to 30 years⁵⁶ from the

⁵³ Commission staff working document – Impact Assessment Report. Damages actions for breach of the EU antitrust rules accompanying the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on certain rules governing actions for damages under national law for infringements of the competition law provisions of the Member States and of the European Union {COM(2013) 404 final}{SWD(2013) 204 final, Strasbourg, 11.6.2013, SWD(2013) 203 final.

⁵⁴ *Ibidem*, para. 52.

⁵⁵ See Jeroen Kortmann & Rein Wesseling, *Two Concerns Regarding the European Draft Directive On Antitrust Damage Actions*, in CPI Antitrust Chronicle, August 2013 (1).

⁵⁶ The length of the limitation period for a claim for antitrust damages in Germany is three years. However, a limitation period can be extended contractually. The maximum length that can be effectively agreed upon is 30 years from the statutory start of the limitation period.

moment the claimant becomes aware of the infringement before he needs to bring damage actions. These claimant-friendly regimes (which also provide for the possibility of extending or interrupting the limitation period via a simple written notice from the claimant to the defendant), make it so that claimants often decide to employ extra time to collect evidence and await the outcome of appeal proceedings before filing their own claims⁵⁷. If one considers the implications that follow from the above, one is bound to conclude that the Commission's estimates were both premature and flawed. The percentage of damage claims that have so far been reported as regards the 2006-2012 period will likely see an exponential growth in numbers, well above the indicated 25%⁵⁸. It might have been prudent for the Commission to have allowed more time to elapse before advancing with final conclusions. It might have derived, for example, that legislative intervention was not even required.

But it is not just the Commission's erroneous representations of the figures and estimates offered for damage actions that are a cause for concern. The Commission appears to have neglected the role and influence that other EU legal instruments in force across all Member States play when considering the lofty harmonization goals pursued by the Directive. The allocation of jurisdiction, for example, is already dictated, to some extent, by the Brussels Regulation⁵⁹ with the presumption that infringers will be sued in the courts of their domicile⁶⁰, the consumer's domicile⁶¹, or the place where the harmful event occurred⁶². Alternatively, parties can mutually agree to the choice of forum through contractual jurisdiction clauses⁶³ or contracting-out agreements⁶⁴. The Directive seems to overlook the provisions of the Brussels Regulation, which provide for the consolidation of related cases and the stay or decline of

⁵⁷ See footnote 51 above.

⁵⁸ This seems to be confirmed by the Commission's own representations which suggest that the percentage of damage actions was considerable higher in the early years of the Commission's reference period. The 2007 Follow-up study commissioned by the Commission identified 96 antitrust damages cases between 2004 and 2007 in the EU27, *i.e.* in 4 years 100% more cases than in the around 50 years prior to 2004.

⁵⁹ Regulation (EU) No. 1215/2012 of 12 December on jurisdiction and the recognition and enforcement of judgments in civil and commercial matters.

⁶⁰ Art. 4 of Regulation 1215/2012.

⁶¹ Art. 17 of Regulation 1215/2012.

⁶² Art. 7 (2) of Regulation 1215/2012.

⁶³ Art. 25 of Regulation 1215/2012.

⁶⁴ Art. 19 of Regulation 1215/2012.

jurisdiction in favour of the court seized⁶⁵. This means that, in reality, there is likely to be a lead case which proceeds ahead of, or in place of, related litigation elsewhere. The *status quo* will probably remain the same: a concentration of jurisdiction in certain preferred Member States, such as the UK, Germany or the Netherlands⁶⁶. The Commission's aspirations of an internal market for competition litigation across the EU might therefore be compromised.

The incongruence is not just found at EU level. At national Member State level too, the Commission has ignored the fact that private litigation has been evolving at a galloping pace. The Directive might require a dramatic reassessment of several points of law and legal practice that have already been settled. Binding rules for follow-on cases, rules on quantification of harm, standing for indirect purchasers and limitation periods have been, or are being, adjusted in national jurisdictions. In the UK, for example, the UK Competition Appeal Tribunal has awarded punitive damages in a follow-on damages case in 2012 (the *Cardiff Bus* judgment)⁶⁷ and in Germany the Federal Court of Justice has ruled on the passing-on defence (the *ORWI* judgment)⁶⁸. Is it sensible at this stage to require these jurisdictions to forego established legal principles, decisional criteria and jurisprudence – all of which, of course, provide for the kind of legal certainty and security that claimants and defendants look for – and force them to reinvent themselves in order to fit the scarce, general and often conflicting rules of the Directive?

Has the Commission considered, for example, that the adoption of a rebuttable presumption of harm in cartel cases might directly collide with some Member States' basic principles and rules of civil law which require the claimant to provide proof of harm and loss? Or that the presumption established in the Directive to govern the passing-on defence operates differently at national level where each jurisdiction has different requisite legal standards for the rebuttal of such presumption and where the concept of "burden of proof" might not even be coincident?

⁶⁵ Art. 8 and 29 to 32 of Regulation 1215/2012.

⁶⁶ The UK is increasingly seen as an attractive jurisdiction. UK courts have a well-established reputation and celerity and often employ a broad approach affirming their jurisdiction in pan-European cases. Germany on the other hand has become a popular forum for damage actions due to recent changes to its legislation eliminating obstacles to private damage actions and the fact that it is a cost efficient legal system.

⁶⁷ Competition Appeal Tribunal, decision of 5 July 2012, Case n. 1178/5/7/11, 2 *Travel Group PLC (in liquidation) v Cardiff City Transport Services Limited*.

⁶⁸ German Federal Supreme Court, decision of 28 June 2011, KZR 75/10 – *ORWI*.

The rules that the Commission proposes on pass-on present two additional (related) hurdles as already stressed above: on the one hand they impose a high evidentiary burden on cartel members and may even amount to a *probatio diabolica*; and on the other hand, they might lead to the result that cartel members have liability towards both direct and indirect customers with respect to the same damage.

Moreover, access to the defendant's file will sit awkwardly in some civil law jurisdictions and give rise to interpretational issues and implementation challenges. These jurisdictions will probably want to rely on the ambiguous nature of the provisions in the Directive that refer to the proportionality test in the context of disclosure to refuse access to claimants. This obviously entails the risk that the power to order disclosure will not be uniformly implemented across Member States.

While the Directive has sought to preserve the balance between public and private enforcement, its provisions might have a detrimental effect on leniency. Defendants will no doubt welcome the statutory protection accorded to leniency statements but the access that claimants will be permitted to evidence, such as pre-existing documents submitted as annexes to an immunity or leniency application or the defendants' replies to an NCA's RFI (the so called "grey list" documents), will make defendants fearful that claimants will be better positioned to articulate and pursue successful damages actions.

The author believes there are two main threats to the success of the Directive. The first concerns the fact the Directive merely establishes a series of minimum requirements that Member States have to implement into their litigation enforcement regimes. Given that Member States are allowed to adopt measures which are more claimant friendly, the scope for forum shopping will remain, as before, untouched. Damage actions will most probably continue to be pursued in jurisdictions benefiting from a more experienced judiciary in this field and established claimant bars, *i.e.* damages actions will continue to be mainly pursued in the UK, Germany or the Netherlands. Moreover, some of these provisions are, as noted above, quite dubious in content. I refer specifically to the rules on limitation periods, the rules on the proportionality test used for disclosure purposes, and the rules on multiple claims.

The second relates to compensation (or better, the lack thereof). While the Directive might help to clarify some aspects of the law, particularly in Member States where the issues are novel, it does not facilitate the primary objective of effective compensation. This is because the Directive does not provide for

any measures aimed at reducing litigation costs and providing incentives for victims to bring actions (*e.g.* by establishing an “opt-out” binding regime with safeguards⁶⁹ to prevent unmeritorious litigation⁷⁰). Rules on standing for indirect purchasers and the pass-on defence make litigation more costly and inefficient⁷¹. The lack of binding rules on class actions and on appropriate funding tools and consumer redress schemes has a dramatic impact and it will make it unlikely that the Directive will ever gain momentum in the EU (not at least like in the United States).

While the enhanced private enforcement climate might add some weight to the deterrent effect of antitrust enforcement, the author doubts whether the Directive will make a material difference to the success and frequency of private enforcement actions.

It may be worthwhile mentioning in this respect that the Directive is not expected to have as much impact in standalone actions, particularly in exclusionary abuse of dominance cases. There the victims will have to establish dominance and abuse from scratch and will not be able to rely on any presumption. Although the new provisions on disclosure may assist, they will (as already mentioned above) be subject to judicial control and, most likely, divergent interpretations on the degree of specificity and proportionality required of the request. Moreover, given that in exclusionary abuses there is often no material overcharge, claimants will have to struggle to quantify the harm they have suffered.

⁶⁹ We can think of the following four: i) strict judicial certification of cases so that only meritorious cases are allowed to proceed; ii) no treble damages; iii) no contingency fees for lawyers (*pactum quota litis*); iv) implementation of a “loser-pays rule” so that those who bring unsuccessful cases take full responsibility for costs.

⁷⁰ The “opt-out” solution would have addressed the issue of securing the necessary mass of similar affected consumers. Note that the effects of the cartel become more diffuse as they move down the supply chain. The damage suffered by each individual entity becomes smaller in absolute terms and so does the incentive to pursue damage actions. Having made the case in its Recommendation on Collective Redress Mechanisms for an “opt-in” solution, the Commission should have at least proposed the creation of a central register of all cartel decisions published by EU competition authorities (Commission and NCAs). It could display the public versions of the decisions and be accessible for potential victims across the EU.

⁷¹ The inefficiency of the regime is exacerbated by the lack of binding rules on quantification of harm, particularly as regards the calculation of interests. Interest is a key aspect where claimants seek compensation for harm caused by a long-lasting cartel and proceedings are perpetuated in time. Cross-border effects of EU-wide cartels might result in parallel application of national laws from various EU jurisdictions, leading to significant different solutions over time. The Directive should have offered guidance in order to safeguard legal certainty and avoid lengthy litigation.

REFERENCES

KOMNINOS, Asimakis

- 2012 "Private Enforcement: An Overview of EU and National Case Law", in *e-Competitions Special Issue No 44442*, March 2012.

KORTMANN, Jeroen & WESSELING, Rein

- 2013 *Two Concerns Regarding the European Draft Directive On Antitrust Damage Actions*, in *CPI Antitrust Chronicle*, August 2013, vol. 8 (1).

PEYER, Sebastian

- 2013 *Is the New EU Private Enforcement Draft Directive Too Little Too Late?*, UEA/CCP blog post of 15 June 2013, available at <https://competitionpolicy.wordpress.com/2013/06/15/is-the-new-eu-private-enforcement-draft-directive-too-little-too-late/> (last consulted 22.07.15).

- 2015 *The European Damages Directive fails to deliver, but can it be fixed?*, UEA/CCP blog post, available at <https://competitionpolicy.wordpress.com/2015/03/03/the-european-damages-directive-fails-to-deliver-but-can-it-be-fixed/> (last consulted 22.07.15).

POHLMANN, Petra

- 2011 "Private Losses in European Competition Law: Public or Private Enforcement" in R Schulze (ed.), *Compensation of Private Losses: The Evolution of Torts in European Business Law*, Munich, Sellier European Law Publishers, 2011, pp. 157-164.

ROGER, Barry J.

- 2014 *Competition Law: Comparative Private Enforcement and Collective Redress across the EU*, Kluwer Law International.

STEPHAN, Andreas

- 2009 "An Empirical Assessment of the European Leniency Notice", in 5(3) *Journal of Competition Law and Economics*, pp. 537-561.

STÜRNER, Rolf

- 2007 "Duties of Disclosure and Burden of Proof in the Private Enforcement of European Competition Law" in Jurden Basedow (ed.), *Private Enforcement of EC Competition Law*, The Netherlands, Kluwer Law International, 2007, pp. 163-194.

Official documents and legislation:

EUROPEAN COMMISSION

- 2005 *Green Paper – Damages actions for breach of the EC antitrust rules*, [SEC(2005) 1732], Brussels, 19.12.2005 COM(2005) 672 final.

- 2008 *White Paper on damages actions for breach of the EC antitrust rules*, {SEC(2008) 404} {SEC(2008) 405} {SEC(2008) 406}, Brussels, 2.4.2008.
- 2008 *Green Paper On Consumer Collective Redress*, COM(2008) 794 final, Brussels, 27.11.2008.
- 2011 Commission staff working document public consultation, *Towards a Coherent European Approach to Collective Redress*, SEC(2011)173 final, Brussels, 4 February 2011.
- 2014 Directive 2014/104/EU of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on certain rules governing actions for damages under national law for infringements of the competition law provisions of the Member States and of the European Union, OJ L 349, 5.12.2014, pp. 1-19.

EUROPEAN PARLIAMENT

- 2011 European Parliament resolution of 2 February 2012 on ‘*Towards a Coherent European Approach to Collective Redress*’ (2011/2089(INI)).
- 2012 Regulation (EU) No 1215/2012 of the European Parliament and of the Council of 12 December 2012 on jurisdiction and the recognition and enforcement of judgments in civil and commercial matters, OJ L 351, 20.12.2012, p. 1-32.

EUROPEAN COUNCIL

- 2001 Council Regulation (EC) No 44/2001 of 22 December 2000 on jurisdiction and the recognition and enforcement of judgments in civil and commercial matters, OJ L 012, 16.01.2001, pp. 1-23.
- 2003 Council Regulation (EC) No 1/2003 of 16 December 2002 on the implementation of the rules on competition laid down in Articles 81 and 82 of the Treaty, OJ L 001, 04.01.2003, pp. 1-25.

O COMERCIALIZADOR DE ÚLTIMO RECURSO NO CONTEXTO DA LIBERALIZAÇÃO DOS MERCADOS DE ELETRICIDADE E GÁS NATURAL

Filipe Matias Santos*

ABSTRACT: This article deals with the *Supplier of Last Resort* (SoLR), a concept which arose in the electricity and natural gas market liberalization context, under European Energy Packages that imposed unbundling, the opening of the markets and the increase of the level of competition. Considering the different models of last resort suppliers adopted by the Member States to ensure consumer's protection, this article focuses on the model that was implemented in Portugal.

SUMÁRIO: 1. Razão de ordem. 2. A evolução dos mercados da eletricidade e do gás natural no quadro da liberalização europeia e a instituição dos CUR no direito português. 2.1. Setor elétrico. 2.2. Setor do gás natural. 3. O modelo de CUR adotado no quadro do direito português. 3.1 Setor elétrico. 3.2. Setor do gás natural. 4. Perspetivas futuras 5. Conclusões.

1. RAZÃO DE ORDEM

Os setores da eletricidade e do gás natural, a par de outros serviços de interesse económico geral fornecidos pelas grandes indústrias de rede (*network industry*), durante muitos anos passaram à margem da lógica concorrencial¹.

* Licenciado e mestre em ciências jurídicas empresariais pela Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa (FDUNL). Advogado, exerce atualmente funções de Diretor de Serviços Jurídicos na Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos (ERSE).

O presente artigo corresponde, ainda que com alterações e aditamentos, ao trabalho entregue, em maio de 2014, no âmbito do Curso Pós-Graduação de Atualização sobre Direito da Energia organizado pelo Instituto de Ciências Jurídico-Políticas da Faculdade de Direito de Lisboa.

As opiniões expressas no presente artigo são exclusivamente pessoais, não podendo ser imputadas à ERSE.

1 Sobre os primeiros passos do processo europeu de abertura à concorrência e o *aquis* comunitário constituído *vd.* Cameron, 2002: 35-94; Geradin, 2001; Roggenkamp *et al.*, 2001.

Nesses modelos o Estado apresentava-se como acionista, produtor ou aprovisionador, operador e (auto)regulador².

Com efeito, no paradigma tradicional de organização do sistema elétrico as diferentes funções de produção, transporte, distribuição, operação de sistema, gestão económica ou “despacho” e fornecimento eram integradas verticalmente por uma ou mais empresas públicas. O mesmo se diga relativamente às funções tradicionais da indústria do gás natural: receção, armazenamento e regaseificação de GNL, armazenamento subterrâneo, transporte, distribuição e fornecimento.

O objetivo europeu da criação de um mercado interno veio determinar a abertura destes setores à concorrência, sob regulação pública, impondo o progressivo abandono do modelo assente em monopólios verticalmente integrados. Esta liberalização, imposta por via Comunitária, procurou aumentos de eficiência³, conduziu à desintegração (*splitting up*) e, mais recentemente, ao *unbundling*⁴ dos monopólios verticalmente integrados, instituindo mercados concorrenenciais na produção e no fornecimento, no qual os agentes gozam do direito de livre acesso (*open-access*), transparente e não discriminatório às redes de transporte e de distribuição (*non-discriminatory third-party access to networks*), que permaneceram essencialmente como monopólios regulados⁵.

É neste quadro que, como veremos, o comercializador de último recurso (**CUR**), então nomeado de “fornecedor de último recurso”⁶, surge nas Diretivas n.º 2003/54/CE e n.º 2003/55/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho, que integram o chamado “segundo pacote energético” europeu.

Importa, pois, perceber como surgiu o CUR nos mercados da eletricidade e do gás natural e qual o seu papel no contexto da liberalização europeia destes

2 Silva, 2011: 73-82 e 141-147; Gonçalves, 2008: 70-91; Santos, 2008: 17-26; Vasconcelos, 2006; Freitas, 2013; Miranda, 2008: 120-123; Ribeiro, 2008: 38-42; Melo, 2004: 73-79; Conselho Consultivo da Procuradoria-Geral da República, 2013.

3 Sobre diferentes modelos (v.g. monopoly, purchasing agency, wholesale competition, retail competition) v.d. Hunt *et al.*, 1996.

4 O *unbundling*, numa ótica *ex ante*, e as políticas de correção tarifária, numa vertente *ex post*, são dois dos principais instrumentos regulatórios das redes vd. Lobo, 2009: 67-68.

5 Em Portugal permitem-se excepcionalmente “linhas diretas”. Noutras jurisdições existe liberdade de construção de linhas inseridas em redes (*merchant lines*) – vd. Vasconcelos, 2006: 124.

6 A variante semântica não parece assumir especial importância. Na redação em língua inglesa a expressão das Diretivas que integram o segundo e o terceiro pacote é idêntica “supplier of last resort”. Na redação francesa ambas as Diretivas referem-se a “fournisseur de dernier recours”.

mercados, ditada pelos sucessivos “pacotes energéticos” europeus para, subsequentemente, recortar e melhor compreender o sentido e alcance das suas funções no modelo instituído no direito português.

2. AEVOLUÇÃO DOS MERCADOS DE ELETRICIDADE E GÁS NATURAL NO QUADRO DA LIBERALIZAÇÃO EUROPEIA E A INSTITUIÇÃO DOS CUR NO DIREITO PORTUGUÊS

2.1 Setor elétrico

A indústria elétrica nasceu na segunda metade do século XIX, assumindo grande importância no contexto da revolução industrial e da mundialização da economia, tendo contribuído decisivamente para o desenvolvimento económico mundial.

Em Portugal, o sistema elétrico surgiu com recurso a capital privado, assente na outorga de concessões do Estado a cidadãos portugueses (ou a empresas nacionais com maioria de capital português), tendo-se desenvolvido essencialmente através de sistemas hidroelétricos múltiplos, construídos entre 1944 e 1961, complementados por unidades termoelétricas de pequena dimensão⁷.

Após o 25 de abril de 1974, no âmbito do movimento estatizante e cerceante do direito de iniciativa económica, a estrutura organizativa do setor elétrico nacional foi nacionalizada e, paralelamente, foi criada por fusão uma empresa pública, a Eletricidade de Portugal (EDP)⁸, que passou a concentrar todas as funções do setor. O monopólio do Estado no setor reforçou-se ainda com a proibição de acesso da iniciativa privada às atividades de produção, transporte e distribuição de energia elétrica para consumo público⁹. Em Portugal continental o setor elétrico passou, então, a identificar-se com a EDP.

Este ciclo só começou a infletir-se, ainda que timidamente, em resultado da adesão à Comunidade Económica Europeia, tendo passado a permitir-se o acesso de privados às atividades do setor, mediante alteração da Lei de Delimitação dos Setores¹⁰ e eliminação do princípio constitucional da irreversibili-

7 Mariano, 1993: 99-100; Ribeiro, 2001; Anastácio, 2009: 303; Amaral, 2012: 161-194.

8 Decreto-Lei n.º 502/76, de 30 de junho.

9 Lei n.º 46/77, de 8 de julho, Lei de Delimitação de Setores.

10 Decreto-Lei n.º 449/88, de 10 de dezembro, que alterou a Lei n.º 46/77. Os primeiros passos foram dados com a aceitação do auto-produtor no setor da pequena produção de energia elétrica e com a devolução aos municípios da competência em matéria de distribuição no continente de energia elétrica em baixa tensão (Decreto-Lei n.º 344-B/82, de 1 de setembro).

dade das nacionalizações¹¹. O princípio da liberalização do mercado veio a ser aprofundado em 1995 através de um “pacote legislativo” energético nacional¹² que visava provocar a transição de um modelo monopolista verticalmente integrado para um modelo concorrencial, com separação das atividades. Este novo enquadramento inscreve-se num movimento mais vasto, de que a Diretiva n.º 96/92/CE¹³ constitui corolário no plano comunitário, e que teve como objetivo principal a criação de um mercado interno elétrico concorrencial¹⁴. Nesta fase, superando largamente as tendências e imposições comunitárias, o Estado português optou, no ano 2000, por separar patrimonialmente a EDP, concessionária da Rede Nacional de Distribuição, da REN, concessionária da Rede Nacional de Transporte, por cisão da primeira¹⁵.

À Diretiva n.º 96/92/CE, já referida, sucedeu a Diretiva n.º 2003/54/CE¹⁶ (que integra o “segundo pacote” europeu), que visou concretizar o mercado interno no setor da eletricidade, aprofundando o percurso já trilhado pela anterior Diretiva, e instituiu um mercado plenamente aberto no qual os consumidores têm direito à livre escolha dos seus comercializadores e estes têm o direito de fornecer livremente os seus clientes¹⁷. O que pressupôs o surgimento de uma nova atividade, a comercialização, que foi destacada e autonomizada face à distribuição que, tradicionalmente, incluía o fornecimento¹⁸. Em todas

11 Miranda, 1997: 382-389. Lei-quadro das Privatizações (Lei n.º 11/90, de 5 de abril).

12 O “pacote nacional” era composto pelos Decretos-Lei n.ºs 182 a 189/95, de 27 de julho, que veio reorganizar o Sistema Elétrico Nacional criando dois sectores de atividade – o Sistema Elétrico de Serviço Público (SEP) e o Sistema Elétrico Independente (SEI), compreendendo este o Sistema Elétrico Não Vinculado (SENV). Foi então, também, criada a Entidade Reguladora do Sector Elétrico (ERSE) pelo Decreto-Lei n.º 187/95, de 27 de julho, na senda do Decreto-Lei n.º 182/95, de 27 de julho.

13 Diretiva n.º 96/92/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de dezembro.

14 A primeira Diretiva europeia remonta a 1996. Não obstante a questão energética estar inscrita nas preocupações europeias desde a génesis da atual União Europeia – dois dos três tratados originais (o CECA e o Euratom) dizem respeito ao carvão, matéria-prima que à data tinha a maior importância na produção de eletricidade, e à energia atómica – apenas o Tratado sobre Funcionamento da União Europeia veio consagrar competências na área energética (artigo 194.º).

15 A REN – Rede Elétrica Nacional, S.A. havia sido criada em 1994 como subsidiária da EDP. No período anterior as atividades que vieram a ser tomadas pela REN estavam geralmente na órbita da Direção Operacional da Rede Elétrica – Vasconcelos, 2006: 123-126.

16 Diretiva n.º 2003/54/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho.

17 Cf. considerandos 4 e 20, artigo 2.º, n.º 12, artigo 3.º, artigo 21.º e anexo A.

18 Gonçalves, 2008: 98-99.

as disposições está presente o propósito de consolidar o modelo concorrencial, sem prejuízo do cumprimento dos requisitos de serviço público¹⁹.

É justamente nesta Diretiva do setor elétrico, aprofundadora da liberalização e da promoção da regulação para a concorrência²⁰, que surge a figura do “fornecedor de último recurso”, no âmbito das obrigações de serviço público e proteção dos consumidores, que os Estados-membros ficam livres de designar. Concretamente, tendo em vista a garantia de prestação de um serviço universal, prevê-se expressamente a possibilidade de os Estados-membros designarem um fornecedor de último recurso, que pode ser a secção de vendas de uma empresa verticalmente integrada que também exerça as funções de distribuição²¹, desde que satisfaça requisitos de separação jurídica.

O que vale por dizer que o CUR, então designado de “fornecedor de último recurso”, surge no quadro do aprofundamento da liberalização do mercado, caracterizado pela atuação de comercializadores livres em regime de concorrência, que tem o mérito de induzir maior eficiência mas concomitantemente cria riscos de exclusão ou, pelo menos, possíveis dificuldades económicas de acesso a esta *public utility* que têm de ser acautelados.

O Estado português transpôs a Diretiva n.º 2003/54/CE através do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro e do Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto, que consagram a separação das diferentes atividades do setor. O primeiro veio, então, assegurar no direito português a liberdade de escolha do comercializador de eletricidade e, a par disso, consagrar a figura do CUR, entidade sujeita à regulação e atribuída ao distribuidor de eletricidade pelo prazo de duração da sua concessão, a que foram cometidas, justamente, funções de garante do fornecimento de eletricidade aos consumidores, nomeadamente aos economicamente vulneráveis, em condições de qualidade e continuidade de serviço, nos termos que vieram a ser dispostos no referido Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto²².

19 De entre as alterações impostas pela Diretiva n.º 2003/54/CE importa destacar a separação jurídica dos operadores das redes de transporte e distribuição, pelo menos no plano jurídico, da organização e da tomada de decisões, das outras atividades não relacionadas com o transporte ou com a distribuição (não criando, contudo, a obrigação de separar a propriedade), bem como as preocupações com as questões ambientais (artigos 10.º e 15.º).

20 Cameron, 2002: 3-34.

21 Considerando 27 e artigo 3.º, n.º 3.

22 À data o legislador nacional fez inscrever no preâmbulo que o comercializador de último recurso assumia o “papel de garante do fornecimento de eletricidade aos consumidores, nomeadamente aos mais frágeis, em condições de qualidade e continuidade de serviço” e que o mesmo atuaria enquanto o mercado

A necessidade de assegurar um serviço universal assumiu ainda maior importância a partir do momento em que, já após estar assegurada a liberdade de escolha de fornecedor, o legislador português veio estabelecer, por força do Decreto-Lei n.º 104/2010, de 29 de setembro e dos compromissos assumidos no âmbito do Mercado Ibérico de Eletricidade (MIBEL)²³, e atentas as exigências da Diretiva n.º 2003/54/CE, um primeiro calendário para a extinção das tarifas reguladas de venda de eletricidade (embora não ainda da tarifa regulada da baixa tensão normal (BTN), utilizada pelos clientes domésticos) – ficando a respetiva venda submetida ao regime de preços livres, restringindo as obrigações do CUR²⁴.

Por fim, foi aprovado o “terceiro pacote energético”, no qual se insere a Diretiva n.º 2009/72/CE²⁵, que prossegue o caminho da liberalização na senda da criação de um mercado interno da eletricidade²⁶. A figura do CUR surge nesta Diretiva com a mesma exata configuração com que fora prevista na Diretiva n.º 2003/54/CE, o que vale por dizer que se continuou a entender que devia ficar na órbita dos Estados-membros a decisão de designar um CUR como meio para atingir o objetivo de assegurar a prestação de um serviço universal²⁷.

Em Portugal, a Diretiva n.º 2009/72/CE foi parcialmente transposta pelo Decreto-Lei n.º 78/2011, de 20 de junho, que alterou o Decreto-lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro e, mais recentemente, pelo Decreto-Lei n.º 215-A/2012, de 8 de outubro²⁸. Adicionalmente, o Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de

liberalizado não estivesse “a funcionar com plena eficácia e eficiência, em condições de assegurar a todos os consumidores o fornecimento de electricidade segundo as suas necessidades”.

23 Vd. Silva, 2004: 31 e ss., Silva, 2008: 279-307.

24 Decreto-Lei n.º 209/2006, de 15 de fevereiro.

25 Diretiva n.º 2009/72/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho de 13 de julho.

26 Esta Diretiva obriga à adoção de novas medidas no sentido do reforço da disciplina da separação das atividades de produção e comercialização relativamente à operação das redes de transporte – como meio para atingir o estabelecimento de um mercado energético interno na União Europeia integrado que permita a implementação de uma concorrência de mercado mais eficaz, sem subsídios cruzados – sendo de destacar, também, o reforço da independência dos reguladores nacionais (com competência para emitir decisões vinculativas e aplicar sanções) e o aprofundamento das regras para garantir a proteção dos consumidores, ou seja dos clientes finais de eletricidade

27 Considerando 47 e artigo 3.º, n.º 3 da Diretiva n.º 2009/72/CE.

28 O Decreto-Lei n.º 215-A/2012, de 8 de outubro, veio a proceder à revisão global do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, visando-se assegurar “de forma completa, integral e harmonizada, a transposição da Diretiva n.º 2009/72/CE” e a atualização daquele diploma tendo em consideração das vicissitudes entretanto ocorridas no mercado energético nacional. O diploma contém a versão atual consolidada das bases gerais da organização e funcionamento do Sistema Elétrico Nacional (SEN), bem como das bases

agosto, que estabelece o regime jurídico aplicável às atividades integrantes do Sistema Elétrico Nacional (SEN), desenvolvendo as bases gerais instituídas pelo Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, foi revisto pelo Decreto-Lei n.º 215-B/2012, de 8 de outubro.

Estes diplomas, no plano da proteção dos consumidores, continuam a assegurar, designadamente, o fornecimento de eletricidade pelos comercializadores de último recurso a clientes finais economicamente vulneráveis, em locais onde possa não existir oferta dos comercializadores de eletricidade em regime de mercado, bem como em situações em que o comercializador de mercado tenha ficado impedido de exercer a atividade de comercialização de eletricidade. Paralelamente, a extinção das tarifas transitórias de venda a clientes finais prossegue gradualmente, tendo sido estendida à baixa tensão normal (BTN), tendo em vista que os comercializadores possam oferecer eletricidade num contexto concorrencial, sujeito à supervisão setorial²⁹, dinamizando a transição dos clientes para um mercado liberalizado³⁰.

2.2 Setor do gás natural

O gás natural é utilizado na Europa em grande escala, pelo menos, desde os anos 50 do século passado, assim que os avanços técnicos, designadamente na indústria metalúrgica, permitiram melhorar e desenvolver as infraestruturas necessárias em condições de segurança³¹.

Em Portugal, país com escassos recursos endógenos, o gás natural foi introduzido tardivamente³². Em 1993 o Estado português celebrou um contrato de

gerais aplicáveis ao exercício das atividades de produção, transporte, distribuição e comercialização de eletricidade e à organização dos mercados de eletricidade.

29 Artigos 1.º, 3.º, 8.º, 11.º e 19.º dos Estatutos da Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos, aprovados pelo Decreto-Lei n.º 97/2002, de 12 de abril, na redação que lhes foi dada pelo Decreto-Lei n.º 84/2013.

30 O Decreto-Lei n.º 75/2012, de 26 de março, veio a estabelecer o regime destinado a permitir a extinção, de forma gradual, por escalão de potência contratada, de todas as tarifas reguladas de venda de eletricidade a clientes finais no território continental, estendendo, assim, à baixa tensão normal (BTN), o processo que o Decreto-Lei n.º 104/2010, de 29 de setembro, já iniciara. Posteriormente, os diplomas foram alterados pelos Decretos-Lei n.º 256/2012, de 29 de novembro e 13/2014, de 22 de janeiro.

31 Melo, 2004: 73-79.

32 A primeira regulamentação relativa ao gás natural surge, em Portugal, apenas em 1989. O sistema instituído pelo Decreto-Lei n.º 374/89, de 25 de outubro assentava num regime de concessão de serviço público. Uma concessão de importação, aprovisionamento, receção, transporte e fornecimento através de uma rede de alta pressão, em concessões de distribuição regional e licenças de distribuição em redes locais autónomas.

concessão com a Transgás³³ através do qual foi atribuída a esta sociedade a concessão de serviço público de importação, transporte e fornecimento de gás natural³⁴. No âmbito da preparação da introdução do gás natural em Portugal foi necessário celebrar acordos com Espanha, Marrocos e Argélia para construção do gasoduto do Magrebe, desde a zona de produção Hassi-R'Mel até Campo Maior, bem como construir um terminal de GNL, que veio a localizar-se em Sines³⁵. A execução do projeto do gás natural inicia-se em 1994 com a construção da rede principal do gasoduto de alta pressão entre Setúbal e Braga (que, mais tarde, veio a ser estendido até à Galiza)³⁶. Entre 1993 e 1998, o Estado celebrou os primeiros contratos de concessão de distribuição regional de gás natural com a Portgás, Lusitaniagás, Lisboagás, Setgás, Beiragás e Tagusgás. Em 1995 é constituída a holding GDP - Gás de Portugal, SGPS, S.A. que veio congregar as participações em todas as concessionárias de distribuição e transporte de gás natural³⁷. O primeiro contrato comercial de fornecimento de gás natural data de 1997, precedendo a primeira Diretiva que estabelece regras comuns para o mercado do gás natural, que surge apenas no ano seguinte³⁸.

A Diretiva n.º 98/30/CE³⁹ veio estabelecer regras comuns para o mercado do gás natural, incluindo a separação e transparência das contas das atividades de transporte, distribuição e armazenamento⁴⁰.

Em 1999 foi constituída a Galp Energia, então totalmente detida pelo Estado português, que passou a agregar os negócios da Petrogal e da GDP – Gás de Portugal, S.A. como veículo de reestruturação dos setores do petróleo

³³ Transgás – Sociedade Portuguesa de Gás Natural, S.A. – Consórcio de GDP/EDP/CGD/SETGÁS /LUSITANIAGÁS/PORTGÁS.

³⁴ Resolução do Conselho de Ministros n.º 61/93, de 18 de outubro.

³⁵ Melo, 2004: 76-77 e 79-86.

³⁶ Para a viabilização económica do projeto foi essencial o acordo, celebrado em 1994, de venda de gás natural para produção elétrica à Central da Tapada do Outeiro (Central de Ciclo Combinado com Turbinas a Gás (CCTG), detida pela Turbogás – Produtora Energética, S.A.), que garantiu um consumo muito significativo (cerca de 70% do gás natural conduzido pelo gasoduto), dado o tipo de contrato de aprovisionamento que foi necessário celebrar (*take or pay*, primeiro com a Argélia e, mais tarde, com a Nigéria).

³⁷ Melo, 2004: 86-89.

³⁸ Miranda, 2008: 122.

³⁹ Diretiva n.º 98/30/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 22 de junho.

⁴⁰ À luz desta Diretiva, Portugal beneficiava do estatuto de “mercado emergente”, uma vez que o primeiro fornecimento comercial do seu primeiro contrato de fornecimento de gás natural de longa duração tenha sido efetuado há menos de dez anos, o que lhe permitiu derrogações.

e do gás natural (*oil and gas*) em Portugal. No mesmo ano, iniciou-se a privatização da Galp Energia e entre 2000 e 2003 foi construído o terminal de gás natural liquefeito em Sines, ligado à rede nacional de transporte de gás natural através do gasoduto Sines-Setúbal.

A Diretiva n.º 2003/55/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho, que estabelece regras comuns para o mercado interno de gás natural, em muito paralela à Diretiva n.º 2003/54/CE, visou concretizar o mercado interno no setor do gás natural, aprofundando o percurso já trilhado pela anterior Diretiva⁴¹, instituindo um mercado plenamente aberto que permita a todos os consumidores a livre escolha de fornecedores e a todos os fornecedores o livre abastecimento dos seus clientes⁴².

Foi também nesta Diretiva do “segundo pacote” que foi consagrada, para o setor do gás natural, a figura do “fornecedor de último recurso” para os clientes ligados a esta rede. À semelhança do ocorrido no setor elétrico, o CUR surgiu no quadro das medidas que os Estados-membros deviam adotar para garantir a proteção dos clientes finais e assegurar níveis elevados de proteção dos consumidores e, em especial, garantir a existência de salvaguardas adequadas para proteger os clientes vulneráveis, incluindo medidas que contribuam para evitar o corte da ligação. Note-se que no caso do gás natural não está em causa um verdadeiro “serviço universal”, ou seja, assegurar o acesso generalizado e fornecimento de todas as pessoas, uma vez que existem fontes alternativas ao gás natural e a expansão deste é bastante onerosa⁴³. Neste setor estão em causa, sobretudo, questões relacionadas com o corte do fornecimento em momentos críticos⁴⁴ e com a proteção dos clientes que, sendo abastecidos por gás natural, se situem em zonas mais afastadas da rede.

Em Portugal, em transposição daquela Diretiva, o Decreto-Lei n.º 30/2006, de 15 de fevereiro, aprovou os princípios e as bases gerais da organização e do funcionamento do Sistema Nacional de Gás Natural (SNGN) – instituindo

⁴¹ Entre as alterações introduzidas merece destaque a imposição da separação jurídica dos operadores das redes de transporte e de distribuição, pelo menos no plano jurídico, da organização e da tomada de decisões, das outras atividades não relacionadas com o transporte ou com a distribuição (não criando, contudo, a obrigação de separar a propriedade).

⁴² Cf. considerandos 4 e 18, artigo 2.º, n.º 28, artigo 3.º, artigo 23.º e anexo A.

⁴³ Lacuna que se procura colmatar através das UAG – Unidades Autónomas de Gás Natural.

⁴⁴ Infere-se que o legislador europeu tivesse presente, nomeadamente, situações de temperaturas negativas no quadro de países da europa do norte e central onde o aquecimento das residências é, as mais das vezes, assegurado pelo gás natural (e não pela eletricidade).

designadamente a liberdade de escolha do comercializador de gás natural⁴⁵ – que foram objeto de desenvolvimento através do Decreto-lei n.º 140/2006, de 26 de julho, que determina que o exercício de cada uma das atividades que o integra – receção, armazenamento e regaseificação de gás natural liquefeito (“GNL”), armazenamento subterrâneo, transporte, distribuição – deverá ser objeto de concessão de serviço público⁴⁶. Nestes diplomas o CUR surge, no contexto de preocupações com a proteção dos consumidores, como garante do fornecimento de gás natural aos consumidores que se situem nas áreas abrangidas pela rede pública de gás natural (RPGN), que não optem pela mudança de comercializador, nomeadamente dos consumidores mais frágeis.

Em resultado do novo enquadramento legal, ainda em 2006, concretiza-se o processo de separação das atividades reguladas no setor do gás natural, incluindo o transporte e armazenamento de gás natural e a regaseificação e armazenamento de gás natural liquefeito, com a venda de empresas do grupo GALP à REN – Redes Energéticas Nacionais, S.A.. Adicionalmente, os *supra* referidos contratos de concessão de distribuição regional, celebrados entre 1993 e 1998, tiveram de ser alterados justamente por força da publicação do Decreto-Lei n.º 30/2006, de 15 de fevereiro, e do Decreto-Lei n.º 140/2006, de 26 de julho, por forma a dar cumprimento, designadamente, às exigências de separação das atividades de distribuição e comercialização (até então desempenhadas diretamente pelas concessionárias)⁴⁷.

Por fim, a Diretiva 2009/73/CE⁴⁸ que integra o “terceiro pacote” prevê a possibilidade dos Estados-membros designarem um CUR no quadro da garantia da proteção dos clientes finais, e, em especial, da existência de salvaguardas para proteger os clientes vulneráveis⁴⁹.

Os Decretos-Lei n.º 230/2012 e 231/2012, ambos de 26 de outubro, que alteram os Decretos-Lei n.º 30/2006, de 15 de fevereiro e Decreto-Lei

⁴⁵ Artigo 4.º, n.º 7, al. g) do Decreto-Lei n.º 30/2006, de 15 de fevereiro.

⁴⁶ Resoluções Conselho de Ministros n.º 105, 106, 107, 108 e 109/2006, todas de 23 de agosto.

⁴⁷ As minutas dos contratos de concessão foram aprovadas pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 98/2008, de 23 de junho.

⁴⁸ Diretiva 2009/73/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de julho. Nesta Diretiva merece destaque a imposição do *unbundling* do operador da rede de transporte, ainda que permitindo três modalidades (*ownership unbundling*, *independent system operator (ISO)* e *independent transmission operators (ITO)*).

⁴⁹ Artigo 3.º, n.º 3 da Diretiva n.º 2009/73/CE.

n.º 140/2006, de 26 de julho⁵⁰, *supra* referenciados, vieram completar a transposição do “terceiro pacote”. Nestes diplomas os comercializadores de último recurso (retalhistas)⁵¹ surgem como os responsáveis por fornecer gás natural aos clientes cujo comercializador em regime de mercado tenha ficado impedido de exercer a sua atividade, bem como por assegurar o fornecimento de gás natural em locais de fornecimento onde não exista oferta dos comercializadores de gás natural em regime de mercado⁵².

Mais se diga que também no âmbito do SNGN, o CUR ganha especial importância atenta a projetadas extinção das tarifas reguladas transitórias⁵³. Este processo iniciou-se em julho de 2010 com o fim das tarifas reguladas para clientes com consumos anuais superiores a 10 000 m³, nos termos do Decreto-Lei n.º 66/2010, de 11 de junho⁵⁴. O Decreto-Lei n.º 74/2012, de 26 de março, estende a eliminação das tarifas reguladas de venda de gás natural a clientes finais com consumos anuais inferiores ou iguais a 10 000 m³. Pelo que, a prazo, as tarifas transitórias serão extintas e os comercializadores de mercado irão fornecer gás natural num contexto concorrencial, sujeito à supervisão setorial⁵⁵.

50 Anteriormente, foram introduzidas alterações pelo Decreto-Lei n.º 65/2008, de 9 de abril, pelo Decreto-Lei n.º 66/2010, de 29 de setembro e pelo Decreto-Lei n.º 77/2011, de 20 de junho.

51 Referimo-nos aos comercializadores de último retalhistas e não ao comercializador de último recurso grossista, figura (inexistente no SEN) que, no âmbito do SNGN, exerce a atividade de aquisição de gás natural ao comercializador do SNGN para fornecimento aos primeiros (*vd.* artigo 40.º, n.º 5 do Decreto-Lei n.º 30/2006, de 15 de fevereiro, na redação que lhe foi dada pelo Decreto-Lei n.º 230/2012, de 26 de outubro e artigos 40.º a 43.º do Decreto-Lei n.º 140/2006, de 26 de outubro, na redação que lhe foi dada pelo Decreto-Lei n.º 231/2012, de 26 de outubro).

52 *Vg.* artigos 1.º, al. I), 40.º a 43.º, 53.º-A, 55.º e 58.º do Decreto-Lei n.º 30/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente, bem como os artigos 1.º, al. I), 40.º a 43.º-A, 49.º, 58.º e 75.º-B do Decreto-Lei n.º 231/2012, de 26 de outubro, na redação vigente.

53 O estímulo à concorrência colocou a questão de saber se as tarifas reguladas de venda a clientes finais elevadas se deviam manter (de forma a estimular a entrada de novos comercializadores) ou, como defendido pela maioria dos reguladores europeus, tais tarifas deviam ser eliminadas. O Regulador Energético português entendeu que essa eliminação devia ser progressiva e gradual, dando prioridade aos consumidores industriais e acautelando sempre o interesse dos consumidores vulneráveis – *vd.* Santos, 2008: 22.

54 Este diploma foi sucessivamente alterado pelo Decreto-Lei n.º 77/2011, de 20 de junho, pelo Decreto-Lei n.º 74/2012, de 26 de março, e subsequentemente pelo Decreto-Lei n.º 15/2013, de 28 de janeiro.

55 Artigos 1.º, 3.º, 8.º, 11.º e 19.º dos Estatutos da Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos, aprovados pelo Decreto-Lei n.º 97/2002, de 12 de abril, na redação que lhes foi dada pelo Decreto-Lei n.º 84/2013.

3. O MODELO DE CUR ADOTADO NO QUADRO DO DIREITO PORTUGUÊS

Do exposto resulta claro que os comercializadores de último recurso retalhistas (CUR), enquanto agentes dos setores elétrico e do gás natural, surgiram por força do movimento de liberalização destes setores energéticos que veio impor uma progressiva abertura à concorrência e o consequente abandono do modelo tradicional assente em monopólios públicos verticalmente integrados.

Com efeito, por força desse movimento toda a atividade de comercialização foi destacada e autonomizada da distribuição, tendo passado a ser exercida em regime de concorrência (mercado livre). O que justificou preocupações de salvaguarda de acesso a estes serviços de interesse económico geral.

O CUR surge no “segundo pacote energético” como um agente que os Estados-membros podem designar para garantir a prestação de obrigações de serviço público e de proteção dos consumidores, num quadro de um progressivo mercado concorrencial no qual se encontra instituído o direito dos consumidores à livre escolha dos seus comercializadores. O CUR, por sua vez, não opera em regime de mercado, tendo funções específicas legalmente fixadas.

Este quadro foi, como já se viu, confirmado pelo “terceiro pacote” que consolida e aprofunda o movimento liberalizador e de concorrência nos mercados da eletricidade e do gás natural e, por conseguinte, reforça as preocupações em torno do serviço público e da proteção dos consumidores.

No caso da eletricidade, como já referido, está em causa essencialmente garantir o serviço universal, entendido enquanto acesso generalizado de todas as pessoas a determinadas prestações essenciais de qualidade e a um preço razoável, e no gás natural a proteção de todos os consumidores que se situem nas áreas abrangidas pela rede.

O conceito de CUR corresponde, pois, ao conceito mais antigo de prestador de *serviço universal* criado no sector das telecomunicações e que se traduz no conjunto mínimo de prestações definidas⁵⁶ e de qualidade especificada, disponível para todos os utilizadores independentemente da sua localização geográfica e a um preço razoável⁵⁷.

Note-se, contudo, que o Direito da União Europeia impõe que os Estados-membros garantam a prestação do serviço (que tem de ser universal, no caso

56 Vd. Lei das Comunicações Eletrónicas, aprovada pela Lei n.º 5/2004, de 10 de fevereiro.

57 Simonetti, 2006: 559; Gonçalves, 2008: 100.

da eletricidade, ou confinado às áreas abrangidas pela rede, no caso do gás natural), bem como a proteção dos consumidores, mas não que estes tenham de apontar, efetivamente, um CUR. Impõem-se os fins, mas não os meios para os alcançar. Pelo que os diferentes Estados-membros que optaram pela designação de comercializadores de último recurso puderam, por maioria de razão, adotar modelos diversos. Assim, ao passo que em países como Portugal e Espanha⁵⁸, como melhor *infra* será exposto, o comercializador foi designado *ab initio*, noutras Estados-membros isso sucede apenas, num período de tempo limitado, em caso de impossibilidade de um comercializador de mercado.

Assim, por exemplo, no Reino Unido o comercializador de último recurso (*supplier of last resort – SoLR*) é designado *ad hoc* para todos os consumidores clientes de um comercializador que entre em processo de insolvência, caso o mercado não consiga suprir problema (*v.g.* através da aquisição do comercializador em dificuldades por outrem) – solução que é tida por preferencial. Em caso de falha do mercado, o regulador britânico (*Ofgem*) tem o poder de revogar a licença ao comercializador em processo de insolvência e de designar, com discricionariedade, qualquer dos comercializadores que operam no mercado como CUR dos clientes do primeiro, mediante oferta dirigida aos comercializadores de mercado melhor colocados para virem a operar, por um período transitório, como comercializadores de último recurso daqueles consumidores (*tailor-made SoLR appointment*)⁵⁹.

Na Holanda, o modelo instituído também é o da designação *ad hoc* do CUR, pelo regulador, em caso de insolvência de um comercializador. Diferentemente do modelo britânico, o sistema apenas abrange os consumidores com perfis de consumo mais baixos e, além disso, a carteira de clientes do comercializador insolvente é distribuída por entre todos os demais comercializadores licenciados em função das suas quotas de mercado⁶⁰. Em ambos os modelos os comercializadores que passam a atuar transitoriamente como

⁵⁸ Em Espanha, desde 1 de julho de 2009, os comercializadores de último recurso (“*Suministro de Último Recurso*”) foram nomeados pelo governo Espanhol e fornecem eletricidade e gás natural aos clientes de último recurso. O sistema de tarifa integral foi substituído pelo sistema de tarifa de último recurso.

⁵⁹ Gas Act 1986, Electricity Act 1989, Utilities Act 2000, Competition Act 1998, Enterprise Act 2002, Energy Act 2004. *Vd.* OFGEM, 2008; Simonetti, 2006: 564-573.

⁶⁰ Dutch Electricity Act (Elektriciteitswet 1998), Dutch Gas Act (Gaswet), The Secutity of Electricity Supply Decree (Besluit leveringszekerheid Gaswet), The Secutity of Gas Supply Decree, (Besluit leveringszekerheid Elektriciteitswet). *Vd.* Simonetti, 2006: 560-564 e 570-573.

comercializadores de último recurso podem cobrar uma taxa pelos serviços de operacionalização da mudança⁶¹.

Feito este enquadramento, delimitadas as imposições dos “pacotes energéticos” europeus e conscientes da coexistência de modelos diferentes instituídos noutras Estados-membros, importa, agora, centrarmo-nos na figura do CUR e nas concretas funções que este desempenha à luz do direito português no SEN e no SNGN.

3.1 Setor elétrico

No direito português, o CUR é consagrado como um dos intervenientes do Sistema Elétrico Nacional (SEN), desempenhando a atividade de comercialização⁶².

Assim, ao passo que o exercício da atividade de comercialização de eletricidade (*tout-court*) é livre, estando apenas sujeita a registo prévio, a comercialização de último recurso está sujeita a licença⁶³. A mesma foi atribuída, a título transitório, à EDP Serviço Universal, S.A. (EDP SU), sociedade juridicamente independente das sociedades que exerçam as demais atividades do SEN, constituída pelo operador da Rede Nacional de Distribuição (RND), a EDP Distribuição Energia, S.A., com esse propósito⁶⁴. Esta licença transitória caduca na data da extinção do contrato de concessão da RND⁶⁵. A licença de CUR é pessoal e intransmissível, com exceção das situações de reestruturação societária⁶⁶.

61 Na Holanda o preço cobrado tem por base valores de mercado enquanto no Reino Unido o valor é fixado em função dos custos concretos incorridos acrescidos da remuneração tida por justa.

62 Artigos 14.º, al. e), *in fine* e 13.º, al. d) do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente.

63 Artigo 42.º, n.os 1 e 2 do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente.

64 Artigo 73.º, n.º 1 do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente. Do exposto resulta que, do ponto de vista económico, foi designado CUR aquele que, historicamente, era o fornecedor incumbente (*incumbent supplier*). A atribuição de novas licenças fica dependente de procedimento concursal, a aprovar pelo membro do Governo responsável pela área da energia (artigos 52.º, n.º 4 do Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto, na redação vigente).

65 Este contrato resultou da conversão da licença de distribuição em MT e AT, da titularidade da EDP Distribuição Energia, S.A. em concessão, mediante a celebração do respetivo contrato (artigo 70.º/1 do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente). Artigo 38.º do Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto, na redação vigente. As bases da concessão da Rede Nacional de Distribuição de eletricidade em média e alta tensão constam do Anexo IV ao mesmo diploma.

66 Artigo 49.º *ex vi* do artigo 54.º, ambos do Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto, na redação vigente.

Para além da atribuição da qualidade de comercializador de último recurso à EDP SU, foi ainda atribuída aquela qualidade às entidades concessionárias da atividade de distribuição em baixa tensão (BT), dentro da respetiva área de concessão, enquanto durar o correspondente contrato de concessão⁶⁷. Esta atividade, diferente da distribuição em média e alta tensão, compete aos municípios, os quais podem exercê-la em regime de exploração direta ou através de concessão⁶⁸. A esmagadora maioria dos municípios celebrou contratos de concessão com a EDP Distribuição. Não obstante, uma minoria mantém operadores diferentes da EDP Distribuição a atuar em pequenas circunscrições territoriais do continente. Por esta via, uma dezena de pequenas entidades operadoras da rede de distribuição em baixa tensão (BT) atua enquanto CUR em pequenas áreas de comercialização, cada uma das quais abastece um número de clientes necessariamente inferior a 100.000, beneficiando da derrogação à exigência de separação jurídica das atividades⁶⁹. Adicionalmente, nas regiões autónomas da Madeira e Açores atuam como comercializador de último recurso, respetivamente, a Empresa de Electricidade da Madeira e a Electricidade dos Açores, uma vez que são consideradas pequenas redes isoladas às quais não são aplicáveis as exigências de separação jurídica das atividades de distribuição e comercialização⁷⁰.

Sem prejuízo da caducidade, esta atividade pode também ser extinta por revogação decidida pela Direção Geral de Energia e Geologia, quando se verifique a falsidade dos dados e declarações prestados no respetivo pedido ou o seu titular faltar ao cumprimento de deveres relativos ao exercício da atividade⁷¹.

Os comercializadores de último recurso designados encontram-se sujeitos a obrigações de serviço público universal, o que implica o fornecimento de eletricidade para satisfação das necessidades dos clientes de eletricidade com

⁶⁷ Artigo 73.º, n.º 4 do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente.

⁶⁸ Vd. Decreto-Lei n.º 344-B/82, de 1 de setembro e artigo 31.º, n.º 3 e 4 do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente.

⁶⁹ Artigo 36.º, n.º 8 do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente, em linha com o artigo 26.º, n.º 4 da Diretiva n.º 2009/72/CE.

⁷⁰ Artigo 66.º do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente e artigos 26.º, n.º 4 e 44.º da Diretiva n.º 2009/72/CE.

⁷¹ Deveres previstos no artigo 49.º do Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto, na redação vigente (*ex vi* do artigo 54.º do mesmo diploma).

fornecimentos ou entregas em baixa tensão normal (BTN)⁷². Estas obrigações do serviço público universal⁷³ traduzem-se num conjunto de deveres de fornecimento de eletricidade⁷⁴:

- a) aos clientes finais com potências contratadas iguais ou inferiores a 41,4kVA enquanto forem aplicáveis as tarifas reguladas ou as tarifas transitórias legalmente previstas⁷⁵;
- b) para satisfação das necessidades dos clientes finais economicamente vulneráveis, após a extinção das tarifas reguladas ou tarifas transitórias⁷⁶;
- c) a clientes cujo comercializador em regime de mercado tenha ficado impedido de exercer a atividade (*v.g.* em situações de insolvência)⁷⁷;
- d) em locais onde não exista oferta dos comercializadores de eletricidade em regime de mercado, pelo tempo que essa ausência se mantenha⁷⁸.

Para abastecer os seus clientes, os CUR podem adquirir eletricidade tanto através de mecanismos regulados, como de mecanismos de mercado (em

72 Artigo 46.º do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, na redação que lhe foi dada pelo Decreto-Lei n.º 215-A/2012, de 8 de outubro.

73 A garantia da universalidade de prestação do serviço é uma das obrigações de serviço público nos termos da al. b) do n.º 3 do artigo 5.º do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente.

74 Artigo 46.º, n.º 3 e 4 do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente.

75 Artigo 46.º, n.º 3 do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente e artigo 53.º, n.º 3, al. a) do Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto, na redação vigente.

76 Artigo 46.º, n.º 3 *in fine* do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente e artigo 53.º, n.º 3, al. a) *in fine* Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto, na redação vigente.

77 Artigo 46.º, n.º 4 do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente, e artigo 53.º, n.º 3, al. d) do Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto, na redação vigente. Este último diploma prevê, no n.º 5 do artigo 53.º, os procedimentos que devem ser seguidos nos casos em que os comercializadores de mercado tenham ficado impedidos de exercer a atividade.

78 Artigo 46.º, n.º 4 *in fine* do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro e artigo 53.º, n.º 3, al. c) do Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto, na redação vigente. Relativamente ao dever de assegurar o fornecimento em locais sem oferta de mercado e nas situações em que o comercializador tenha ficado impedido de exercer a atividade, o CUR aplica as tarifas reguladas ou as tarifas transitórias legalmente estabelecidas e, após a extinção destas, o preço equivalente à soma das parcelas relevantes da tarifa que serve de base de cálculo da tarifa social de fornecimento de eletricidade. O que significa que o preço cobrado em caso de quebra da atividade do comercializador, não obstante o possível transtorno, pode acabar por ser economicamente vantajoso para os clientes. O artigo 53.º, n.º 3, als. e) e f) do Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto, na redação vigente, acrescenta que o CUR tem o dever de enviar às entidades competentes a informação prevista na legislação e na regulamentação aplicáveis, bem como cumprir todas as disposições legais e regulamentares aplicáveis ao exercício da atividade.

mercados organizados, contratos bilaterais, concursos, leilões⁷⁹). A finalidade legal consiste na garantia do abastecimento a preços razoáveis, fácil e claramente comprováveis e transparentes, gerindo diferentes formas de contratação para adquirir energia ao menor custo possível⁸⁰. A eletricidade adquirida em quantidades excedentárias face às necessidades deve ser revendida⁸¹.

Em virtude das funções atribuídas à EDP SU – enquanto CUR que não beneficia de derrogações – exige-se que esta observe critérios de independência, o que se traduz, designadamente, na separação jurídica face às demais sociedades do SEN⁸², no dever de diferenciação de imagem e comunicação⁸³, num regime de incompatibilidades dos seus gestores⁸⁴, no dever de dispor de códigos de boa conduta (que assegurem princípios de independência funcional da gestão) e proceder à sua publicitação⁸⁵, bem como a sujeição ao regime de regulação estrita da Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos (ERSE)⁸⁶, tendo o dever de cumprir com todas as disposições legais e regulamentares aplicáveis ao exercício da atividade⁸⁷.

Em contrapartida dos deveres que sobre este impendem, o comercializador de último recurso tem direito a que lhe seja assegurada uma remuneração, nos termos do Regulamento Tarifário, aprovado pela ERSE, que assegure o equilíbrio económico e financeiro da atividade licenciada, em condições de uma gestão eficiente⁸⁸.

⁷⁹ Artigo 49.º, n.º 2, al. b) e c) do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente e artigo 55.º, n.º 1, als. b) a d) do Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto, na redação vigente

⁸⁰ Cf. corpo do artigo 55.º, n.ºs 1 e 3 do Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto, na redação vigente.

⁸¹ Artigo 55.º, n.º 7 do Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto, na redação vigente, o que ser feito nos termos do Regulamento Tarifário e Regulamento de Relações Comerciais.

⁸² Artigo 47.º, n.º 1 do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente.

⁸³ Artigo 47.º, n.º 2 do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente.

⁸⁴ Os administradores e quadros de gestão do CUR não podem integrar os órgãos sociais ou participar nas estruturas de empresas que exerçam quaisquer outras atividades do SEN (artigo 53.º, n.º 7, al. a) do Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto, na redação vigente), sem prejuízo da inexigibilidade no que respeita aos operadores das redes de distribuição de baixa tensão (BT) que abasteçam um número de clientes inferior a 100.000 (artigo 36.º, n.º 8 do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente, *ex vi* do artigo 53.º, n.º 7, al. a) do Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto, na redação vigente).

⁸⁵ Artigo 53.º, n.º 7, al. b) do Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto, na redação vigente.

⁸⁶ Artigo 53.º, n.º 8 do Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto, na redação vigente.

⁸⁷ Artigo 53.º, n.º 3, al. f) do Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto, na redação vigente.

⁸⁸ Artigo n.º 53.º, n.º 2 do Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto, na redação vigente.

As funções acima referenciadas, atribuídas pelo legislador português ao CUR, correspondem, justamente, às previsões das Diretivas do “segundo e terceiro pacotes” e às suas preocupações em matéria de proteção dos consumidores. Contudo, em címulos com aquelas funções, o legislador português atribuiu, ainda, outras funções aos CUR, com exceção dos que sejam apenas distribuidores em baixa tensão⁸⁹, que passam pelo dever de aquisição da eletricidade produzida pelos produtores em regime especial que beneficiem de remuneração garantida legalmente. Com efeito, em Portugal, o comercializador de último recurso deve adquirir a eletricidade produzida pelos produtores em regime especial⁹⁰, enquanto estes beneficiarem de tarifa ou de outra remuneração garantida⁹¹. Por conseguinte, o diferencial de preços face ao regime ordinário, ou seja o sobrecusto, é alocado aos consumidores (mesmo que em mercado livre) por escalão de tensão⁹². Deste modo, de forma estranha à lógica dos “pacotes energéticos” europeus e da *causa-função* que originou o CUR, o legislador português faz uso de um agente do mercado encarregue da proteção dos consumidores para operacionalizar o pagamento dos sobrecustos com a aquisição de energia elétrica a produtores em regime especial.

3.2 Setor do Gás Natural

À semelhança do que se verifica na SEN, no SNGN o comercializador de último recurso retalhista⁹³ também é consagrado como um dos intervenientes

89 Artigo 55.º, n.º 2 do Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto, na redação vigente, conjugado com o artigo 73.º do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente.

90 Artigo 49.º, n.º 2, al. a) do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente, e artigos 53.º, n.º 3, al. b) e 55.º, n.º 1, al. a) do Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto, na redação vigente.

91 O Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente, em articulação com as alterações realizadas ao conceito de produção em regime especial (artigos 18.º, 20.º) – conceito que passou a contemplar a produção de eletricidade em regime de remuneração de mercado – passou a dispor que o CUR apenas tem a obrigação de aquisição de aquisição de eletricidade produzida em regime especial enquanto esta beneficiar de tarifa ou outra remuneração garantida. Assim que esta passe a ser remunerada a preços de mercado, a obrigação cessa. Por sua vez, foi criada juridicamente o facilitador de mercado, comercializador (designado em procedimento concursal) sujeito à aquisição de energia pelos produtores em regime especial com remuneração de mercado (i.e. sem remuneração garantida) – artigo 49.-A.

92 Decreto-Lei n.º 90/2006, de 24 de maio, artigos 87.º e 150.º do Regulamento Tarifário e artigos 48.º, 71.º a 78.º e Capítulo XIV do Regulamento das Relações Comerciais.

93 Referimo-nos aos comercializadores de último retalhistas e não ao comercializador de último recurso grossista, figura (inexistente no SEN) que, no âmbito do SNGN, exerce a atividade de aquisição de gás natural ao comercializador do SNGN para fornecimento aos primeiros (*vd.* artigo 40.º, n.º 5 do Decreto-Lei n.º 30/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente e artigos 40.º a 43.º do Decreto-Lei n.º 140/2006, de 26 de outubro, na redação vigente).

no sistema, desempenhando a atividade de comercialização⁹⁴. Paralelamente ao SEN, o exercício da atividade de comercialização de gás natural (*tout-cour*) é livre, estando apenas sujeita a registo prévio, enquanto a comercialização de último recurso está sujeita a licença⁹⁵.

Foi atribuída a qualidade de comercializador de último recurso a sociedades a constituir em regime de domínio total inicial a concessionárias de distribuição regional ou pelas detentoras de licenças de distribuição local⁹⁶, com a duração corresponde à dos contratos de concessão ou à das licenças de distribuição de gás natural⁹⁷. Previu-se também que esta atividade fosse separada juridicamente das restantes, incluindo outras formas de comercialização (com exceção dos distribuidores que sirvam menos de 100.000 clientes⁹⁸), sendo exercida segundo critérios de independência⁹⁹. Sem prejuízo da caducidade, esta atividade pode, também, ser extinta por revogação quando o seu titular faltar ao cumprimento dos deveres relativos ao exercício da atividade¹⁰⁰. Existem, atualmente, uma dúzia de entidades que atuam como CUR no SNGN, pertencentes a diferentes grupos económicos, com predomínio do grupo GALP Energia.

Os CUR estão sujeitos a obrigações de serviço público, nessa medida, são responsáveis pelo fornecimento de gás natural na área abrangida pela rede¹⁰¹. Este dever traduz-se num conjunto de deveres de fornecimento de gás natural¹⁰²:

- a) aos clientes finais com potências contratadas iguais ou inferiores a 10.000 m³ enquanto forem aplicáveis as tarifas reguladas ou as tarifas transitórias legalmente previstas¹⁰³;

94 Artigos. 14.º, al. e), *in fine* e 13.º, al. e) do Decreto-Lei n.º 30/2006, de 15 de fevereiro na redação vigente.

95 Artigo 37.º, n.ºs 1 e 2 do Decreto-Lei n.º 30/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente.

96 Vg. artigos 3.º, al. m), 4.º, 40.º a 43.º, 51.º e 67.º do Decreto-Lei n.º 30/2006, de 15 de fevereiro, bem como os artigos 3.º, al. m), 4.º, 32.º, 40.º a 42.º, 58.º e 64.º do Decreto-Lei n.º 140/2006, de 26 de julho.

97 Artigo 43.º, n.º 2 do Decreto-Lei n.º 140/2006, de 26 de julho, na redação vigente.

98 Artigo 31.º, n.º 8 do Decreto-Lei n.º 140/2006, de 26 de julho, na redação vigente, *ex vi* do artigo 41.º, n.º 2 do mesmo diploma.

99 Artigo 41.º, n.º 1 e 3 do Decreto-Lei n.º 30/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente.

100 Artigo 43.º-A do Decreto-Lei n.º 140/2006 de 26 de julho, na redação vigente.

101 Artigo 40.º, n.º 3 do Decreto-Lei n.º 140/2006 de 26 de julho, na redação vigente.

102 Artigo 40.º do Decreto-Lei n.º 30/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente.

103 Artigo 40.º, n.º 3 do Decreto-Lei n.º 30/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente e artigo 41.º, n.º 3, al. a) do Decreto-Lei n.º 140/2006, de 26 de julho, na redação vigente.

- b) para satisfação das necessidades dos clientes finais economicamente vulneráveis (i.e. das pessoas que se encontrem nas condições de beneficiar da tarifa social¹⁰⁴), após a extinção das tarifas reguladas ou tarifas transitórias¹⁰⁵;
- c) a clientes cujo comercializador em regime de mercado tenha ficado impedido de exercer a atividade (*v.g.* em caso de insolvência)¹⁰⁶;
- d) em locais, cobertos pela rede de gás natural, onde não exista oferta dos comercializadores de gás natural em regime de mercado¹⁰⁷.

Diferentemente do previsto para o SEN, para abastecer os seus clientes, os comercializadores de último recurso retalhista adquirem gás natural ao comercializador de último recurso grossista que, por sua vez, adquire aquela *commodity* junto do comercializador do SNGN¹⁰⁸, diretamente ou através de leilões, no âmbito dos contratos de aprovisionamento de longo prazo em regime *take or pay*, em mercados organizados ou através de contratos bilaterais¹⁰⁹.

Em virtude das funções atribuídas aos comercializadores de último recurso, exige-se que os mesmos observem critérios de independência, o que se traduz, designadamente, que esta atividade seja separada juridicamente das restantes, incluindo outras formas de comercialização, sendo exercida segundo critérios de independência¹¹⁰, bem como a diferenciação de imagem e comunicação relativamente a outros agentes do SNGN¹¹¹.

Em contrapartida dos deveres que sobre estes impendem, os CUR têm direito a que lhe seja assegurada uma remuneração, nos termos da lei e da

104 Cf. Decreto-Lei n.º 101/2011, de 30 setembro, *ex vi* do artigo 40.º, n.º 4 do Decreto-Lei n.º 140/2006, de 26 de julho. A redação vigente foi aprovada pelo Decreto-Lei n.º 172/2014, de 14 de novembro.

105 Artigo 40.º, n.º 3 *in fine* do Decreto-Lei n.º 30/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente e artigo 41.º, n.º 3, al. a) do Decreto-Lei n.º 140/2006, de 26 de julho, na redação vigente.

106 Artigo 40.º, n.º 6 do Decreto-Lei n.º 30/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente e artigo 41.º, n.º 3, al. d), n.º 5 e 6 do Decreto-Lei n.º 140/2006, de 26 de julho, na redação vigente.

107 Artigo 40.º, n.º 6 *in fine* do Decreto-Lei n.º 30/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente e artigo 41.º, n.º 3, al. c) do Decreto-Lei n.º 140/2006, de 26 de julho, na redação vigente.

108 Entidade titular dos contratos de *take or pay* previstos no artigo 39.º-A do Decreto-Lei n.º 140/2006, de 26 de julho, na redação vigente.

109 Artigo 43.º do Decreto-Lei n.º 30/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente, e artigo 42.º, n.º 1 do Decreto-Lei n.º 140/2006, de 26 de julho, na redação vigente.

110 Artigo 41.º, n.º 1 do Decreto-Lei n.º 30/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente.

111 Artigo 41.º, n.º 3 do Decreto-Lei n.º 30/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente.

regulamentação aplicável, que assegure o equilíbrio económico e financeiro da atividade licenciada, em condições de uma gestão eficiente¹¹².

Adicionalmente, a lei portuguesa comete ainda aos CUR retalhistas, bem como aos demais comercializadores em regime de mercado, a tarefa de assegurar a constituição e manutenção de reservas de segurança de gás natural¹¹³, nos termos do Capítulo XI do Decreto-Lei n.º 140/2006, de 26 de julho, na redação em vigor, e do Regulamento UE n.º 994/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de outubro. Diferentemente do que sucede no âmbito do SEN, no que respeita às funções do comercializador de último recurso em sede de produção em regime especial, estas funções não podem ser consideradas extravagantes ou estranhas ao quadro das funções do CUR. Com efeito, a co-atribuição aos comercializadores de último recurso desta responsabilidade resulta tão só destes serem, também, comercializadores (ainda que não em regime de mercado) e, portanto, uma empresa do setor do gás natural que, por essa razão, é destinatária de obrigações no âmbito da segurança do abastecimento.

4. PERSPECTIVAS FUTURAS

Tendo sido traçado o modelo de CUR vigente no direito português, importa, por fim, proceder a uma breve reflexão prospectiva sobre o mesmo, designadamente no que respeita ao papel que caberá a este agente no futuro.

Para o efeito, importa ter presente que o processo de extinção das tarifas transitórias reguladas de venda a clientes finais em curso tem ditado uma diminuição progressiva e significativa do número de clientes¹¹⁴ – em virtude

112 Artigo n.º 41.º, n.º 2 do Decreto-Lei n.º 140/2006, de 26 de julho, na redação vigente.

113 Artigos 41.º, n.º 3, al. e) e 49.º do Decreto-Lei n.º 140/2006, de 26 de julho, na redação vigente.

114 De acordo com os dados estatísticos disponíveis em dezembro de 2014, no setor elétrico, em resultado da implementação dos mecanismos regulatórios de incentivo à transição para um mercado energético liberalizado, já não existem clientes em MAT com tarifas transitórias, sendo que, mais de oitenta por cento dos clientes em MT e BTE já aderiram ao mercado de eletricidade em regime de preços livres. A grande maioria da carteira do CUR, em outubro de 2014, era composta por clientes do setor doméstico, que representavam cerca de 50% dos clientes finais abastecidos em BTN – cf. Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos, 2014.

No setor do gás natural, de acordo com os dados disponíveis em dezembro de 2014, o consumo dos clientes no mercado liberalizado no final de setembro de 2014 representou cerca de 96% do consumo global (mercado regulado e mercado liberalizado considerados conjuntamente). O peso do mercado livre no segmento dos clientes residenciais, apesar de ter vindo a aumentar de forma sustentada desde dezembro de 2012, atingiu, em setembro de 2014, cerca de 50% do consumo global deste segmento – cf. Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos, 2014.

da oferta dos comercializadores de mercado e do agravamento da tarifa transitória, que incentiva àquela adesão¹¹⁵ – e, por conseguinte, da própria atividade do CUR. A prazo, o já referido processo de extinção definitiva de todas as tarifas reguladas de venda a clientes finais¹¹⁶, que subsistem ainda sob a forma de tarifas transitórias, será concluído tanto no setor elétrico, como no setor do gás natural, o que implicará que a atividade CUR fique limitada ao fornecimento¹¹⁷: (i) a clientes finais economicamente vulneráveis que decidam não proceder à mudança de comercializador para o mercado livre, (ii) a clientes cujo comercializador em regime de mercado tenha ficado impedido de exercer a atividade (*v.g.* em situações de insolvência) ou (iii) em locais onde não exista oferta¹¹⁸ dos comercializadores de mercado, pelo tempo que essa ausência se mantenha.

Do exposto resulta que a futura dimensão da atividade do CUR dependerá, essencialmente, do número de clientes vulneráveis que vierem a ser fornecidos por este comercializador, uma vez que as restantes atividades serão residuais ou de natureza meramente transitória¹¹⁹.

Por conseguinte, cumpre levar em linha de consideração que os clientes finais economicamente vulneráveis – que a legislação vigente prevê que possam ascender a centenas de milhares de clientes¹²⁰ – poderão não ter real incentivo para procederem à mudança de comercializador (i.e. a transitarem para o mercado livre). Destarte, todos os consumidores finais que preencham as

115 Referimo-nos à aplicação de um fator de agravamento, o qual visa induzir a adesão gradual às formas de contratação oferecidas no mercado previsto nos já referidos diplomas que preveem o processo de extinção das tarifas reguladas de venda a clientes finais.

116 Conforme *supra* exposto, o processo de extinção das tarifas reguladas de venda a clientes finais foi desencadeado pelos Decretos-Lei n.º 66/2010, de 11 de junho, 74/2012, de 26 de março, 75/2012, de 26 de março – diplomas que sofreram, no ínterim, sucessivas alterações. Referimo-nos a Portugal continental, dada a exclusão das regiões autónomas – artigo 66.º do Decreto-Lei n.º 29/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente e artigos 26.º, n.º 4 e 44.º da Diretiva n.º 2009/72/CE.

117 *Vd.* disposições legais em 3.1 e 3.2.

118 No caso do SNGN, desde que o local seja coberto pela rede de gás natural – cf. artigo 40.º, n.º 6 *in fine* do Decreto-Lei n.º 30/2006, de 15 de fevereiro, na redação vigente e artigo 41.º, n.º 3, al. c) do Decreto-Lei n.º 140/2006, de 26 de julho, na redação vigente.

119 Se apenas estas últimas atividades fossem desempenhadas, então, o número de clientes do CUR seria muito reduzido, o que motivaria discussões aprofundadas sobre o modelo do CUR instituído em Portugal.

120 O Decreto-Lei n.º 172/2014, de 14 de novembro prevê o alargamento do número de beneficiários de tarifa social de energia elétrica para cerca de 500 mil titulares de contratos de fornecimentos de energia elétrica, alargando os critérios de elegibilidade e passando a abranger instalações, localizadas em habitação permanente do cliente economicamente vulnerável, alimentadas em baixa tensão normal com potência contratada inferior ou igual a 6,9 kVA.

condições legalmente fixadas nos diplomas que instituíram tarifas sociais e o apoio social extraordinário ao consumidor de energia (ASECE)¹²¹ – clientes economicamente vulneráveis, designados por clientes finais elegíveis – podem beneficiar de desconto na tarifa, independentemente do comercializador que os forneça. O que significa que este instrumento legal que visa a satisfação das necessidades dos clientes finais economicamente vulneráveis – nomeadamente, procurando assegurar preços compatíveis com a sua situação socioeconómica – pode ser alcançável tanto através do CUR como dos comercializadores de mercado. Pelo que no direito vigente esta situação conduz a que o CUR assuma atualmente um papel algo indiferenciado na proteção dos consumidores vulneráveis em matéria de preço. Não obstante, por não ser aplicável aos consumidores vulneráveis fornecidos pelo CUR que beneficiem de tarifa social e ASECE o fator de agravamento que incide sobre as tarifas transitórias (mecanismo de incentivo à adesão ao mercado), se os preços praticados pelos comercializadores de mercado não forem suficientemente competitivos, poderá não existir incentivo real para a mudança de comercializador, o que poderá ditar o prolongamento da atividade do CUR para um número muito significativo de clientes¹²².

Por fim, saliente-se que, como já referido, o CUR assume no edifício regulatório do setor elétrico funções adicionais, designadamente no que respeita à aquisição da eletricidade produzida pelos produtores em regime especial enquanto estes beneficiarem de tarifa ou outra remuneração garantida legalmente. Pelo que esta particularidade sempre terá de ser tida em conta no papel que vier a ser reservado ao CUR.

Em face do exposto, entre o mais, pode concluir-se, por um lado, que a extinção, a prazo, das tarifas transitórias, ditará um mercado concorrencial de fornecimento de eletricidade e gás natural para a generalidade dos consumidores. Por outro, que a dimensão da atividade do CUR poderá depender,

121 O Decreto-Lei n.º 138-A/2010, de 28 de dezembro, e o Decreto-Lei n.º 101/2011, de 30 de setembro, instituíram tarifas sociais de fornecimento de energia elétrica e de gás natural. O Decreto-Lei n.º 102/2011, de 30 de setembro, criou o apoio social extraordinário ao consumidor de energia (elétrica e de gás natural). O Decreto-Lei n.º 172/2014, de 14 de novembro, alterou o Decreto-Lei n.º 138-A/2010, de 28 de dezembro, que cria a tarifa social de fornecimento de energia elétrica, e o Decreto-Lei n.º 102/2011, de 30 de setembro, que cria o apoio social extraordinário ao consumidor de energia.

122 Os n.ºs 8 a 10 do artigo 50.º do Decreto-Lei n.º 172/2006, de 23 de agosto, e do artigo 38.º do Decreto-Lei n.º 140/2006, de 26 de julho, na redação vigente, preveem a determinação de um custo de referência da atividade de comercialização bem como dos custos médios de referência para a aquisição de energia elétrica e de gás natural.

essencialmente, do número de clientes vulneráveis que não tomarem uma decisão de mudança de comercializador.

5. CONCLUSÕES

Ao longo deste estudo foram, pontualmente, sendo retiradas diversas conclusões, alicerçadas nas premissas enunciadas, que agora importa recuperar e formular de forma sintética e integrada. Assim, em face do exposto, podem enunciar-se as seguintes conclusões principais:

- §1 A figura de comercializador de último recurso (CUR) surge por força do movimento de liberalização dos mercados enérgicos da eletricidade e do gás natural, no quadro do “segundo pacote energético” europeu, confirmado e aprofundado pelo “terceiro pacote”, que impõe a abertura à concorrência e o consequente abandono do modelo tradicional assente em monopólios públicos verticalmente integrados.
- §2 O Direito da União Europeia impõe, designadamente, que a atividade de comercialização, destacada e autonomizada da distribuição, seja operada num mercado plenamente concorrencial, no qual seja permitido a todos os consumidores a livre escolha de comercializadores e a todos os comercializadores o livre abastecimento dos seus clientes, presupondo o direito de acesso livre, transparente e não discriminatório às redes monopolistas de transporte e de distribuição.
- §3 A consagração de um mercado plenamente aberto à concorrência tem como contraponto o reforço das preocupações em torno do serviço público e da proteção dos consumidores que, no caso do setor elétrico, obrigam os Estados-membros a garantir o acesso generalizado de todas as pessoas à eletricidade a um preço razoável (serviço universal), e no caso do gás natural, à proteção dos consumidores que se situem nas áreas abrangidas pela rede. Para tanto, os Estados-membros, querendo, podem designar CUR.
- §4 Os diferentes Estados-membros, ao designaram um CUR, têm adotado modelos diversos, quer quanto ao momento de designação e duração, quer quanto aos consumidores abrangidos, quer ainda quanto ao financiamento desta atividade.
- §5 Em Portugal foram instituídas *ab initio* sociedades constituídas pelas sociedades distribuidoras concessionárias, pelo prazo da concessão, como CUR – separadas juridicamente dos demais agentes com o dever de

observarem critérios de independência e de diferenciação de imagem e de comunicação – sujeitas a obrigações de serviço público.

- §6 No direito português os CUR ficaram incumbidos de deveres de fornecimento de eletricidade e gás natural a pequenos consumidores enquanto forem aplicadas tarifas reguladas (integradas) ou transitórias e, após a extinção destas, atuando supletivamente para satisfação das necessidades dos consumidores economicamente vulneráveis, bem como em situações de impossibilidade do comercializador de mercado ou em caso de ausência de oferta.
- §7 Adicionalmente, no caso do setor elétrico, a EDP SU foi incumbida de uma tarefa que pode considerar-se estranha à *causa-função* dos CUR, tal como este foi previsto nas Diretivas do segundo e terceiro “pacotes energéticos”, ao ficar responsável pela aquisição da eletricidade produzida pelos produtores em regime especial enquanto estes beneficiarem de tarifa ou de outra remuneração garantida legalmente.
- §8 A extinção, a prazo, das tarifas transitórias de venda a clientes finais ditará, para a generalidade dos consumidores em Portugal continental, um mercado concorrencial de fornecimento de eletricidade e gás natural, sujeito à supervisão setorial, sem prejuízo das tarifas de acesso às redes que sejam fixadas para as atividades em monopólio natural e dos preços aplicáveis aos clientes finais economicamente vulneráveis.
- §9 A dimensão da atividade do CUR e a subsistência do seu modelo vigente será sobretudo determinada pelo número de clientes finais economicamente vulneráveis que não tomarem uma decisão de mudança de comercializador, o que poderá depender essencialmente da competitividade dos preços oferecidos pelos comercializadores de mercado.

BIBLIOGRAFIA

AMARAL, Cláudio

- 2012 “Uma década de Congressos Nacionais de Electricidade (1923-1930), Ambiente, percepções e representações História”, *História – Revista da FLUP*, IV Série, vol. 2, 2012, pp. 161-194.

ANASTÁCIO, Gonçalo

- 2009 “Regulação da Energia”, *Regulação em Portugal (novos tempos, novo modelo?)*, Coimbra: Almedina, pp. 301-391.

CAMERON, Peter

- 2001 *Competition in Energy Markets, Law and Regulation in the European Union*, Oxford: Oxford University Press.

CONSELHO CONSULTIVO DA PROCURADORIA-GERAL DA REPÚBLICA

- 2013 Parecer n.º 39/2012, publicado no Diário da República, 2.ª série (n.º 87), de 7 de maio de 2013.

ENTIDADE REGULADORA DOS SERVIÇOS ENERGÉTICOS

- 2014 Resumo Informativo Mercado Liberalizado – Eletricidade, 03 de dezembro de 2014, *in* <http://www.erse.pt>

- 2014 Resumo Informativo Mercado Liberalizado – Gás Natural, 3.º trimestre, *in* <http://www.erse.pt>

FREITAS, Lourenço Vilhena de

- 2013 *Direito Administrativo da Energia*, Lisboa: A.A.F.D.L.

GERADIN, Damien

- 2001 *The Liberalization of Energy and Natural Gas in the European Union*, Kluwer Law International, The Netherlands.

GONÇALVES, Pedro

- 2008 *Regulação, Eletricidade e Telecomunicações*, Coimbra: Coimbra Editora.

HUNT, Sally & SHUTTLEWORTH, Graham

- 1996 *Competition and Choice in Electricity*, Wiley.

LOBO, Carlos

- 2009 *Sectores em Rede: Regulação para a Concorrência*, Coimbra: Almedina.

MARIANO, Mário

- 1993 *História da Electricidade*, Electricidade de Portugal, Lisboa.

MELO, Pedro

- 2004 “Subsídios para a compreensão do actual enquadramento legislativo do sector do gás natural em Portugal”, *Estudos sobre Energia: Petróleo e Gás Natural*, Coimbra: Almedina, pp. 73-102.

MIRANDA, João

- 2008 “O regime jurídico de acesso às actividades de produção e de comercialização no sector energético nacional”, *Temas de Direito da Energia*, n.º 3, Coimbra: Almedina, pp. 119-138.

MIRANDA, Jorge

- 1997 *Manual de Direito Constitucional*, Tomo I (Preliminares, o Estado e os Sistemas Constitucionais), 6.ª Edição, Coimbra: Coimbra Editora.

OFGEM

- 2008 *Supplier of Last Resort: Revised Guidance*, in <http://www.ofgem.gov.uk>

RIBEIRO, José

- 2001 *História Legislativa do Setor Eléctrico em Portugal*, Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos.

- 2008 “O Tribunal e o Direito Europeu da Concorrência”, *A Regulação da Energia em Portugal 1997-2007*, Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos, pp. 33-44.

ROGGENKAMP, Martha, RØNNE, Anita, REDGWELL, Catherine & GUAYO, Iñigo del

- 2001 *Energy Law in Europe (National, EU and International Regulation)*, Oxford: Oxford University Press.

SANTOS, Vítor

- 2008 “A Regulação do Setor Energético em Portugal: Balanço e Novos Desafios”, *A Regulação da Energia em Portugal 1997-2007*, Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos, pp. 17-26.

SILVA, Susana Tavares da

- 2008 “O Mibel e o mercado interno da energia”, *Temas de Direito da Energia*, n.º 3, Coimbra: Almedina, pp. 279-307.

- 2011 *Direito da Energia*, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 73-82.

- 2004 “MIBEL: o início do embuste”, *Revista do Centro de Estudos de Direito do Ordenamento, do Urbanismo e do Ambiente*, n.º 14, 2004, pp. 31-47.

SIMONETTI, Sander

- 2006 “Two Models of Last Resort Supply in the Liberalised European Energy Market”, *Journal of Energy & Natural Resources Law*, Vol. 24, N.º 4, pp. 559-573.

VASCONCELOS, Jorge

- 2006 *Anos Luz*, Entrelinhas.

DOSSIER TEMÁTICO

Direito Financeiro

SHADOW BANKING – NEW SHADOW ENTITIES COME TO LIGHT

*José Gonzaga Rosa**

ABSTRACT: *This paper summarises a methodological approach to identify and shed some light on financial intermediaries that perform bank-like activities. They take the form of several legal structures, from mutual funds to private equity funds, and risks for financial stability depend on redemption features, size of portfolio and degree of leverage. Does “shadow banking” still exists after the crisis? Banking regulators helped to shape shadow banking and yet they are now concerned with the end result. What is left on the agenda for them?*

SUMMARY: 1. Introduction. 2. What shadow banking is not? 3. Credit Intermediation of shadow lending. a) Credit, maturity and liquidity transformation. b) Intermediation chain. 4. Shadow banks – how to bring them to light? a) Financial Stability Board. b) European Commission. c) Proposed methodology. 5. Examples of shadow banking structures. a) Money market mutual funds. b) Non-banks in direct lending and private debt markets. 6) Why care about non-bank direct lending ? 7) Why is collateral-based credit intrinsically different from loan-based credit? Integration of money markets and capital markets. 8) Conclusion: what is left for regulators?

1. INTRODUCTION

Shadow banking is credit intermediation not subject to bank regulation and supervision and without explicit and direct access to the safety net of banks¹. In the run-up to the crisis and partially due to regulatory arbitrage this subset of financial intermediation was mostly performed by non-bank entities not subject to prudential bank supervision, for which reason they became known as banking in the shadows. Shadow banking is therefore mostly shadow

* Economist and jurist. Partner of Financial Services in PKF Portugal.

1 “In the majority of countries, this is done through the creation of a safety net, consisting of 1) Supervision, 2) Deposit insurance, 3) Capital requirements, 4) A lender of last resort policy and 5) Orderly bail-out/ liquidation procedures”. Freixas, 2010: 2.

lending and refers both to the entities and the activities performed under this label. “Examples of shadow banks include the now-failed Bear Stearns and Lehman Brothers, which were called investment banks but were not regulated as commercial banks, since they did not accept deposits. They became shadow banks when they began to act like commercial banks”².

Non-bank lending funded through deposit-like liabilities (so-called collateralised borrowing arrangements) exists not only because it finds innovative ways to evade prudential regulation (regulatory arbitrage) but because it is needed for the financing of the economy! Who are the new players? Mostly large cash-pooling vehicles like money market mutual funds³. “In Europe, around 22% of short-term debt securities issued either by governments or by the corporate sector are held by Money Market Funds (“MMFs”). MMFs hold 38% of short-term debt issued by the banking sector”⁴. The asset management industry⁵ was the entry door for the demand for deposit-like instruments that fuelled the pre-crisis credit boom. Much regulatory reform (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection, the Capital requirements regulation and directive – CRR/CRD IV) focused on imposing stringent capital and liquidity requirements on commercial banks, “leaving the opportunity to “cash-rich entities (...to...) emerge as a source of inexpensive funding for the shadow banking system”⁶. Furthermore, banks were busy deleveraging and selling off assets to meet the new financial discipline and some of these divestitures occurred on their holdings of asset management practices. As a consequence, not only is the industry breaking records where the amounts of assets under management are concerned⁷, but also, interestingly, in “the past ten years the number of independently owned asset managers in the top 20

² Shiller, 2012: 43.

³ Although the majority of definitions include Monet Market Mutual Funds (“MMMFs”) within shadow banking, this should not obscure two facts: MMMFs did not contribute to the crisis and, contrary to many other shadow banking entities, they are under strong oversight by the securities regulator. The same does not apply to other collective investment vehicles.

⁴ European Commission, 2013b: 4.

⁵ The largest asset manager in the world in 2013, Blackrock, had total assets under management of (\$4.3 trillion), ahead of the largest bank in the world (“Industrial & Commercial Bank of China”) with total assets of \$3.1 trillion.

⁶ Tarullo, 2013: 17.

⁷ “Assets managed by the world’s largest 500 fund managers rose by almost 12% to reach a record US\$76.5 trillion in 2013”. Towers, 2014.

has more than doubled and now account for the majority, overtaking both bank and insurer owned firms which have both declined in the same period⁸.

“Even with the reduction in activity following the crisis, the scale of shadow banking activity remains very large”⁹, albeit with significant differences between the US and the Euro Area¹⁰. Financial intermediation through the banking system in the euro area is three times higher than in the United States (commercial banks assets in relation to GDP), leaving broader scope for market based lending in the US¹¹.

Regulators helped to shape shadow banking, and yet they are now concerned with the end result. Why should they care about capital market lending, and what are their policy options? Should they focus on entities, or rather on activities and market infrastructure that support the shadow bank intermediation chain? And what are the implications for the organisation of financial sector supervision?

2. WHAT SHADOW BANKING IS NOT?

The term ‘shadow banking’ was coined by Paul McCulley on 2007 to refer to non-banking credit institutions which had little transparency and were not constrained by micro prudential supervision¹². The expression was subsequently picked up by the Financial Stability Board (“FSB”) in 2011, and the first articles on shadow banking date from 2008 (Pozsar) and 2009 (Adrian and Shin)¹³. Pozsar (2008) catalogues different types of shadow banks and describes the asset and funding flows within the shadow banking system¹⁴. Adrian and Shin (2009) focus on the role of security brokers and dealers in the shadow banking system, and discuss implications for financial regulation.

Nowadays and after Basel III regulatory reforms, most of these pre-crisis activities and entities (securitisation conduits, credit lines to SPVs) are indirectly covered by capital and liquidity requirements applicable to regulated

8 Towers. 2014.

9 Tarullo, 2013: 4.

10 For the classification of intermediaries in the Portuguese financial system, Banco de Portugal, 2013: 56.

11 For international comparison of financial system structures, Deutsche Bundesbank, 2014: 21.

12 “Over the last three decades or so, the growth of banking outside formal, sovereign-regulated banking, has exploded, in something that I dubbed the Shadow Banking System”. McCulley, 2008: 4.

13 Adrian & Shin, 2009.

14 Pozsar, 2008: 14. Pozsar draws a comprehensive chart of the shadow banking system.

banks through bank consolidation rules for prudential purposes, but they are still qualified as shadow banking. On the other hand, the role of credit intermediary is increasingly also being played by new entities that operate outside the regular commercial banking system, such as money market mutual funds, private debt funds funded with retail investors, infrastructure open-end mutual funds, pension funds, to mention only a few.

Thus, in a rather concise and meaningful formulation, “shadow banking” is defined as “money market funding of capital market lending”¹⁵ or alternatively “collateral-based credit system”¹⁶: the activity of “issuing very short term money market like instruments and investing the proceeds in longer-term financial assets”.¹⁷

Shadow banking is indirect finance which excludes many non-bank-like lending activities either because they are not financial intermediation (that is, savers lending directly to borrowers) or not contingent on short-term funding (that is long-term credit is financed with long-term maturity matched funding). This is the same as saying that the narrative about shadow banking does not encompass the discussion about the whole non-bank financial system. Or, using a different formulation, non-bank financing to the economy goes far beyond shadow banking, embracing other forms of direct lending without maturity and liquidity transformation that pose little systemic risk. That said, let us focus on the so-called capital-market lending.

3. CREDIT INTERMEDIATION OF SHADOW LENDING

How do we qualify an entity that performs bank-like functions of maturity, credit and liquidity transformation and is not subject to bank prudential regulation? This is a shadow bank. While banks perform all these functions under one roof (their own balance sheet) with explicit access to central bank liquidity or public sector credit guarantees, shadow banks (financial intermediaries that play a specialised role of the shadow banking chain) need a complex network of highly specialised financial intermediaries to accomplish the same objective. With a major difference! From a finance point of view, banks as intermediaries offer liabilities (deposits) with different risk characteristics than its assets (loans) and the risks are born by subordinated creditors, shareholders,

15 Mehrling & Pozsar & Sweeney & Neilson. 2013: 2.

16 Mehrling & Pozsar & Sweeney & Neilson. 2012: 4.

17 Ricks, 2012: 1.

the central bank and the government. Thus the risk is not eliminated and the illusion comes from the fact that it is not being directly priced. On the contrary, modern shadow banking offers risk-free assets, and credit risk is transferred through capital markets (risk derivatives) in a more transparent manner but with several fragilities arising from the absence of a dealer of last resort to ensure market liquidity to assets embedded in risk instruments. But we shall come to this point later on.

Whereas initial formulation (such as FSB in 2011) emphasised the focus on the institutional nature of entities and activities (“entities and activities outside the regular banking system”¹⁸), it is now a consensual view that the organisational approach that shows both the steps of the intermediation chain and the roles played by different financial intermediaries is the best approach for regulators to qualify the financial intermediation chain and identify what remains in the shadows. And all the entities across this chain, from the origination of the loans to the very end of wholesale funding, are at any one time playing specific roles in the credit intermediation process and are called shadow banks. And this may be in three different ways¹⁹.

a. Credit, maturity and liquidity transformation

Credit transformation is the enhancement of the credit quality of debt issued by the intermediary through the use of priority of claims. For example, the credit quality of senior deposits is better than the credit quality of the underlying loan portfolio due to the presence of junior equity. Shadow banks enhancement mechanism rely on tranching techniques in a securitisation process²⁰, whereby a loan is sliced into several pieces, creating subordinated claims usually acquired by hedge funds and senior tranches for less sophisticated investors.

Maturity transformation consists in funding long-term loans through short-term deposits, which creates liquidity for the saver but exposes the intermediary to rollover and duration risks. Maturity mismatch put a strong liquidity pressure on financial intermediaries, and can lead to insolvency problems if not corrected in time. The explicit, official liquidity and credit backstops by central authorities and deposit insurance schemes (public sector safety net)

18 FSB, 2011: 1

19 Adrian & Ashcraft, 2012.

20 For a comprehensive analysis of credit enhancement mechanisms in securitisation in Portugal, Pinto & Marques, 2007.

have reduced this fragility for banks, in exchange for subjecting these institutions to oversight and regulatory capital and liquidity requirements. Shadow banks fund the aggregate amount (pool) of long-term loans through issuing short-term securities. In contrast to regulated banks, shadow banks transfer credit risk through credit default swaps and duration risk via interest rate swaps, while collaterals on short term funding replace deposit insurance schemes. However, the crisis revealed that there was a liquidity put of shadow banks on regular banks, either explicitly through backup lines of credit, contractual guarantees to special purpose vehicles and asset management subsidiaries, or implicitly where banks were forced to protect their brand. This misconception of risk contributed to the underpricing of liquidity and credit tail risks (by credit rating agencies, risk managers, and investors) that caused the credit boom in the run-up to the crisis, and explained why the cost of funding for shadow banks was not significantly higher than for normal banks.

Finally, liquidity transformation allows the banks to issue highly liquid securities that will be available at the depositor's discretion, backed by a pool of less liquid loans.

b. Intermediation chain

The intermediation chain is a useful tool to bring shadow transactions to light. Before the crisis period most of these entities and activities were not subject to bank regulation. For the most part, the post-crisis regulatory reforms aimed to extend the perimeter of microprudential regulation to these entities in an effort to eliminate regulatory arbitrage. This move contributed to the internalisation of some of the excess leverage and risk appetite of these activities, but the key difference with bank intermediation still remains. As one moves across the intermediation channel there are several steps of credit, maturity and liquidity transformation, each with specialised intermediaries. This specialisation is at the very core of the efficiency argument in favour of shadow banking versus traditional banking.

Credit Intermediation of Shadow Banking – organisational perspective

	INTERMEDIATION STAGE	ENTITIES	ACTIVITY	FUNDING INSTRUMENTS
	↓	↓	↓	↓
ULTIMATE BORROWER				
↑ INTERMEDIATION CHAIN ↓	Loan origination / servicing	Banks, Non-Bank finance companies	Origination of loans, receivables, and mortgages	CP, MTN, Bonds
	Aggregation of loans	Single- and multi-seller conduits	Loan warehousing	ABCP
	Administration (via conduits) and underwriting	broker-dealers' ABS syndicate desks.	ABS issuance	ABS, Repo
	Rating	Rating Agencies	Security rating	n.a.
	Aggregation of ABS	Trading books	ABS warehousing	ABCP, Repo, Total return swaps
	Administration (via conduits) and underwriting	broker-dealers' ABS syndicate desks.	ABS CDO issuance	ABS, CDO
	Intermediation	LPFCs, SIVs, SACs, and credit hedge funds	ABS Intermediation	ABCP, MTN, Repo, Bonds, Capital notes
ULTIMATE SAVER				

NOTES: CP – commercial paper, MTN – medium-term notes, ABCP – asset-backed commercial paper , ABS – asset-backed securities, REPO – repurchase agreement, CDO – collateralised debt obligation, LPFCs – limited-purpose finance companies ; SIVs – structured investment vehicles, SACs – securities arbitrage conduits; RMBS – residential mortgage-backed securities.

SOURCE: Adapted from Adrian & Ashcraft & Cetorelli, 2013: 5, 30.

How does the chain work? It all starts with a loan originator at the beginning. Regulated bank entities evolved from the “originate to hold credit intermediation model” to the “originate to distribute model” and maintained an important role in “feeding” the shadow banking system in their role at loan

origination²¹. For term loans, shadow banking organisations have emerged as ever more important investors over the past twenty years. This is particularly marked in infrastructure finance where the funding gap is inspiring intermediaries and regulators to create new structures to transfer long-term loans from banks' books and leave room for new financing. This is being achieved under two alternative structures. Collective investment vehicles pool money from retail investors (mutual fund profile) or from qualified investors (alternative investment funds – "private equity" profile) and invest either in infrastructure loans, or in greenfield / brownfield projects. These structures tend to be shadow banks because they combine a certain degree of maturity and liquidity transformation with the possibility of early redemptions, making them vulnerable to bank runs. These intermediaries are not subject to bank regulation. The second set of solutions is based on non-bank financial entities, geared exclusively for the purchase of bank loans ("senior loans") related to infrastructure projects. These non-bank entities fund the pooling of loans through medium-term notes or covered bonds.

Also needed in the intermediation chain is an issuer of securities, an underwriter in charge of the placement of the securities, a servicer to take care of the revenue stream associated with the securities, a trustee – essentially a delegated monitor for the ultimate investors of the securities, and an entity to perform the role of enhancer, providing liquidity and/or credit guarantees to boost the quality of these issuances.

The funding of all the above activities and entities is conducted in wholesale funding markets by providers such as regulated and unregulated money market intermediaries, and direct money market investors (such as securities lenders). In addition to these cash investors, which fund shadow banks through short-term repo, CP, and ABCP instruments, shadow banks are also funded by fixed-income mutual funds, pension funds, and insurance companies, which invest in their longer-term MTNs and bonds²².

One additional question about the broader perimeter of shadow banking. Should shadow banking, or at least the concept of a shadow banking network, be limited to the provision of financial products and services by shadow banks, or should it also embrace the mediums used by shadow banks to provide those products and services? While the core of shadow banking operates through

21 Adrian & Ashcraft & Cetorelli, 2013: 9

22 Adrian & Ashcraft & Cetorelli, 2013: 5.

these markets (securitisation, repo lending, risk derivatives), we lean towards a broader definition of shadow banking to “mean not only the provision of financial products and services by shadow banks, but also the financial markets used to provide those products and services”²³.

4. SHADOW BANKS – HOW BRING THEM TO LIGHT?

a) Financial Stability Board

In November 2010 the G20 requested that the Financial Stability Board (FSB) in collaboration with other international standard-setting bodies develop recommendations to strengthen the oversight and regulation of the shadow banking system. The first official definition put forward by the FSB in 2011 stated that “shadow banking system” was broadly described as “credit intermediation involving entities and activities outside the regular banking system”²⁴.

The first criticism made of this formulation signalled that this was too broad a definition because not all entities outside the regular banking system involved in credit intermediation were bank-like lenders, and not all pose systemic risks. So the FSB advised “authorities to narrow the focus for policy purposes to the subset of nonbank credit intermediation where there are (i) developments that increase systemic risk (in particular maturity/liquidity transformation, imperfect credit risk transfer and/or leverage), and/or (ii) indications of regulatory arbitrage that is undermining the benefits of financial regulation”. This approach allows “authorities to concentrate their focus on “credit intermediation” so that, for example, “pure equity trading and foreign currency transactions would be excluded”. So the proposed approach of FSB is to have a “wide – net” surveillance focusing in particular on “entities and activities outside the regular banking system”. And within this macro landscape “focusing on credit intermediation that takes place in an environment where prudential regulatory standards and supervisory oversight are either not applied or are applied to a materially lesser or different degree than is the case for regular banks engaged in similar activities”²⁵.

²³ Schwarcz, 2012: 622.

²⁴ FSA, 2011a: 1

²⁵ FSA, 2011a: 3.

The second line of criticism of the official definition pointed out that it “describes shadow banking activities as operating primarily outside banks²⁶. But in practice many shadow banking activities, e.g. liquidity puts to securitization SIVs, collateral operations of dealer banks, repos, etc., operate within banks”²⁷. For those who raised this argument, the substance of shadow banking does not rely on the institutional approach, but rather on the ultimate backstop for funding. Thus an alternative definition of shadow banking would be: “all financial activities, except traditional banking, which require a private or public backstop to operate”. In response to this view, the FSB changed its definition slightly, describing shadow banking as “credit intermediation involving entities and activities (fully or partially) outside the regular banking system.”²⁸

b) European Commission

The European Commission picked the FSB’s definition and focused its regulatory work around five shadow banking-like entities and two financial intermediary activities. The former are (1 – Special purpose entities that perform liquidity and/or maturity transformation, 2 – MMFs and other types of investment funds or products with deposit-like characteristics, 3 – Investment funds, including Exchange Traded Funds (ETFs), that provide credit or are leveraged, 4 – finance companies and securities entities providing credit or credit guarantees or performing liquidity and/or maturity transformation, without being regulated like a bank, and 5 – Insurance and reinsurance undertakings which issue or guarantee credit products), while the intermediary activities are (a – Securitisation, b – Securities lending and repo)²⁹. In its “Communication on shadow banking” in 2013 the European Commission provided a comprehensive overview of measures addressing existing and potential systemic risk in the area of shadow banking³⁰.

26 The European Central Bank has also defined shadow banking as beyond the realm of banking regulation: “In broad terms, shadow banking refers to activities related to credit intermediation and liquidity and maturity transformation that take place outside the regulated banking system”. ECB 2012: 4.

27 Claessens & Ratnovski, 2014: 3.

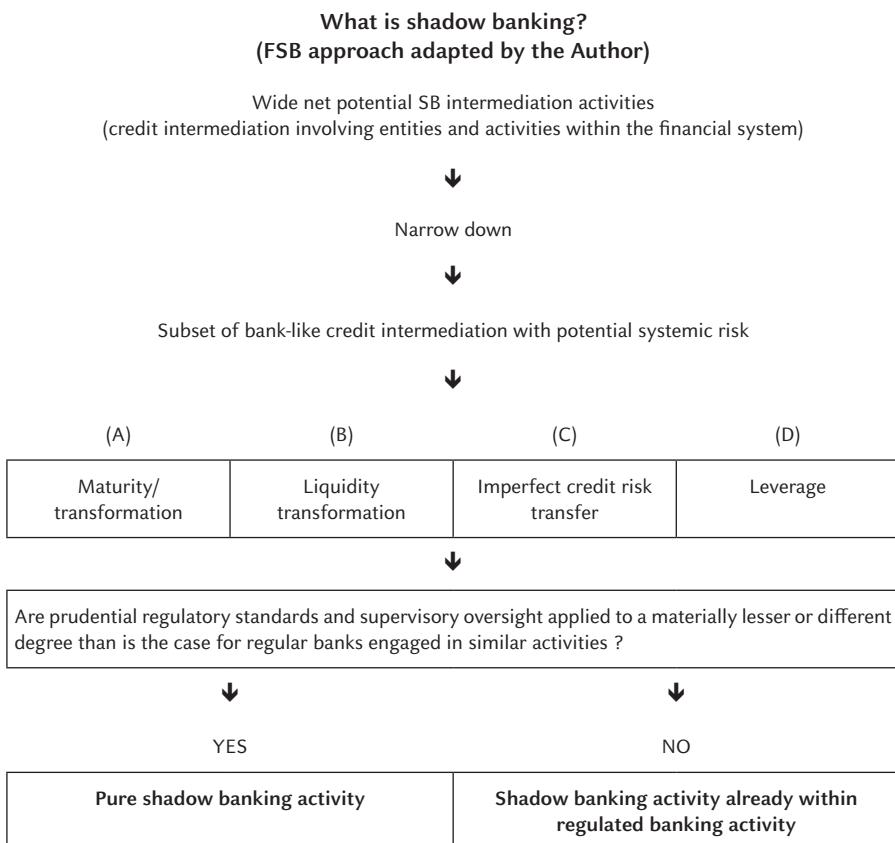
28 FSB 2012b: ii.

29 European Commission, 2012: 4.

30 European Commission, 2013: 6.

c) Proposed methodology

Our proposed methodology for the identification of shadow bank activities is based on the FSB approach adapted to a decision tree diagram that follows through the wide net of credit intermediation activities, to filter those that perform bank-like credit intermediation and thus pose systemic risk, from the rest that have little in common with indirect finance carried out by bank-like lending activity. The algorithm therefore goes like this: is the activity related to credit intermediation? Assuming the answer is positive, is it qualified as bank-like credit activity? And lastly, is it subject, directly or indirectly, to any sort of bank regulation?



SOURCE: Author

Our methodology draws from a functional approach to challenge all specific intermediation services that perform bank-like credit intermediation, regardless of where they are in or out the regular banking system, to assess either they are not within prudential regulation (pure shadow banking), or if they are already within the perimeter of prudential regulation. A rather useful proxy to identify pure shadow banking activities is to assess whether they require a private or public backstop to operate. As we argue later on, shadow banking needs a dealer of last resort to provide market liquidity to money market and capital dealers.

In 2013 the FSB emphasised the “focus on credit intermediation activities by non-bank financial entities that are close in nature to traditional banks (i.e. credit intermediation that involves maturity/liquidity transformation, leverage and/or credit risk transfer), while excluding non-bank financial entities that do not usually involve significant maturity/liquidity transformation and are not typically part of a credit intermediation chain (e.g. pension funds)”³¹.

The FSB also complemented the definition of non-bank financial entities performing bank-like credit intermediation with five additional principles that refer to functions usually performed by shadow bank intermediaries. By referring to the framework of five economic functions (or activities), regulators should be able to identify the sources of shadow banking risks in non-bank financial entities in their jurisdictions from a financial stability perspective. These five economic functions are:

1. Management of collective investment vehicles³² with features that make them susceptible to runs³³
2. Loan provision that is dependent on short-term funding
3. Intermediation of market activities that is dependent on short-term funding or on secured funding of client assets
4. Facilitation of credit creation
5. Securitisation-based credit intermediation and funding of financial entities

³¹ FSB, 2013: 3.

³² Collective investment vehicles (CIVs) include investment vehicles/funds/accounts established for pooling client assets for one or more than one investor.

³³ Susceptibility to runs includes redemption risks by investors as well as rollover risk by counterparties.

If the activities under scrutiny do not perform any of these five economic functions, the risk for financial stability is tolerable even if they fit into any of the four main features of bank-like credit intermediation.

FSB advises specific metrics to capture shadow bank activities fitting into this matrix³⁴. We provide below a few examples of these metrics.

Maturity transformation

For the analysis of maturity transformation, regulators should be able to assess the extent to which short-term liabilities are used to fund long-term assets for credit provision by financial entities and/or a credit intermediation chain. For this purpose they should obtain “weighted-average maturity” of assets and liabilities for the relevant financial entities where appropriate. Classifying the remaining maturity, or at least the original maturity, of assets and liabilities would also be desirable. Authorities should, where appropriate, strive to classify by five “maturity buckets”. They are: (i) on demand; (ii) overnight to 1 month; (iii) 1 to 3 months; (iv) 3 months to 1 year; and (v) more than 1 year. Depending on the entities and/or activities, more granular buckets may be desirable. The risks of maturity transformation are amplified when the entity performs the management of collective investment vehicles with redemption features that make them susceptible to runs.

Liquidity transformation

Authorities should be able to assess the degree of liquidity transformation supporting credit provision within entities and/or a credit intermediation chain. Liquidity transformation is very difficult to measure but one possible method is to use information on secondary market depth of financial instruments, whether they are traded on exchanges or over the counter (OTC), and other liquidity indicators such as developments in margins/haircuts and bid-ask spreads both in stressed and normal times as proxies. Whether the instruments are accepted as collateral at central banks may also be considered in assessing their degree of liquidity. To assist in this exercise historical examples of worst-case liquidity may be obtained for various asset classes, such as those experienced during the height of the financial crisis.

Such examples may then be applied to current portfolio weights to estimate portfolio liquidity on an assumed historical worst-case basis.

³⁴ FSB, 2011a: 10.

Credit risk transfer

Under this heading the FSB has two concerns. One, off-balance sheet exposures (e.g. guarantees, commitments, credit derivatives, and liquidity puts) provided by financial institutions and entities in specific intermediation activities such as when a bank sells an asset to another entity with a liquidity facility secured against the asset, and may be forced to buy it back for reputational reasons. The second area of concern is the appropriateness of credit risk mitigation techniques used by bank and non-bank financial institutions when attempting to transfer credit risk, they end up by acquiring other risks (such as counterparty credit risk, operational risk or liquidity risk). This occurs when a bank buys credit protection, but it subsequently becomes apparent that its counterparty may not be able to meet its obligations if a credit default event occurs – the bank has transferred the original credit risk but has replaced it by counterparty credit risk, or other forms of imperfect credit risk transfer.

Leverage

Activities that perform maturity and liquidity transformation couple with leverage pose a greater risk to financial stability. Lenders may instigate runs to the fund if they suddenly pull their financing or if they become concerned about the risk exposure of the entity. The information collected for computing the leverage ratio under the Basel III framework is useful for calculating leverage ratios.

5. EXAMPLES OF SHADOW BANKING STRUCTURES

a) Money market mutual funds

Money market mutual funds (“MMMFs”) are open-ended mutual funds that invest in short-term securities such as Treasury bills, commercial paper (including ABCP), and repo. MMMFs were first created in 1971 in response to Regulation Q, which restricted the interest that commercial banks can pay on deposits. In the European Union, MMMFs fit into the “UCITS” or “undertakings for the collective investment in transferable securities” Directive 2014/91/EU, transposed in Portugal by the Decree-Law D nº 63-A/2013, May, 10th. The European legislation draws a clear line between “pure” money market funds that follow rather restricted requirements in terms of portfolio composition and management policies aimed at maximizing investor protection, and alternative money market mutual funds (Directive 2011/61/EU of

the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers), which are not harmonised in the sense that have more relaxed rules in terms of management policies. Money market funds have represented an alternative to bank deposits from investors' point of view, with yields that are typically more attractive than bank deposits.

In a mutual fund there is no credit transformation intermediation, because it is mainly pooling of risk through diversification, and not much transformation of risk. By design, units of participation (or shares if the undertaking is on the corporate model) have exactly the same risk properties as the underlying pool of money market instruments or bonds and all units and shares rank the same preference in case of insolvency.

So, why should regulators care about MMMFs? Because they may pose systemic risks due to vulnerability to runs combined with the fact that they perform maturity and liquidity transformation. Being redeemable at any time, they can face large-scale redemption requests within a short time period and/or have to roll over positions if the vehicles come under stress or operate in stressed market environments as investors seek to redeem their shares to limit losses or engage in flights to quality. A run can prompt affected vehicles to engage in fire sales, which may spread the adverse effects of the run to other CIVs and the broader markets if the fire sales temporarily distort or dislocate market liquidity and/or pricing.

It is worth mentioning that a report published by the European Commission concluded that MMFs were not a cause of the financial crisis: "Activities of money market funds were not the underlying causes of financial instability during the financial crisis per se. Money market funds were, however, subject to the proximate causes of the crisis. For instance, the collapse of the market for asset-backed commercial paper led investors to withdraw from money markets due to perceptions over MMFs' exposures to asset backed commercial paper (ABCP)."³⁵ The report found that MMFs were nevertheless affected by the crisis and became part of a "feedback loop".

b) Non-banks in direct lending and private debt markets

The more stringent regulatory requirements of Basel III and the implementation of the Single Supervisory Mechanism in the newly created European Banking Union raise the need for banks to repair and deleverage their business

³⁵ European Commission, 2012b: 64.

models. This is not an issue for the large corporates, which can access credit outside the banking system relatively easily by issuing bonds or other debt instruments in the public market. However the same is not true for small and medium-sized enterprises (SMEs), which often do not possess the critical size to do so. The securitisation market is not an option either, because it is still recovering from the sub-prime crisis and the uncertainty surrounding the regulatory framework. The rationale for SMEs applies also for infrastructure projects. While banks still play a major role in the lending portion of the project finance mix, there is an increasing role for debt infrastructure funds to fill in the funding gap³⁶. These constraints create opportunities for the advent of several models of “direct lending” that take the form of three different structures³⁷: “bilateral lending” or “private placement”, “specialised loan funds” and “co-origination with a bank”.

Bilateral lending or private placement

Bilateral lending has a long tradition in some markets such the ‘private placement’ market in the US. In Europe large insurance companies, such as Allianz and AXA, set up new dedicated debt teams to invest in corporate loans, commercial real estate. In the infrastructure space (particularly in public infrastructure) this bilateral lending started to look to brownfield projects (less risky because they are already in operational phase). However, pension funds are already looking into more risky greenfield projects³⁸ such as motorway projects and care homes for the elderly (to name only two).

Specialised loan funds

A collective investment vehicle pools a number of loans together and non-bank investors buy shares in the funds. By the use of pooling and diversification, this is economically similar to securitisation, although there are some differences. A loan fund is not tranches into slices of different seniority. In addition, many loan funds can have long reinvestment periods, and potentially

³⁶ For legal structures of collective investment vehicles in infrastructure finance: Gonzaga Rosa, 2015: 691-763.

³⁷ FSB, 2013a: 40.

³⁸ The M8 motorway’s Shawhead Junction (Scotland) was planned to be financed (£350 million) by loans from the European Investment Bank, the German insurer Allianz and from a large UK pension fund, the GEC 1972. “Pension funds finance the high road...”, available from: <http://www.efinancialnews.com/story/2014-04-07/pension-funds-infrastructure-investment-scotland>

are infinitely long-lived, while securitization vehicles have a finite life. Investors in loan funds are generally non-banks that cannot develop an in-house credit selection and assessment capacity and/or want to diversify exposures.

Leveraged finance through alternative investment funds is a riskier version of this model. Loans to firms with non-investment-grade credit ratings are generally referred to as leveraged lending, and include two broad loan purposes. The first is regular corporate lending, including the funding of capital expenditures and working capital. The second is event-driven financing, for example to fund the leveraged buyout of a publicly traded company by a private equity firm. Leveraged loans are typically structured as five- to seven-year floating-rate balloon loans with limited amortization, which makes their performance highly dependent on refinancing conditions and the state of equity markets³⁹.

Specialised loan funding is conducted through private equity funds (they leverage their expertise of identifying target companies for acquisition purposes, and extend it to debt financing) and there is a growing trend for these structures to be quoted on stock exchanges. Traditionally these structures operate as closed-end funds but the pressure of being public forces them to respect a certain profile of dividend distribution, namely when they target retail investors. Professional investors prefer tax efficient structures that have hardly any dividend distribution. Therefore the business model of these private equity funds includes maturity and liquidity transformation and they tend to use leverage.

On the other side of the spectrum, pure private equity funds have maturity match (long-term funding for long-term lending) and very little liquidity transformation, as well as setups that are not leveraged (which have longer-term liabilities than banks and are best fitted to deal with both maturity and liquidity transformation risks). So these structures are close to direct lending and pose little risk of shadow banking. Large bank debt on these vehicles may be an issue for banks exposed to them, although these risks are already factored in by new Basel III capital and liquidity requirements for banks.

Co-originating with a bank

The third model ('co-originating with a bank') is a partnership where a non-bank insurance company and a bank enter into an agreement whereby

39 Adrian & Ashcraft & Cetorelli, 2013: 19.

the bank deploys its expertise and resources to screen the borrowers, originates the loans and distributes them to the non-bank, which provides the funding.

6. WHY CARE ABOUT NON-BANK DIRECT LENDING ?

Collective investment vehicles set up by pension funds that channel their contributions to lending with low leverage and long-dated liabilities, and direct lending performed on a bilateral basis or in co-origination with banks, are less likely to present shadow banking risks.

Similarly, loan funds that follow a private equity model under mutual funds framework, with long lock-in periods that greatly reduce the maturity and liquidity transformation risks, also pose little shadow banking risk for financial stability.

So why care about non-bank direct lending⁴⁰ ?

- a) Some specific structures can entail higher risks. For instance, some funds reportedly do not impose lock-in periods and instead rely on a cash buffer to meet redemptions, which may not be sufficient in stress situations. Other impose minimum lock-in periods of 5 years, which is much less than typical life of their infrastructure loans⁴¹.
- b) Some quoted private equity/debt funds organised as close-ended funds with promises to distribute a constant flow of dividends have put in place borrowing facilities representing a sizeable share of their assets in order to boost returns in a context of declining yields.
- c) In a context of high appetite from credit and intense search for yield from asset managers, there is a higher risk that some non-banks underinvest in credit risk assessment capacities.
- d) When supervision still remains segmented by type of financial institution, direct lending raises questions of whether insurance/securities regulators can or should regulate and/or supervise insurers, pension funds and asset managers in terms of their lending activities (e.g. credit risk, liquidity risk) in order to avoid unintended regulatory arbitrage.

40 FSB, 2013a : 43.

41 Infrastructure Debt Fund – Mutual Fund, regulated by Securities and Exchange Board of India.

7. WHY IS COLLATERAL-BASED CREDIT INTRINSICALLY DIFFERENT FROM LOAN-BASED CREDIT? INTEGRATION OF MONEY MARKETS AND CAPITAL MARKETS

Both regulated banks and shadow banks are subject to bank runs because they perform maturity and liquidity transformation, and in both systems long-term and illiquid assets are funded with short-term and liquid liabilities. However, the analogy does not go much further because they resolve insolvency and liquidity risks in different ways. To the extent that shadow banking is a collateral-based credit system without an explicit backstop, both its assets and liabilities are contingent on the volatility of both money market and capital markets and the levels of haircuts on collateralised short term funding.

The table below depicts in a rather simplified manner the dynamics of shadow banking in the run-up to the crisis, including (implicitly) the role of the central bank as both the dealer and lender of last resort and the liquidity put on the financial system arising from shadow banks, money and risk dealers.

“Liquidity put” of shadow banking: the need for a backstop

“Shadow Bank” (Capital Funding Bank)		“Global Money Dealer”		“Asset manager”	
Assets	Liabilities	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities
RMBS	MM funding	MM funding	“deposits”	“deposits”	Capital
CDS		“Funding liquidity put”			CDS
IRS					IRS
FXS					FXS
“Liquidity Put”					

Derivative Dealer	
Asset	Liabilities
CDS	CDS
IRS	IRS
FXS	FXS
“Market liquidity put”	

SOURCE: Mehrling, Pozsar, Sweeney & Neilson, 2013: 3.

The table focuses on the transactional features of the shadow banking chain, not its institutional nature. The shadow banking network performs the securitisation process (transforming loans into securities), whereby the medium and low-risk tranches were sold and the high risk tranche (risky securities) kept to use as collateral to secure specific money market funding. The risk portion of these securities was stripped out through several credit enhancements (credit default swaps, interest rate swaps and foreign exchange swaps). Why did they need credit enhancement schemes? Because secured money market funding involves a “haircut” on the value of the risky asset that is being offered as security, and this haircut creates a funding gap that needs to be filled by some other source. Various credit enhancement mechanisms were developed to turn high-haircut assets into low-haircut assets, with the ultimate objective being to obtain maximal access to available money market funding.

The Global Money Dealer can be the money dealer arm of a global bank, or a repo dealer, or a money market mutual fund sponsored by a bank. On the demand side (vis-à-vis asset managers), MMFs offer a short-term cash management tool that provides a high degree of liquidity, diversification and stability of value combined with a market-based yield. MMFs are mainly used by corporations seeking to invest their excess cash for a short time frame, for example until a major expenditure, such as the payroll, is due. On the offer side, Money Market Funds (MMFs) are an important source of short-term financing for financial institutions, corporates and governments. They therefore represent a crucial link bringing together demand and supply for short-term money.

The asset manager can be a pension fund or a non-financial corporate treasurer, or even a synthetic Exchange-Traded Fund. The only capital in the system, and the only deposit holding as well, are both on the balance sheet of the asset manager, which is as it should be, since the asset manager is the only agent facing any risk. In this simplified version he chooses to invest his capital in money market deposits and look for further yield by getting long exposure to derivatives.

The liquidity puts on both dealers represent the backstop needed both for funding (money dealers) and for derivative dealers. Money dealers are in a sense like banks for the maturity transformation, because they fund overnight markets (overnight repos) and lend in the 3-month market against collateral issued by shadow banks. Therefore they need a backstop to roll over their balance sheet on the overnight market. This is the known lender of last

resort backstop. The new part brought about by the crisis is the risk dealer system that creates pricing of different kind of risks (credit, duration, exchange rate). The crisis showed that these dealers need a market liquidity backstop to assure the saleability of underlying risky assets in the context of fire sales. If no one sets a floor for these prices they can drop rapidly close to zero and harm market liquidity.

The entry door for this system is the asset manager who fuels demand for demand-like deposits to the money dealer who in turn drives the demand to shadow banking entities. Asset managers represent large institutional investors for whom the deposit insurance scheme provided by the public sector safety net is irrelevant due to the scale of their investments. And as the crisis revealed, asset managers contributed as a source of inexpensive funding for the shadow banking system. Modern shadow banks satisfied this demand for deposit-like products by processing synthetic risk-free assets (in theory comparable to risk-free treasury bills) through a complex chain of securitisation credit enhancement techniques (credit transformation via tranching of ABS with different ratings and derivatives), and eliminating (in reality transferring) the duration risk of long-term loans via interest rate swaps (“IRS”) and the default and price risk via credit default swaps (“CDS”). By buying this guarantee of the market value of their assets, if no one else would give cash for them, the guarantor would. This could work in theory if there was a permanent market for the underlying securities of risk instruments. Indeed, at one point, the market simply vanished, leaving the guarantor with no benchmark for the value of these assets. The anatomy of the crisis showed the need of a backstop for the dealer system that offers market liquidity by offering to buy whatever the market is selling⁴².

8. CONCLUSION: WHAT IS LEFT FOR REGULATORS?

It is a paradox that regulators felt surprised with shadow banking, simply because they encouraged it as the only way to preserve banks as viable entities in the financial system⁴³. At a certain point in time banking regulators viewed the Glass-Steagall Act and other banking laws as an obstacle to the future

42 Mehrling, Pozsar, Sweeney & Neilson, 2012: 3.

43 “Shadow banking, in turn, cannot be understood without examining how law helped create that system and fuelled its growth”. Gerding, 2011: 2. Gerding explores the legal dimensions of shadow banking and explains how legal change – particularly regulatory arbitrage, deregulation, and legal subsidies – contributed to the rise of shadow banking.

viability of the banking system. The origin of shadow banking can be traced back to the 19th century in the US, with the development of commercial paper and the beginning of the death of loan-based credit. In its wake came the death of deposits in the early 1980s with the development of capital markets, and banking regulators broadened the powers of banks to enable them to remain competitive, allowing them to enter the capital markets, where they ultimately became the dominant players⁴⁴.

After the crisis, regulators are again concerned, with the financial stability of the banking system and shadow banking on the agenda.

What are the main policy options to bring banking out of the shadows from a regulatory point of view?

Shadow banking as the result of regulatory arbitrage

One set of policy options considers shadow banking as merely the result of regulatory arbitrage⁴⁵ and, as a consequence, the imposition of stringent rules on banks by extending prudential regulation to non-bank institutions will solve the problem⁴⁶. This is partly correct and is the path followed by Basel III to force regulated banks to internalise the full cost of explicit and implicit support provided to shadow bank activities. Much regulatory reform is focused on better aligning the costs and incentives for banks to provide the backstop support for these activities, with the intent of inducing more socially efficient levels of shadow banking activities⁴⁷. The same inspiration drives the creation of incentives to make the non-bank-based system of financial intermediation less leveraged, by imposing bank-like capital and liquidity requirements. The purpose is to induce dealers and money market funds to internalise the social costs of excessive leverage and risk taking. The so-called “indirect approach

44 “The financial sector progresses in new ways and directions, in particular, through a convergence between the banking and the securities transactions and financial innovation with the emergence and proliferation of products and operations, see, for example, the trend for the securitization”. Saraiva,2013: 18.

45 “Regulation typically forces private actors to do something which they would otherwise not do: (...) a riskless profit, regulatory arbitrage is generally a change in structure of activity which does not change the risk profile of that activity, but increases the net cash flows to the sponsor by reducing the costs of regulation”. Adrian, Ashcraft & Cetorelli, 2013: 11.

46 Admati, DeMarzo, Hellwig & Pfleiderer offer an economic argument for this reasoning when they claim against common sense that “bank equity is not expensive, regulators should use equity requirements as a powerful, effective, and flexible tool with which to maintain the health and stability of the financial system”. Admati, DeMarzo, Hellwig & Pfleiderer, 2011: iii.

47 Adrian & Ashcraft, 2012a: 54.

through banking regulation” to extend bank-like regulation to other financial intermediaries such as MMFs fits into this framework of regulating the whole financial system, either through direct and remote connections with commercial banks or applying the same rules to other entities. This perspective tends to emphasise “shadow” versus “traditional” banking, based on the distinction between regulated vs. non-regulated (evasion), direct government backstop vs. indirect (unauthorised).

Shadow banking as a global and inevitable outcome of financial innovation

Notwithstanding the virtues of this view, others believe that “the rise of the collateral-based credit system is just part of the broader financial globalization that is such a prominent feature of the last thirty years”⁴⁸. This school of thought portrays shadow banks as the inevitable outcome of financial globalisation through dollar funding⁴⁹, and a financial revolution where demand and supply of credit is determined through price changes (price of funding fixed in money markets and price of risk set up in capital markets) rather than through banks’ balance sheets. They also have in their favour the “specialisation of shadow banking system that facilitates a more efficient reconciliation of financing needs and the provision of funds”⁵⁰. For these believers the key question is how to regulate financial markets imagining a world of only shadow banking. This view has the virtue of shifting the research from the classical approach of addressing regulation through the boundaries of balance sheets of banks or extending the perimeter of prudential regulation to non-bank entities, to focusing on system interlinkages (money and capital markets), tail liquidity backstops, and both funding liquidity (money) and market liquidity (capital). This has been inspirational in drawing attention to the need for a dealer of last resort as a backstop, not for shadow banks, but for the dealer system supporting them. The goal of last resort should not be to set the market price of underlying assets of risk instruments, but only to set a price floor, to assure market liquidity for these securities. This discussion contaminates the

48 Mehrling, Pozsar, Sweeney & Neilson, 2012: 12.

49 The shadow banking system is a global US dollar funded market. In the crisis the FED played the role of lender of last resort through emergency currency-swap lines to five central banks, the European Central Bank, the Bank of Canada, the Bank of England, the Swiss National Bank, and the Bank of Japan. These temporary, bilateral arrangements were converted into standing facilities, allowing lenders access to global currencies when needed. Bloomberg, 2013.

50 Deutsche Bundesbank, 2014: 23.

debate about what modern central banking should be beyond the traditional boundaries of price stability.

Shadow banking requires more regulated standard transactions

The third option favours a “focus on particular kinds of transactions, rather than just the nature of the firm engaging in the transactions”⁵¹. To date, over-the counter derivatives reform is the prime example of a post-crisis effort at market-wide regulation, and the same applied with FSB proposals to reform security transactions and haircut requirements on collateralised borrowing arrangements⁵².

Last, but surely not least, shadow banking raised new challenges for the organisation of Financial Sector Supervision. Adrian & Shin (2009) showed that “only a regulatory system that has the system-wide perspective can meet the challenges ahead”⁵³. They flagged the need for a systemic regulator, with a different set of skills from the existing roles of monitoring individual institutions for their impact on system stability and investor and consumer protection. A conduct of business regulator is ill equipped to cope with a systemic crisis where the problem is not one of enforcing rules. This macroprudential systemic regulator must have a twofold role. First, it should gather, analyse, and report systemic information, which will require reporting from a broader range of financial institutions, such as hedge funds and the shadow banking system. Second, it should operate capital rules with a systemic focus. Furthermore, given the central bank’s intimate connections with the financial market through its monetary policy role, it is likely to have the best market intelligence in performing the role of macroprudential regulator.

This vision was assimilated by the G20 when they established the Financial Stability Board (FSB) (replacing the Financial Stability Forum (FSF)), and informed the cooperation between the FSB and the IMF for macroeconomic and financial forewarning risks. However, once again, theory may not

51 Tarullo, 2013: 15.

52 “These collateralized borrowing arrangements consist largely of securities financing transactions (SFTs), a term that generally refers to repo and reverse repo, securities lending and borrowing, and securities margin lending. Lenders are willing to extend credit on a secured basis because these transactions are usually short-term, over-collateralized, backed by reasonably liquid securities, subject to daily mark-to-market and re-margining requirements, and exempt from the automatic stay in insolvency proceedings”. Tarullo, 2013: 9.

53 Adrian & Shin, 2009: 14.

stand up to a reality check. The controversy in the US between the “Financial Stability Oversight Council”⁵⁴ and the Securities Exchange Commission about the regulation of MMMFs is not an eloquent argument in favour of coordination among regulators, and particularly between financial stability concerns and investor and consumer protection. In November 2012, the Council, under Section 120 of the Dodd-Frank Act, issued a proposed recommendation that the SEC implement structural reforms to mitigate the vulnerability of MMFs to runs⁵⁵. Dodd-Frank Act Section 120 authorised the FSOC to “recommend” actions to the SEC and seek public comment, although recommendations are not binding or legally enforceable, but the SEC must act or tell the FSOC why it is not acting. Only two years later, on July 23, 2014, did the SEC approve the final amendments.

54 As established under the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, the Council provides comprehensive monitoring of the stability of US financial system. The Council is charged with identifying risks to the financial stability, promoting market discipline and responding to emerging risks to the stability of the United States’ financial system.

55 FSOC, 2014: 6.

REFERENCES

- ADMATI, Anat R., DEMARZO, Peter M. & HELLWIG, Martin F. & PFLEIDERER, Paul.
- 2011 *Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Expensive*, Graduate School of Business, Stanford University, available from: <http://papers.ssrn.com>.
- ADRIAN, Tobias & ASHCRAFT, Adam B.
- 2012 *Shadow Banking: A Review of the Literature*, Federal Reserve Bank of New York. Staff Report No. 580, October, Available from: <http://www.newyorkfed.org>.
- 2012a *Shadow Banking Regulation*, Federal Reserve Bank of New York, April, available from: <http://www.newyorkfed.org>.
- ADRIAN, Tobias & ASHCRAFT, Adam B. & CETORELLI, Nicola
- 2013 *Shadow Bank Monitoring*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 638, September, available from: <http://www.newyorkfed.org>.
- ADRIAN, Tobias & SHIN, Hyung Song
- 2009 *The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report no. 382, July, available from: <http://www.newyorkfed.org>.
- 2010 *The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Staff Report no. 439, March, Revised April 2010, available from: <http://www.newyorkfed.org>.
- AGRESTI, Anna Maria
- 2013 *Non-bank financial intermediation in the euro area: current challenges for harmonized statistics*, available from : <http://www.researchgate.net>.
- ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION
- 2012 *The Role of Credit Hedge Funds in the Financial System: Asset Managers, Not Shadow Banks*, March, available from: www.aima.org.
- ANTUNES, José Engrácia
- 2014 *Instrumentos Financeiros*, 2.^a ed., Coimbra: Almedina.
- BANCO DE PORTUGAL
- 2013 *Sistema Financeiro Português: da Classificação Estatística à Abordagem Prudencial*. Caixa “1.3.1.”: Relatório de Estabilidade Financeira, Novembro, Available from: <http://www.bportugal.pt>.

BLOOMBERG

- 2013 *Central Banks Make Swaps Permanent as Crisis Backstop*, October 31, available from: <http://www.bloomberg.com/news/2013-10-31/ecb-makes-crisis-cash-lines-at-central-banks-permanent.html>.

Claessens, Stijn & Ratnovski, Lev

- 2014 *What Is Shadow Banking?* IMF Working Paper. WP/14/25. February. Available from: <https://www.imf.org>.

DELOITTE

- 2012 *The Deloitte Shadow Banking Index Shedding light on banking's shadows*, available from: <http://www.deloitte.com>.

DEUTSCHE BUNDES BANK

- 2014 *The shadow banking system in the euro area: overview and monetary policy implications*, Monthly Report March, available from: <http://www.bundesbank.de>.

DIAMOND, Douglas W.

- 2010 *Short-term Debt, Fire Sales and Financial Regulation*, University of Chicago and NBER, MEA, C. Woody Thompson Lecture, March 19, available from: <http://web.grinnell.edu>.

EUROPEAN BANKING AUTHORITY

- 2012 *Opinion of the European Banking Authority on the Commission's Green paper on Shadow Banking*, available from: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2012/shadow/public-authorities/eba_en.pdf.

EUROPEAN COMMISSION

- 2012 *Green paper on Shadow Banking* – 19.03.2012.

- 2012a *Summary – Responses Received To The Commission's Green Paper On Shadow Banking*, December.

- 2012b *Nonbank Financial Institutions: Assessment of Their Impact on the Stability of the Financial System*, Economic Paper 472, Nov.

- 2013 *Communication on Shadow Banking and Proposal on money market funds*, 04.09.

- 2013a *Reforming the structure of the EU banking sector Consultation paper*.

- 2013b *Commission Staff Working Document Impact Assessment. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Money Market Funds*.

- 2014 *Proposal on transparency of securities financing transactions*, 29.01.

EUROPEAN CENTRAL BANK

- 2012 *Shadow Banking In The Euro Area An Overview*, Occasional Paper series No 133 / april, available from <http://www.ecb.europa.eu>.

FINANCIAL STABILITY BOARD

- 2011 *Shadow Banking: Scoping the Issues A Background Note*, 12 April.

- 2011a *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board*, 27 October.
- 2012 *Securities Lending and Repos: Market Overview and Financial Stability Issues Interim Report of the “FSB” Workstream on Securities Lending and Repos*, 27 April.
- 2012a *Global Shadow Banking Monitoring Report 2012*, 18 November.
- 2012b *Consultative Document. Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. An Integrated Overview of Policy Recommendations*, 18 November.
- 2013 *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*, 29 August.
- 2013a *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*, 14 November.
- FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL**
- 2013 *Asset Management and Financial Stability*, Office of Financial Research, September, available from: www.treasury.gov.
- 2014 Annual Report, available from: www.treasury.gov.
- FREIXAS, Xavier**
- 2010 *Post Crisis Challenges to Bank Regulation*, Universitat Pompeu Fabra and CEPR, available from: <http://www.econ.upf.edu/docs/papers/downloads/1201.pdf>.
- GENNAIOLI, Nicola, SHLEIFER, Andrei & VISHNY, Robert W.**
- 2013 *A Model of Shadow Banking*, in The Journal of Finance, Vol. Lxviii, No. 4, August, available from: <http://ssrn.com/abstract=2053152>.
- GERDING, Erik F.**
- 2011 *The Shadow Banking System and its Legal Origins*, University of Colorado Law School, August, available from: <http://ssrn.com>.
- GONZAGA ROSA, José**
- 2015 ‘*Infrastructure debt funds’ – Contributos para o refinanciamento das parcerias em Portugal*, in Revista de Direito das Sociedades, Ano VI (2014), n.º 3.
- GORTON, Gary & METRICK, Andrew**
- 2010 *Regulating the Shadow Banking System*, Yale School of Management, October 18, available from: <http://papers.ssrn.com>.
- MAES, Stan**
- 2013 *Shadow banking in the EU*, in European Commission DG Internal Markets & Services, November 7-8, Available from: http://www.chicagofed.org/digital_assets/others/events/2013/international_conference/maes_110813_session200pm.pdf.

- MCCULLEY, Paul
 2008 *Global Central Bank Focus, The Paradox of Deleveraging Will Be Broken*, November, available from: <http://media.pimco.com/Documents>.
- MEHRLING, Perry
 2011 *The Old Lombard Street – The New Lombard Street, How the “FED” Became the Dealer of Last Resort*, Princeton: Princeton University Press.
 2012 *The Inherent Hierarchy of Money*, January 25, prepared for Duncan Foley festschrift volume, and conference April 20-21, available from: http://ieor.columbia.edu/files/seasdepts/industrial-engineering-operations-research/pdf-files/Mehrling_P_FESeminar_Sp12-02.pdf
- Mehrling, Perry, POZSAR, Zoltan, SWEENEY, James & NEILSON, Dan
 2012 *Bagehot was a Shadow Banker: Shadow banking, Central Banking, and the Future of Global Finance*, August 15, Institute for New Economic Thinking, available from: <http://econ.as.nyu.edu>.
 2013 *Bagehot was a Shadow Banker: Shadow banking, Central Banking, and the Future of Global Finance*, November 5, Institute for New Economic Thinking, available from: http://www.gredeg.cnrs.fr/documents/2013/mehrling_pozsar_sweeney_neilson_2013.pdf
- NOETH, Bryan J. & SENGUPTA, Rajdeep
 2011 *Is Shadow Banking Really Banking?*, in The Regional Economist, October, Federal Reserve Bank of St. Louis, available from: <https://www.stlouisfed.org>.
- ORDONEZ, Guillermo
 2015 *Sustainable Shadow Banking*, University of Pennsylvania and NBER, January, available from: <http://www.sas.upenn.edu>.
- PEROTTI, Enrico
 2013 *The roots of shadow banking*, Duinsenberg School of Finance, DSF Policy Paper Series, available from: <http://www.dsf.nl>.
- PINA, Carlos Costa
 2005 *Instituições e Mercados Financeiros*, Coimbra: Almedina.
- PINTO, João Filipe Monteiro & MARQUES, Manuel Oliveira
 2007 *O Movimento de Titularização de Activos em Portugal*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, Número 26, abril, available from: <http://www.cmvm.pt>.
- POZSAR, Zoltan
 2008 *The Shadow Bank System The Rise and Fall of the Shadow Banking System*, Moody's Economy.com, Regional Financial Review, July, available from: <https://www.economy.com/sbs>.

Pozsar, Zoltan & Singh, Manmohan

- 2011 *The Non-Bank-Bank Nexus and the Shadow Banking System*, IMF Working Paper wp/11/289, available from: <https://www.imf.org/external>.

Ricks, Morgan

- 2012 *Money and (Shadow) Banking. A Thought Experiment*, in Review of Banking and Finance Law, Vol. 31, available from: <http://papers.ssrn.com>.

SARAIVA, Rute

- 2013 *Direito dos Mercados Financeiros*, Lisboa: AAFDL.

SCHWARCZ, Steven L.

- 2012 *Regulating Shadow Banking* in Review of Banking and Financial Law, Vol. 31, No. 1, available from: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers>.

SHILLER, Robert J.

- 2012 *Finance and the Good Society*, Princeton: Princeton University Press.

SILVA, João Calvão da Silva

- 2013 *Banca, Bolsa e Seguros – Direito Europeu e Português, Tomo I – Parte Geral*, Coimbra:Almedina, 4.^a ed., 4^a ed., revista e aumentada.

WATSON, Towers

- 2014 *Top investment managers' assets reach record levels*, Towers Watson, November 10, available from: <http://www.towerswatson.com>.

DAS MEDIDAS DE RESOLUÇÃO DE INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO EM PORTUGAL – ANÁLISE DO REGIME DOS BANCOS DE TRANSIÇÃO¹

Pedro Lobo Xavier^{2 3}

ABSTRACT: This paper deals with the subject of the application of resolution measures to credit institutions, and in particular on the setting-up and the operation of bridge banks. In the post-crisis context, Resolution will be regarded as a “third way” to deal with the issues arising from both bail-out and disorderly liquidation of failing banks. Moreover, it will enhance market efficiency and reduce moral hazard. From the point of view of Portuguese framework and comparing it with the recent European Directives, this paper proceeds to a critical analysis and interpretation of the legal regime in the context of the banking crisis.

1 O presente artigo corresponde a trabalho originariamente apresentado no âmbito do I curso de Pós-Graduação “Reforma Da Regulação Financeira na Sequencia da Crise Internacional” (ano lectivo 2011/2012), tendo apenas sido corrigidos alguns lapsos. Foram feitas referências aos desenvolvimentos legislativos ocorridos após a elaboração do trabalho (Fevereiro de 2014) até à data de 29 de Maio de 2014, nomeadamente quanto à Directiva 2014/59/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, que estabelece um enquadramento para a recuperação e a resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento, e à Proposta de Lei 225-XII, já aprovada na Assembleia da República (Decreto da Assembleia 240/XII) e promulgada, tendo sido recentemente publicada como Lei n.º 46/2014, de 28 de Julho (Lei de autorização legislativa).

Posteriormente, já depois da revisão deste artigo, foi publicado, a 30 de Julho de 2014, o Regulamento (UE) n.º 806/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Julho de 2014, que estabelece regras e um procedimento uniformes para a resolução de instituições de crédito e de certas empresas de investimento no quadro de um Mecanismo Único de Resolução e de um Fundo Único de Resolução bancária.

Por outro lado, foram acolhidas no Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGCSF), pela Lei n.º 114-A/2014, de 1 de Agosto, as normas que alteraram o regime da resolução constantes da Proposta de Lei 225-XII. Acresce que uma disposição (artigo 145.º-I) deste regime foi também alterada pela Lei n.º 114-B/2014, de 4 de Agosto.

Destaque-se ainda que, a 3 de Agosto de 2014, o Banco Espírito Santo, S.A., foi objecto de uma medida de resolução, tendo-se para este efeito constituído um banco de transição, o Novo Banco, S.A.

Foi ainda publicado o Decreto-Lei n.º 157/2014, de 24 de Outubro, que, no uso da autorização legislativa concedida pela Lei n.º 46/2014, altera o RGCSF, transpondo para a ordem jurídica nacional a Directiva n.º 2013/36/UE.

Finalmente foi transposta para o ordenamento jurídico nacional a Directiva 2014/59/UE, através da Lei n.º 23-A/2015, de 26 de março, e do Decreto-Lei n.º 140/2015, de 31 de julho.

2 O autor exerce funções como jurista no Banco de Portugal, mas as opiniões expressas no presente artigo são da sua exclusiva responsabilidade, não coincidindo, necessariamente, com os pontos de vista do Banco de Portugal, do Eurosistema, ou da União Bancária (Mecanismo Único de Supervisão e Mecanismo Único de Resolução) nesta temática. Eventuais erros e omissões são da exclusiva responsabilidade do autor.

3 O presente artigo está redigido, por opção do autor, segundo as regras do antigo acordo ortográfico.

SUMÁRIO: 1. Antecedentes e contexto. 2. Razão de ordem. 3. Aplicação de medidas de resolução – princípios e disposições gerais. 3.1. Destinatários. 3.2. Finalidades. 3.3. Pressupostos. 3.4. Princípio Orientador. 3.5. Outros efeitos da aplicação de medidas de resolução. 3.6. Escolha da medida de resolução. 3.6.1. Alienação total ou parcial da actividade para uma ou mais instituições de crédito. 3.6.2. Transferência total ou parcial da actividade para um banco de transição constituído especialmente para o efeito. 4. Transferência da actividade para bancos de transição. 4.1. Natureza, objectivos, funções e organização dos bancos de transição. 4.2. Selecção e avaliação do património a transferir para o banco de transição e seus efeitos. 4.3. Alienação do património do banco de transição e sua extinção. 5. Propostas de alteração ao regime. 5.1. Explicitação do princípio “*no creditor worse off*”. 5.2. Explicitação de que a proibição de transferência de obrigações para o banco de transição não abrange os depósitos de accionistas não qualificados. 6. Conclusão.

1. ANTECEDENTES E CONTEXTO

O sector bancário foi bastante afectado pela crise financeira iniciada em meados de 2007, tendo esta situação levado os Estados e as organizações supranacionais e internacionais a adoptarem diversas medidas para restaurar a estabilidade financeira e a confiança no sistema financeiro.

Neste contexto, tornou-se patente que os mecanismos ao dispor das autoridades competentes para intervir no sistema financeiro perante situações de instabilidade, nomeadamente em instituições de crédito em dificuldades, se revelavam claramente insuficientes, uma vez que os poderes de que dispunham não eram susceptíveis de, em tempo útil, proporcionar soluções apropriadas e eficazes.

Com efeito, perante as graves dificuldades financeiras que afectaram diversas instituições de crédito, a ruptura do sistema financeiro foi evitada através de injecções de capitais públicos e da emissão de garantias pelo Estado relativamente a instrumentos de dívida emitidos por estas instituições – operações genericamente conhecidas por *bail-out*. Assim, os custos do resgate de tais instituições acabaram por ser suportados pelos contribuintes e concorreram para acentuar ainda mais o desequilíbrio das finanças públicas⁴. Para se ter uma ideia da magnitude do financiamento bastará indicar que, de acordo com um comunicado de Imprensa da Comissão em 6 de Junho de 2012⁵, entre Outubro de 2008 e Outubro de 2011, a Comissão Europeia aprovou medidas de auxílio

⁴ Como aconteceu em Portugal com a nacionalização do BPN, pela Lei n.º 62-A/2008, de 11 de Novembro.

⁵ Comissão Europeia, 2012b.

de Estado a instituições financeiras no valor de 4,5 biliões de euros, equivalente a 37% do PIB da União Europeia.

Estas medidas foram tomadas porquanto o regular funcionamento do sector bancário é considerado essencial para o funcionamento da economia e para a promoção do bem-estar dos cidadãos, uma vez que a banca permite o acesso ao crédito, a continuidade e estabilidade dos serviços de pagamentos e a protecção dos depositantes. Por esse motivo, os governos e bancos centrais consideraram ser absolutamente necessário evitar a todo o custo o colapso do sistema financeiro.

O comportamento destas entidades originou a percepção no mercado e na opinião pública de que a generalidade das instituições de crédito eram “*too big to fail*”⁶ e, deste modo, haveria uma “garantia implícita” de que os Estados não deixariam que uma instituição de crédito relevante falisse, recorrendo a mecanismos de injecção de liquidez na mesma ou, se necessário fosse, à nacionalização da referida instituição.

Ora, esta situação originou denominado *moral hazard* ou risco moral não só por parte das instituições de crédito mas também por parte de quem as financia, uma vez que os respectivos gestores seriam tentados a assumir comportamentos mais arriscados, estando convictos de que os Estados não deixariam que as instituições de crédito falissem.

Assim, vários Estados europeus começaram a adoptar medidas destinadas a suprir as referidas insuficiências e a afastar o risco moral, através da criação de regimes de resolução de instituições de crédito. Estes regimes são baseados no princípio de que deverão ser os titulares das participações sociais e os credores a suportar as perdas das instituições de crédito e não os contribuintes – via nacionalizações pelo Estado ou injecções de capital público.

Por outro lado, em termos comunitários, foi recentemente publicada, a 12 de Junho de 2014, a Directiva 2014/59/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, que estabelece um enquadramento para a recuperação e a resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento e que altera a Directiva 82/891/CEE do Conselho, e as Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/CE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e os Regulamentos (UE) n.º 1093/2010 e (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho⁷.

⁶ Demasiado grandes ou relevantes para falirem, entrando em processo de insolvência.

⁷ Disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0059&from=EN>.

Esta Directiva faz parte de um conjunto de diplomas que visam consagrar um dos pilares – o pilar da resolução⁸ – da União Bancária⁹. Concomitantemente, foi apresentada pela Comissão Europeia uma proposta de Regulamento¹⁰ que estabelece o Mecanismo Único de Resolução, tendo sido também adoptada pelo Parlamento Europeu^{11 12}.

Note-se que teria bastante interesse a realização, nesta sede, de uma análise comparativa entre a legislação nacional e a legislação comunitária que tem sido publicada. No entanto, dadas as características e as limitações inerentes ao presente trabalho, tal análise não será possível. De todo o modo, uma vez que as disposições relativas à União Bancária, neste caso sobre recuperação e resolução de instituições de crédito, terão necessariamente de ser transpostas para o ordenamento jurídico português¹³, tal análise será melhor enquadrada aquando dessa transposição.

Actualmente, na ausência de regimes específicos de resolução de instituições de crédito em vigor, que sejam aplicáveis a todos os Estados-Membros tem sido aplicada às instituições de crédito em dificuldades o regime geral da insolvência das sociedades comerciais nos Estados-Membros¹⁴ que não têm legislação nacional própria sobre resolução. Ora, tendo as instituições de crédito características próprias, distintas das restantes sociedades comerciais,

8 O Mecanismo Único de Resolução.

9 Os outros dois são: a) o Mecanismo Único de Supervisão (Regulamento (UE) n.º 1024/2013 do Conselho, de 15 de outubro de 2013, que confere ao BCE atribuições específicas no que diz respeito às políticas relativas à supervisão prudencial das instituições de crédito – <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R1024&from=PT> e Regulamento (UE) n.º 468/2014 do Banco Central Europeu, de 16 de abril de 2014, que estabelece o quadro de cooperação, no âmbito do Mecanismo Único de Supervisão, entre o Banco Central Europeu e as autoridades nacionais competentes e com as autoridades nacionais designadas (Regulamento-Quadro do MUS) – https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32014r0468_pt_txt.pdf; e b) o Fundo de Garantia de Depósitos único (Directiva 2014/49/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativa aos sistemas de garantia de depósitos – <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0049&from=EN>).

10 Cfr. <http://europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2014-0341+0+DOC+XML+V0//PT>.

11 Cfr. <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2014-0341+0+DOC+XML+V0//PT>.

12 A este propósito, cfr. o interessante artigo de Freitas, 2014.

13 Nomeadamente aquelas que sejam publicadas sobre a forma de directiva.

14 Portugal, ao contrário da maior parte dos Estados-Membros, tem um regime próprio de resolução de instituições de crédito, inserido no Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, sobre o qual nos debruçaremos nos capítulos seguintes.

suscitam-se problemas específicos, aos quais o regime geral da insolvência não dá cabal resposta. Por outro lado, mesmo nos países onde está previsto um regime próprio para a insolvência das instituições de crédito, como é o caso de Portugal¹⁵, verifica-se que o recurso a este regime se revela muitas vezes desadequado tendo em conta os objectivos da estabilidade financeira e confiança dos depositantes que se pretende salvaguardar.

De facto, da natureza da actividade exercida pelas instituições de crédito observa-se que existem certas funções que são consideradas fulcrais para a actividade económica e para a vida em sociedade – como os depósitos, a concessão de crédito e os sistemas de pagamentos –, pelo que se deve assegurar que a sua disponibilização não é interrompida.

Recorde-se também que o elevado “efeito de contágio” decorrente da insolvência de um banco não se verifica relativamente à insolvência da maior parte das sociedades comerciais. A crise financeira demonstrou que os problemas que afectam numa primeira fase uma instituição de crédito facilmente se estendem a outras entidades do sector financeiro, extravasando até as fronteiras do respectivo país. Esta situação é especialmente visível no mercado comunitário, onde as relações transfronteiriças são mais intensas e no qual abundam os grupos financeiros com presença em vários Estados-Membros, pelo que a aplicação do regime da insolvência, que acarreta a cessação de pagamentos e contém procedimentos rígidos que não salvaguardam a confiança no sistema, é passível de agravar, ao invés de reduzir, este elevado risco sistémico, comprometendo a estabilidade financeira.

Assim, é de suma importância que, perante os indícios de dificuldades financeiras por parte de uma instituição de crédito, as entidades competentes estejam habilitadas a actuar o quanto antes, de modo a evitar que a sua situação se deteriore ainda mais¹⁶. É por isso vantajosa a possibilidade de adoptar medidas que permitam ou a correcção atempada das deficiências encontradas na instituição – medidas correctivas – ou, sendo estas inexequíveis e não tendo

¹⁵ Previsto no Decreto-Lei n.º 199/2006, de 25 de Outubro, que regula a liquidação de instituições de crédito e sociedades financeiras com sede em Portugal e suas sucursais criadas noutro Estado membro, alterado pelo Decreto-Lei n.º 31-A/2012, de 10 de Fevereiro. Ao contrário da liquidação das sociedades comerciais que é precedido por um processo de insolvência, a liquidação de instituições de crédito (judicial, extrajudicial ou pré-judicial) depende da sua dissolução que pode ocorrer por vontade dos accionistas ou pela revogação da autorização pelo Banco de Portugal, não havendo assim lugar a pedido de insolvência ou a declaração de insolvência.

¹⁶ Um banco ainda solvente pode rapidamente deixar de o ser, por exemplo, na sequência de uma corrida aos depósitos.

a instituição viabilidade, permitam uma liquidação ordenada desta, sem sujeição aos procedimentos exigentes e rígidos inerentes a um processo de insolvência – medidas de resolução.

Note-se, finalmente, que a faculdade de actuar de modo rápido e eficaz, contribuindo para evitar a incerteza ou a perda de confiança no sistema bancário, pode implicar a necessidade de desrespeitar certos direitos de accionistas e credores do banco, fortemente tutelados pelo regime da insolvência e das leis reguladoras da actividade das sociedades comerciais. No entanto, tal restrição de direitos bem se compreenderá não só à luz dos princípios da estabilidade financeira e protecção dos depositantes, mas igualmente pelo papel desempenhado pelas instituições de crédito no funcionamento da economia, que reveste um relevante interesse público.

Deste modo, tendo em conta que o ordenamento jurídico português contém um regime próprio de recuperação e resolução de instituições de crédito e sociedades financeiras português, é da maior pertinência a sua análise, a qual faremos de seguida, com maior enfoque nas disposições aplicáveis aos bancos de transição.

2. RAZÃO DE ORDEM

No presente trabalho apenas abordaremos o regime referente às medidas de resolução¹⁷ de instituições de crédito, previsto nos artigos 145.º-A e seguintes do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGICSF)¹⁸, não tratando as outras medidas que o Banco de Portugal pode adoptar tendo em vista a salvaguarda da solidez financeira das instituições de crédito, dos interesses dos depositantes e da estabilidade financeira, como as medidas de intervenção correctiva e de administração provisória, previstas nos artigos 141.º a 144.º e no artigo 145.º, respectivamente¹⁹.

Deste modo, nos capítulos seguintes será analisado o regime referente à aplicação de medidas de resolução a instituições de crédito, com especial relevo

¹⁷ O termo “medidas de resolução” não corresponde ao conceito jurídico corrente de resolução, próprio do direito civil. Contudo, é a tradução mais literal do conceito legal “*resolution measures*” constante de diplomas comunitários e internacionais, sendo também a terminologia utilizada na versão portuguesa da Directiva 2014/59/EU e da proposta de Directiva que lhe serviu de base, tendo sido, deste modo, adoptada pelo legislador nacional.

¹⁸ De ora em diante, quando se indicarem artigos sem outra referência deverá ser entendido que estes se reportam ao RGICSF.

¹⁹ Do mesmo modo, não serão analisadas as normas referentes aos planos de recuperação e resolução.

para o regime referente à transferência parcial ou total da actividade para bancos de transição (artigos 145.º-G e seguintes), aludindo-se brevemente ao regime da alienação parcial ou total da actividade para uma instituição de crédito já constituída (artigo 145.º-F).

O regime referente à aplicação de medidas de resolução a instituições de crédito foi introduzido no RGICSF pelo Decreto-Lei n.º 31-A/2012, de 10 de Fevereiro. Note-se que a publicação deste diploma se insere no cumprimento dos compromissos assumidos pelo Estado português perante a União Europeia, o Banco Central Europeu e o Fundo Monetário Internacional através do *Memorando de Entendimento sobre as Condicionalidades de Política Económica* que foi assinado a 17 de Maio de 2011²⁰. Tendo em conta a sua estrutura e o conteúdo das suas normas, verifica-se uma proximidade do regime português com aquele que resultava da versão inicial da Proposta de Directiva da Comissão Europeia.

As regras relativas à criação e funcionamento de bancos de transição foram consagradas no Aviso do Banco de Portugal n.º 13/2012, de 18 de Outubro (Aviso), emanado por força do disposto no n.º 9 do artigo 145.º-G, que estabelece que “*o Banco de Portugal define, por aviso, as regras aplicáveis à criação e ao funcionamento dos bancos de transição*”.

3. APLICAÇÃO DE MEDIDAS DE RESOLUÇÃO – PRINCÍPIOS E DISPOSIÇÕES GERAIS

3.1. Destinatários

O regime da Resolução de instituições de crédito está consagrado no Capítulo IV do Título VIII (*Intervenção Corretiva, Administração Provisória e Resolução*) do RGICSF. As medidas de resolução podem ser aplicadas às seguintes instituições:

- a) Instituições de crédito com sede em Portugal e às empresas mãe de instituições de crédito²¹;

20 Sobre este regime v. estudos de Máximo dos Santos, 2012 e de Duarte Silva, 2012.

21 Numa recente alteração ao RGICSF, através da Lei n.º 64/2012, de 24 de Dezembro, que introduziu uma nova redacção ao seu artigo 152.º, foi estabelecido que as medidas de resolução previstas no referido título “*são aplicáveis, com as devidas adaptações, às empresas-mãe que tenham como filial, na aceção da alínea e) do n.º 2 do artigo 130.º, uma ou mais instituições de crédito ou empresas de investimento que exerçam as atividades previstas nas alíneas b) e c) do n.º 1 do artigo 199.º*” A sujeitas a supervisão em base consolidada, desde que se verifiquem os pressupostos legais da sua aplicação em relação a qualquer uma dessas suas filiais”. Adiante analisaremos com mais profundidade esta alteração legislativa.

- b) Empresas de investimento com sede em Portugal que exerçam as actividades de execução de ordens por conta de clientes ou de negociação por conta própria relativamente a um ou mais instrumentos financeiros, ou que estejam incluídas no mesmo perímetro de supervisão em base consolidada de uma instituição de crédito²² e suas empresas-mãe;
- c) Sucursais em Portugal de instituições de crédito com sede em países que não sejam membros da União Europeia²³;
- d) Sucursais em Portugal de instituições financeiras com sede em países que não sejam membros da União Europeia e que exerçam as actividades de execução de ordens por conta de clientes ou de negociação por conta própria relativamente a um ou mais instrumentos financeiros;
- e) As sociedades relevantes para sistemas de pagamentos sujeitas à supervisão do Banco de Portugal²⁴.

A este propósito é pertinente salientar a possibilidade de aplicar medidas de resolução às empresas mãe de instituições de crédito, tornada explícita pela recente alteração ao RGICSF, nomeadamente no artigo 152.º, efectuada através da Lei n.º 64/2012, de 24 de Dezembro. Com efeito, o Decreto-Lei n.º 31-A/2012, que introduziu no RGICSF as medidas de resolução, não previa expressamente a possibilidade de aplicar medidas de resolução a empresas mãe de instituições de crédito. Com efeito, poderia resultar de uma interpretação meramente literal do regime previsto no capítulo IV do Título VIII do RGICSF, que as referidas medidas de resolução não poderiam ser aplicadas às empresas-mãe de um grupo sujeito a supervisão em base consolidada, mas apenas às instituições de crédito, numa base individual.

Ora, é certo que tal interpretação conflituaria com o dever, previsto no n.º 10 do artigo 116.º-D²⁵, das instituições de crédito e *respectivas empresas-mãe*, apresentarem planos de resolução. Além disso, e no que especificamente diz respeito às empresas-mãe de instituições de crédito, exige-se que os planos de resolução por estas apresentados tenham por referência todas as entidades

²² Por remissão expressa do n.º 2 do artigo 199.º-I. Por razões de ordem prática não trataremos das questões relativas às empresas de investimento.

²³ Artigo 153.º.

²⁴ Nos termos do n.º 4 do artigo 117.º-B. Por motivos de ordem prática não trataremos das questões relativas a estas sociedades.

²⁵ Dever estabelecido para dotar o Banco de Portugal das condições necessárias à adequada aplicação das medidas de resolução.

integradas no respectivo perímetro de supervisão em base consolidada. Assim, afigura-se de considerar que o legislador terá pretendido que o Banco de Portugal, se considerar conveniente e depois de verificados os pressupostos legais, possa aplicar medidas de resolução também à empresa-mãe de um grupo sujeito à supervisão em base consolidada (a uma holding). Pensamos que é esse o sentido e o efeito útil da norma, até porque as instituições de crédito que fazem parte desse grupo têm, concomitantemente, o dever de apresentar tal plano de resolução. Não obstante, esta seria sempre uma questão controvertida.

De todo o modo, a alteração ao RGICSF, introduzida pela Lei n.º 64/2012, que prevê expressamente a aplicação de medidas de resolução às empresas-mãe de instituições de crédito e empresas de investimento, procurou dotar este regime de segurança e certeza jurídica e visou a eliminação de quaisquer dúvidas interpretativas que pudessem existir, o que é sempre salutar.

Assinala-se que o n.º 2 do artigo 152.º estabelece que “*a aplicação de medidas de resolução às empresas-mãe referidas no número anterior não prejudica a possibilidade de o Banco de Portugal aplicar o mesmo tipo de medidas às filiais em relação às quais se encontrem reunidos os pressupostos legais necessários para esse efeito*”. Ou seja, o legislador conferiu ao Banco de Portugal a possibilidade de, ao mesmo tempo, aplicar medidas de resolução às empresas mães e filhas, se reunidos os pressupostos, o que permite uma maior liberdade para a prossecução das finalidades da aplicação das medidas de resolução, de que falaremos seguidamente.

Por último, saliente-se a inovação introduzida pelo n.º 3 do artigo 152.º, prevendo que “*na aplicação das medidas previstas no presente título às empresas-mãe referidas no n.º 1, o Banco de Portugal procura minimizar o impacto sobre o grupo no seu todo, de modo a preservar, sempre que possível, a estabilidade e o valor do mesmo*”. Embora esta norma seja essencialmente programática, julgamos que poderá ter consequências práticas na determinação pelo Banco de Portugal dos activos e passivos que serão transferidos ou alienados por força da aplicação de uma medida de resolução. Eventualmente poderá ser julgado conveniente a transferência de determinados passivos de entidades do grupo (que são, por natureza, créditos subordinados), uma vez que tal transferência poderá ser essencial para preservar o valor do grupo, evitando falências em cadeia²⁶. Esta interpretação, para além de poder ser considerada controvertida, poderá constituir um desvio ao princípio “*par conditio creditorum*” e deverá, em princípio,

²⁶ Que poderiam ocorrer se os créditos das participadas não fossem satisfeitos e suportassem perdas, ficando na instituição intervencionada.

respeitar o princípio “*no creditor worse-off*”, que abordaremos mais adiante²⁷. Por motivos de ordem prática não desenvolveremos a parte relativa à resolução de grupos.

3.2. Finalidades

A aplicação de uma medida de resolução deve, de acordo com o artigo 145.º-A, ter como fundamento pelo menos uma das seguintes finalidades:

(a) Assegurar a continuidade da prestação dos serviços financeiros essenciais

Em geral, as instituições de crédito, mais do que qualquer outra entidade financeira, providenciam serviços financeiros vitais aos cidadãos, às empresas e à economia em geral (contas de depósito, concessão de crédito e prestação de serviços de pagamento). A interrupção abrupta destes serviços por parte de uma instituição de crédito tem, assim, um impacto muito relevante no funcionamento da economia real e no bem-estar da sociedade, uma vez que limitaria o acesso das pessoas e empresas às suas poupanças e aos meios de pagamento, impedindo-as de consumir e de fazer face às suas necessidades e aos seus compromissos contratuais.

A aferição do carácter essencial dos serviços financeiros prestados por cada instituição de crédito em particular deve ser ajustada ou adequada em função da importância e da dimensão concreta da mesma na economia e no sistema financeiro nacional, regional ou local, considerando designadamente a sua actividade global e a respectiva incidência num determinado serviço financeiro que seja particularmente relevante.

(b) Acautelar o risco sistémico

Não existe nenhuma definição consensual de risco sistémico. De todo o modo, de acordo com a alínea c) do artigo 2.º do Regulamento n.º 1092/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, relativo à supervisão macroprudencial do sistema financeiro na União Europeia e que cria o Comité Europeu do Risco Sistémico, define-se risco sistémico como “*um risco de perturbação do sistema financeiro susceptível de ter consequências negativas graves no mercado interno e na economia real*”. No parágrafo 30 do n.º 1 do artigo 2.º da Directiva 2014/59/EU define-se “crise sistémica” como “*uma perturbação do sistema financeiro suscetível de ter consequências negativas graves no*

27 Em sede da análise do princípio orientador.

mercado interno e na economia real. Todos os tipos de intermediários, de mercados e de infraestruturas financeiros são, até certo ponto, potencialmente importantes a nível sistémico”.

Em regra, o risco sistémico não é identificável pelas suas fontes, mas apenas pelos seus efeitos, sendo que o relacionamento entre as variadas componentes do sistema financeiro e as suas consequências raramente são semelhantes ao de casos anteriores. Além disso, aquele risco nunca resulta do desencadear de um único efeito, mas sim da interacção de vários. Desta forma, torna-se difícil aferir com total precisão o risco sistémico de cada instituição, embora já se tenham vindo a utilizar alguns métodos para este efeito.

De todo o modo, a dimensão da instituição de crédito, tanto a nível de volume de depósitos e número de depositantes como quanto ao tipo de serviços prestados e à sua presença territorial, é fundamental para aferir se a liquidação desordenada de determinada instituição poderá provocar um risco sistémico.

(c) Salvaguardar os interesses dos contribuintes e do erário público

Um dos elementos fundamentais da aplicação de uma medida de resolução é evitar o uso de fundos públicos para suprir falhas bancárias alheias à gestão pública. Qualquer injecção de fundos terá de ser efectuada através dos mecanismos previstos na lei²⁸, isto é através do Fundo de Resolução²⁹ e o Fundo de Garantia de Depósitos (FGD)³⁰, os quais são unicamente financiados pelo sistema financeiro. Uma eventual participação do Estado ficará absolutamente limitada à concessão de garantias ou de mútuos³¹ remunerados em condições de mercado e devidamente colateralizados³², de modo a não constituírem auxílios indevidos do Estado.

Com efeito, a afectação de fundos públicos para solucionar problemas bancários, nomeadamente através de nacionalização ou pagamento do Estado aos credores da instituição de crédito em dificuldades, não salvaguarda os interesses dos contribuintes e do erário público.

28 Ver ponto 4.2.

29 Artigos 153.º-B a 153.º-U. Abordaremos brevemente a temática relativa ao Fundo de Resolução no capítulo relativa à transferência parcial ou total da actividade para bancos de transição.

30 Artigos 154.º a 167.º-A.

31 Cfr. artigo 153.º-J.

32 Com garantias especiais (pessoais ou reais).

Assim, afigura-se essencial, tendo em conta o propósito de não prejudicar os contribuintes e os interesses públicos que o Estado deve prosseguir, evitar o dispêndio de fundos públicos em cenários de liquidação (com pagamento aos credores da instituição de crédito liquidada) ou de nacionalização.

(d) Salvaguardar a confiança dos depositantes

Uma das condições essenciais para se garantir o funcionamento adequado do sistema financeiro é a existência de confiança nesse mesmo sistema por todos os que nele participam, com especial relevância no caso dos depositantes. A quebra dessa relação de confiança é normalmente causadora de situações de desequilíbrios financeiros graves.

Neste sentido, a aplicação de medidas de resolução deverá contribuir para preservar a confiança dos depositantes, evitando-se, assim, o efeito dominó habitualmente associado à quebra dessa confiança, podendo originar “corridas aos depósitos”, afectando outras instituições do sistema financeiro e provocando, em consequência, um efeito de retracção do crédito com impacto na economia real.

Assim, afigura-se essencial para a tomada de uma medida de resolução relativamente a uma instituição de crédito, em detrimento da sua liquidação, por exemplo, que se afira o peso dos depósitos nessa instituição relativamente ao total do sistema bancário. Deste modo, poderá analisar-se se uma cessação ou suspensão de pagamentos provocada pela liquidação de uma instituição colocaria em causa a confiança generalizada dos depositantes nos seus bancos e em que medida.

Por outro lado, o grau de solidez e de resiliência do sistema bancário no momento da intervenção a realizar pelo Banco de Portugal na instituição de crédito é relevante para determinar se a confiança dos depositantes pode ser posta em causa pela não protecção dos seus depósitos (pela liquidação automática da instituição de crédito por revogação da autorização pelo Banco de Portugal, não aplicando nenhuma medida de resolução).

3.3. Pressupostos

Nos termos dos n.^{os} 1 e 2 do artigo 145.º-C, uma instituição de crédito pode ser objecto de uma medida de resolução se não cumprir, ou se se encontrar em risco sério de não cumprir, os requisitos para a manutenção da autorização do exercício da sua actividade e, ao mesmo tempo, não seja previsível que consiga, num prazo apropriado, executar as acções necessárias para regressar a condições adequadas de solidez e de cumprimento dos rácios prudenciais.

Na análise de situações concretas de instituições de crédito deverá ter-se sempre em consideração o cumprimento por estas dos rácios prudenciais fundamentais, tal como determinado pelo Banco de Portugal e pelas instituições comunitárias. O rácio fundamental é o *Core Tier 1*³³ pois este é o rácio prudencial nuclear utilizado pelas autoridades de supervisão na análise da solvabilidade das instituições de crédito³⁴.

Os fundos próprios *Core Tier 1* representam recursos com um elevado grau de permanência susceptíveis de absorverem perdas futuras não esperadas de uma instituição de crédito, permitindo que esta possa prosseguir o desenvolvimento da sua actividade numa base de continuidade, mesmo em situações adversas. Assim sendo, quando uma instituição de crédito mantém um nível de fundos próprios abaixo do mínimo regulamentarmente exigido, considera-se que a instituição de crédito não está devidamente capitalizada, ou seja, que o risco de os seus fundos próprios poderem vir a ser consumidos por perdas futuras não esperadas é excepcionalmente elevado quando comparado com o mesmo risco de qualquer outra instituição de crédito que esteja em situação regular, no que diz respeito ao cumprimento dos seus níveis mínimos de fundos próprios.

Pode considerar-se que a segurança dos fundos confiados a uma instituição de crédito ou os interesses dos depositantes e demais credores se encontram fortemente em risco quando a mesma não cumpre os limites e rácios prudenciais a que está sujeita, especialmente os níveis mínimos de adequação de fundos próprios. Estes níveis mínimos de adequação de fundos próprios representam a relação entre o montante de fundos próprios ou de algumas componentes que compõem estes fundos (*v.g. Core Tier 1*) e os riscos associados aos elementos patrimoniais e extrapatrimoniais assumidos pela instituição (*v.g. risco de crédito, risco de mercado, risco operacional*), expressos num montante total de requisitos mínimos de fundos próprios. Assim, na actividade bancária, como em qualquer outra actividade comercial, tende a existir uma relação directa entre a rentabilidade esperada e o risco, sendo tanto maior um quanto maior for o outro. É nesta dicotomia rentabilidade/risco, e tendo em

33 Cfr. Aviso do Banco de Portugal n.º 3/2011.

34 A relevância deste rácio está já evidenciada em sede de intervenção correctiva, uma vez que a alínea a) do n.º 2 do artigo 141.º estabelece que, para efeitos da apreciação do risco de uma instituição de crédito poder não cumprir normas legais ou regulamentares que disciplinem a sua actividade (n.º 1 do mesmo artigo), é particularmente considerado o “risco de incumprimento dos níveis mínimos de adequação dos fundos próprios correspondentes ao rácio de solvabilidade e ao rácio Core Tier 1”.

conta a relevância sistémica da actividade bancária nas economias modernas, que os fundos próprios visam assegurar a solvabilidade das instituições de crédito.

Assim, se houver um incumprimento grave e continuado dos rácios fundamentais por parte de determinada instituição de crédito, pode considerar-se que esta chegou a um ponto em que a sua situação financeira coloca em sério risco a segurança dos fundos que lhe estão confiados, incluindo os interesses dos próprios depositantes e demais credores, factos que consubstanciam motivos para a revogação da autorização ao abrigo do disposto na alíneas f) e h) do n.º 1 do artigo 22.º. Sendo assim, poder-se-á afirmar que tal instituição já não cumpre os requisitos para a manutenção da sua autorização. De facto, os fundamentos para a revogação da autorização reflectem situações em que as instituições de crédito já não cumprem os requisitos mínimos para manterem a sua autorização, daí o poder que é conferido ao Banco de Portugal para revogar a mesma.

Importa também sublinhar que para a aplicação de medidas de resolução se encontrar legitimada é necessário, nos termos do disposto no n.º 2 do artigo 145.º-C (já referido), que se considere “*não ser previsível que a instituição de crédito consiga, num prazo apropriado, executar as acções necessárias para regressar a condições adequadas de solidez e de cumprimento dos rácios prudenciais*”, o que pressupõe, portanto, que não basta estar verificada a situação de incumprimento, como também é necessário que se verifique incapacidade da instituição para a corrigir atempadamente.

Com efeito, se os seus accionistas tiverem o capital necessário para recapitalizar devidamente a instituição de crédito em dificuldades e decidirem fazê-lo³⁵, então não estará o preenchido um dos pressupostos para a aplicação de medidas de resolução, uma vez que é previsível que esta consiga, num prazo apropriado, executar as acções necessárias (recapitalização) para regressar a condições adequadas de solidez e de cumprimento dos rácios prudenciais.

O n.º 3 do artigo 145.º-C apresenta a seguinte listagem, meramente exemplificativa, de situações em que se considera que uma instituição de crédito está em sério risco de não cumprir os requisitos:

³⁵ Também será possível proceder-se a uma recapitalização com recurso a investimento público, nos termos da Lei n.º 63-A/2008, de 24 de novembro, “que estabelece medidas de reforço da solidez financeira das instituições de crédito no âmbito da iniciativa para o reforço da estabilidade financeira e da disponibilização de liquidez nos mercados financeiros” (republicada pela Lei n.º 1/2014, de 16 de janeiro, que procede à oitava alteração a esta lei).

- a) *se esta tiver tido prejuízos ou haja fundadas razões para considerar que a curto prazo possa vir a ter prejuízos suscetíveis de consumir o respetivo capital social;*
- b) *se os ativos se tornarem inferiores ou haja fundadas razões para considerar que a curto prazo se tornem inferiores às respetivas obrigações;*
- c) *se esta estiver impossibilitada de cumprir as suas obrigações, ou haja fundadas razões para considerar que a curto prazo o possa ficar.*

Embora a alínea a) deste artigo refira a existência, ou risco sério dessa existência, de o capital social ser consumido pelos prejuízos verificados ou prevíveis, julgamos que o legislador não estaria neste caso a utilizar o conceito de capital social na sua dimensão de cifra contabilística fixa e permanente ao longo do tempo³⁶, mas sim na sua natureza de título representativo da titularidade do património social. Este património não é mais do que a diferença entre activos e passivos da sociedade, ou seja, o denominado capital próprio que inclui o produto da soma das rubricas de capital social, reservas e resultados transitados. Na verdade, os fundos próprios de *Core Tier 1* são quase integralmente um espelho desta realidade contabilística, embora numa óptica prudencial. A deterioração dos fundos próprios de *Core Tier 1* ao ponto de os tornar inferiores – de forma relevante – aos mínimos regulamentarmente exigíveis, consubstancia um risco muito relevante de que o património dos accionistas (representado pelo capital social detido) seja totalmente consumido pelos prejuízos futuros da instituição de crédito.

O disposto na alínea b) aplica-se aos casos em que uma sociedade tem, ou está prestes a ter, capitais próprios negativos, ou seja, uma situação em tudo similar à descrita na alínea anterior. Repare-se que o Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE) estabelece no n.º 2 do seu artigo 3.º que “as pessoas colectivas e os patrimónios autónomos por cujas dívidas nenhuma pessoa singular responda pessoal e ilimitadamente, por forma directa ou indirecta, são também consideradas insolventes quando o seu passivo seja manifestamente superior ao activo, avaliados segundo as normas contabilísticas aplicáveis” (ênfase nosso).

³⁶ Tal como este está consagrado no Código das Sociedades Comerciais (CSC). A ratio da norma talvez esteja mais próxima da que fundamenta o artigo 35.º do CSC – *perda de metade capital* –, nomeadamente o seu n.º 2: “*considera-se estar perdida metade do capital social quando o capital próprio da sociedade for igual ou inferior a metade do capital social*”.

Finalmente verifica-se que o critério estabelecido na alínea c) também vai ao encontro do disposto no n.º 1 do artigo 3.º do CIRE como definição de *situação de insolvência* – “é considerado em situação de insolvência o devedor que se encontre impossibilitado de cumprir as suas obrigações vencidas”. Também este critério dá relevo à eminência e previsibilidade de uma instituição de crédito se encontrar numa situação de incumprimento, considerando não ser absolutamente necessário que tal situação já se tenha efectivamente verificado. Tal relevância poderá porventura explicar-se pela necessidade que a aplicação de medidas de resolução, com fundamento nas suas finalidades, não seja meramente reactiva, mas também de algum modo preventiva de situações de eminentemente desequilíbrio em instituições de crédito.

As medidas de resolução podem ser aplicadas pelo Banco de Portugal apenas quando o eventual recurso a outras medidas de intervenção menos gravosas, como a intervenção correctiva ou a administração provisória, se mostre inadequado e estejam preenchidos todos os requisitos legais para a sua aplicação. No entanto, note-se que “a aplicação de medidas de resolução não depende da prévia aplicação de medidas de intervenção correctiva” nem “prejudica a possibilidade de aplicação, a qualquer momento, de uma ou mais medidas de intervenção correctiva”³⁷. De acordo com o n.º 2 do artigo 139.º, a aplicação das medidas de resolução pelo Banco de Portugal encontra-se submetida aos princípios da proporcionabilidade e da adequação, enquanto princípios enformadores da sua intervenção, tendo em conta o grau de incumprimento das regras legais e regulamentares aplicáveis e a gravidade das respectivas consequências para a solidez financeira de uma instituição de crédito, para os interesses dos depositantes ou para a estabilidade do sistema financeiro.

Daqui resulta que o Banco de Portugal deverá limitar a aplicação de uma medida desta natureza àqueles casos em que não há um procedimento alternativo que atinja os mesmos objectivos, devendo assegurar que a execução da medida (incluindo todos os meios envolvidos e as consequências que daí se tiraram) é proporcional aos objectivos que se pretendem atingir.

As medidas de resolução podem ser de dois tipos³⁸:

1. Alienação (total ou parcial) da actividade de uma instituição que se encontre em dificuldades a outra instituição autorizada a desenvolver a actividade transferida;

³⁷ Cfr. n.os 4 e 5 do artigo 145.º-C, respectivamente.

³⁸ Cfr. alíneas a) e b) do n.º 1 do artigo 145.º-C.

2. Constituição de um (ou mais) banco de transição e transferência (total ou parcial) do património da instituição que se encontre em dificuldades para esse banco de transição.

3.4. Princípio Orientador

O artigo 145.º-B estabelece um princípio orientador que deve ser seguido pelo Banco de Portugal na aplicação de medidas de resolução. Nos termos do disposto no n.º 1 deste artigo, “*na aplicação de medidas de resolução, procura assegurar-se que os acionistas e os credores da instituição de crédito assumem prioritariamente os prejuízos da instituição em causa, de acordo com a respectiva hierarquia e em condições de igualdade dentro de cada classe de credores*”. Desta forma cumprem-se os objectivos preconizados na lei e garante-se alguma disciplina de mercado, mitigando-se o risco moral inerente, como referido *supra* no capítulo 2 do presente trabalho.

Por outro lado, nos termos do n.º 2 do artigo 145.º-B ressalva-se que o princípio enunciado supra “*não abrange os depósitos garantidos nos termos do disposto nos artigos 164.º a 166.º*”. Esta disposição visa proteger os depósitos que são garantidos pelo FGD e que por isso não assumem prioritariamente os prejuízos da instituição. Na verdade, mesmo sendo credores privilegiados por os depósitos garantidos pelo FGD gozarem de um privilégio creditório nos termos do artigo 166.º-A, sem aquela excepção expressa, aqueles poderiam ainda assim responder pelos prejuízos da instituição (uma vez já esgotado o recurso aos credores comuns e respeitada a hierarquia com os restantes credores privilegiados).

O RGICSF não estabelece regras que disciplinem especificamente a matéria relativa à hierarquia dos créditos existentes sobre a instituição de crédito sujeita a uma medida de resolução. Contudo, parece-nos ser pacífico que a definição dessa hierarquia deve seguir as regras de graduação constantes do CIRE, que são também aplicáveis na liquidação de uma instituição de crédito por força no disposto nas alíneas h) e i) do n.º 2 do artigo 20.º do Decreto-Lei n.º 199/2006. Assim, de acordo com n.º 4 do artigo 47.º do CIRE são:

- i) “*Garantidos*” e “*privilegiados*”, os créditos que beneficiem, respetivamente, de garantias reais, incluindo os privilégios creditórios especiais, e de privilégios creditórios gerais sobre bens integrantes da massa insolvente, até ao montante correspondente ao valor dos bens objeto das garantias ou dos privilégios gerais, tendo em conta as eventuais onerações prevalecentes;

ii) “*Subordinados*”, os créditos previstos no artigo 48.º do CIRE:

- Créditos detidos por pessoas especialmente relacionadas com o devedor³⁹, desde que a relação especial existisse já aquando da respectiva aquisição, e por aqueles a quem eles tenham sido transmitidos nos dois anos anteriores ao início do processo de insolvência;
- Juros de créditos não subordinados constituídos após a declaração da insolvência, com exceção dos abrangidos por garantia real e por privilégios creditórios gerais, até ao valor dos bens respectivos;
- Créditos cuja subordinação tenha sido convencionada pelas partes;
- Créditos que tenham por objecto prestações do devedor a título gratuito;
- Créditos sobre a insolvência que, como consequência da resolução em benefício da massa insolvente, resultem para o terceiro de má fé;
- Juros de créditos subordinados constituídos após a declaração da insolvência;
- Créditos por suprimentos.

iii) “*Comuns*”, os demais créditos.

O princípio orientador, embora possa ser considerado como uma norma meramente programática, tem uma importância e impacto decisivo na escolha da medida de resolução a aplicar, mas de forma mais relevante, na concreta aplicação de cada medida. Com efeito, na aplicação de uma medida de resolução que envolva a alienação da actividade do banco intervencionado para uma instituição autorizada a desenvolver essa actividade (n.º 1 do artigo 145.º-F) ou a transferência dessa actividade para um banco de transição (n.º 1 do artigo 145.º-G), pode considerar-se que essas transferências abrangem a totalidade ou uma parte dos passivos. Em concreto, este princípio orienta o Banco de Portugal, enquanto autoridade responsável pela aplicação das medidas de resolução, a escolher os activos e passivos que serão alienados ou transferidos, para que os accionistas e os credores da instituição de crédito assumam prioritariamente os prejuízos resultantes do desequilíbrio financeiro dessa instituição.

A especial natureza fiduciária da actividade bancária relativamente aos seus clientes, *maxime* depositantes, implica necessariamente que a manutenção dessa relação de confiança seja condição essencial para o regular funcionamento de toda a actividade financeira. São corolários deste princípio a introdução

39 As pessoas determinadas de acordo com as alíneas a) a d) do n.º 2 do artigo 49.º do CIRE.

generalizada de sistemas de supervisão prudencial e a criação de sistemas de garantia de depósitos que, pelo menos parcialmente, garantem aos depositantes a segurança de – até determinado montante⁴⁰ – não sofrerem qualquer prejuízo com a insolvência da instituição de crédito em que confiaram as suas poupanças. Todavia, em muitas situações, por exemplo devido à intrínseca importância sistémica da instituição em causa, ou mesmo devido à conjuntura económico-financeira vivida na altura em que se coloca uma situação de iminente insolvência de uma instituição de crédito, esta rede de segurança fornecida pelos sistemas de garantia de depósitos não é suficiente, tornando-se necessária estender esse rede de segurança a todos os depósitos captados por uma instituição em particular, ou até a um conjunto de instituições em situação de iminente insolvência.

A protecção dos créditos opera-se pela sua transferência ou alienação para outra instituição ou para um banco de transição (juntamente com activos), uma vez que estes serão satisfeitos pelo novo devedor. Por outro lado, os créditos que permanecerem na instituição intervencionada poderão ver a sua garantia diminuída, uma vez que a transferência dos outros créditos implica necessariamente uma transferência de activos que os contrabalancem para a entidade cessionária.

Assim torna-se necessário aferir, à luz do princípio orientador acima referido, da possibilidade legal de, ao aplicar-se uma medida de resolução, proteger diferenciadamente determinado grupos de credores, neste caso depositantes, em relação a outros. Com efeito, os depósitos até 100.000 euros beneficiam de um privilégio creditório conferido por lei, nos termos do artigo 166.º-A, enquanto a parcela que superar esse valor é considerada como um crédito comum (sendo os seus credores graduados na mesma categoria de todos os outros credores comuns, como os fornecedores ou obrigacionistas) ou subordinado, consoante a natureza do depositante.

Relativamente aos depósitos, podem colocar-se várias hipóteses para a sua transferência para outra instituição de crédito ou para um banco de transição, devendo estas ser avaliadas à luz do já referido princípio orientador:

- i) Transferência de apenas os depósitos que sejam créditos privilegiados, ou seja, aqueles que sejam cobertos pela garantia prestada pelo FGD, ou seja, até 100.000 euros por depositante;

⁴⁰ Em Portugal (bem como nos Estados-Membros da União Europeia) esse montante ascende a 100.000 euros, nos termos do artigo 166.º.

- ii) Transferência da totalidade dos depósitos, mesmo acima do montante garantido pelo FGD, com excepção daqueles cuja transferência é expressamente proibida por lei⁴¹.

Parece-nos que a primeira opção não coloca quaisquer dúvidas à luz do princípio geral de que se deve tratar todos os credores da mesma categoria de forma idêntica, de acordo com o princípio *par conditio creditorum*, que enforma o nosso regime da insolvência. De facto, tendo em conta que todos os depósitos cobertos pela garantia prestada pelo FGD beneficiam de uma privilégio creditório geral sobre o património da instituição de crédito depositária, optando o Banco de Portugal apenas pela protecção destes depósitos (e de todos os outros créditos privilegiados⁴²) estará simplesmente a proteger aqueles depositantes que beneficiam de um estatuto especial em relação aos credores comuns, nos termos das categorias de credores previstas no Código das Insolvência e Recuperação de Empresas. Com efeito, como já referido, estes credores não estão abrangidos pelo princípio orientador de que os credores e accionistas deverão suportar os prejuízos da instituição de crédito, pelo que nos parece estar vedada ao Banco de Portugal a possibilidade de imputar perdas aos titulares de depósitos garantidos pelo FGD até ao limite de 100.000 euros, devendo estes ser reembolsados ou os seus depósitos transferidos para outra instituição de crédito ou para um banco de transição.

Note-se, aliás, que não existe qualquer obrigação de salvaguardar especialmente todos os depositantes em relação aos restantes credores comuns através da aplicação de medidas de resolução (transferência para um novo devedor cuja solvência esteja assegurada). Dependendo das circunstâncias concretas de cada caso, poderá não haver quaisquer impactos sistémicos em permitir que os depósitos não cobertos pela garantia prestada pelo FGD assumam *pari passu* com os restantes credores da instituição de crédito, prioritariamente os seus prejuízos.

Contudo, como já referido *supra*, o regime da insolvência, mesmo considerando as alterações recentes à legislação especial relativa à liquidação de instituições de crédito prevista no Decreto-Lei n.º 199/2006, não assegura convenientemente os objectivos fundamentais da estabilidade financeira e a

41 Cfr. n.º 2 do artigo 145.º-H.

42 Sendo transferidos os credores garantidos na medida em que os activos que lhes servem de garantia sejam também transferidos.

protecção dos depositantes. Assim, a alienação ou transferência cingida aos depósitos garantidos de uma instituição de crédito no âmbito de um processo de resolução poderá causar bastantes inconvenientes, nomeadamente no que diz respeito ao impacto dessa solução na confiança dos depositantes de outras instituições de crédito do sistema, tornando possível a criação de um efeito de contágio difficilmente controlável *a posteriori* (como uma corrida aos depósitos). Assim sendo, em algumas situações torna-se necessário avaliar a possibilidade de se proteger a totalidade dos depósitos e não apenas os depósitos cobertos pela garantia prestada pelo FGD.

Deste modo, todos os depositantes que não estivessem excluídos da garantia do FGD⁴³ beneficiariam da alienação/transferência dos seus créditos, enquanto os créditos dos restantes credores manter-se-iam na instituição de crédito objecto da medida de resolução, passando provavelmente a usufruir assim de um património insuficiente para a garantia do total pagamento desses créditos.

Com efeito, a protecção da totalidade dos depósitos captados por uma instituição de crédito através da sua transferência no âmbito da aplicação de uma medida de resolução torna necessária a correspondente transferência de activos em valor equivalente. Tendo em conta que a aplicação de medidas de resolução pressupõe sempre a existência de dificuldades financeiras graves por parte da instituição objecto das mesmas, então tal significará que o património que permanece na instituição sob resolução será necessariamente insuficiente para garantir o integral pagamento dos créditos não transferidos. Mesmo nos casos em que o valor nominal do património que fica na instituição seja equivalente ao valor dos créditos⁴⁴, pelo menos este não terá a liquidez bastante para os satisfazer, tendo que ser alienado no processo de liquidação em condições desfavoráveis e com um desconto considerável, tornando-se deste modo claramente insuficiente.

Uma primeira objecção que se poderá levantar a esta possibilidade é a aparente contradição com princípio “*par conditio creditorum*” e com a interpretação literal do disposto no artigo 145.º-B, na medida em que alguns credores (titulares de depósitos não cobertos pela garantia prestada pelo FGD) poderiam ser tratados de forma diversa dos restantes credores comuns da mesma

43 Nos termos do artigo 165.º.

44 Casos em que a situação líquida da instituição de crédito ainda não é negativa, mas existe o risco sério de no curto prazo esta se tornar ou existir qualquer outro motivo para aplicar uma medida de resolução nos termos do artigo 145.º-C.

instituição de crédito, como os obrigacionistas ou fornecedores, na eventualidade dos créditos destes últimos não serem transferidos. Contudo, parece-nos que a conformidade com a lei deverá ser aferida à luz dos princípios gerais que norteiam o regime jurídico específico previsto no RGICSF.

No nosso entender a norma prevista no artigo 145.º-B apenas estabelece uma mera obrigação de meios e não uma obrigação de resultado. Repare-se que qualquer depositante, mesmo no que diz respeito aos depósitos cobertos pela garantia prestada pelo FGD, é sempre um credor da instituição de crédito, embora estes últimos de natureza privilegiada. Assim, caso se interpretasse esta norma como estipulando uma obrigação de resultado, então também esses depositantes deveriam assumir os prejuízos da instituição de crédito (depois de os credores comuns os assumirem na totalidade), o que é rejeitado pelo n.º 2 do referido artigo e parece ser totalmente contrário ao princípio da estabilidade financeira, bem como ao próprio estatuto privilegiado desses créditos.

Também não nos parece que a norma exija necessariamente que se garanta uma igualdade absoluta dentro de cada classe de credores. Em nosso entender é possível interpretar a norma no sentido de que a obrigação de meios (*"procura assegurar-se"*) se aplica não só à primeira oração (*"que os accionistas e os credores da instituição de crédito assumem prioritariamente os prejuízos da instituição em causa"*) como também à segunda (*"de acordo com a respectiva hierarquia e em condições de igualdade dentro de cada classe de credores"*), sendo esta uma interpretação mais conforme com o espírito do próprio regime jurídico previsto no RGICSF.

Assim, pensamos que é possível sustentar (sendo, por certo, uma interpretação susceptível de ser controvertida) que a obrigação que impende sobre o Banco de Portugal na adopção de uma medida de resolução é uma obrigação de meios, tanto na parte respeitante ao universo daqueles que devem assumir prioritariamente os prejuízos, como também no que respeita à hierarquia de credores e igualdade de tratamento entre credores da mesma classe, que poderá ceder, mediante a necessidade de salvaguarda das finalidades da medida de resolução.

Com efeito, é certo que os depósitos não cobertos pela garantia prestada pelo FGD, que não sejam detidos por pessoas especialmente relacionadas, constituem créditos comuns sobre a instituição de crédito (em igualdade teórica com todos os outros créditos não subordinados sobre a mesma). Ou seja, um crédito de um fornecedor ou um empréstimo de um investidor qualificado e profissional estão, para este efeito, dentro da mesma classe de credores dos

depositantes não cobertos. Parece-nos, contudo, que no âmbito da aplicação das medidas de resolução os próprios princípios que justificam a aplicação das mesmas podem impor um tratamento diferenciado entre alguns tipos de crédito dentro da mesma classe de credores. Neste sentido, pode defender-se a aplicação do princípio da igualdade na sua dimensão material, tratando-se de forma igual o que é igual e de forma diferente o que é diferente.

É necessário, contudo, ter em conta que do tratamento diferenciado que se aplica aos vários credores dentro da mesma classe não deve resultar uma situação em que os restantes credores (não depositantes) fiquem numa situação pior com a aplicação de uma medida de resolução do que aquilo que sucederia no caso de se permitir a entrada em liquidação da instituição em causa⁴⁵. Ou seja, deve-se garantir que a satisfação dos respectivos créditos se efectue num grau pelo menos equivalente. Trata-se do denominado princípio “*no creditor worse off*”. Deste modo, não se estará a prejudicar credores, uma vez que se assegura que eles vão receber no mínimo o que receberiam num processo de insolvência, mas a tratar favoravelmente determinados credores.

Geralmente, a liquidação efectuada no âmbito dos processos de insolvência apresenta taxas muito baixas de recuperação de valor dos activos alienados no âmbito desses processos. Assim sendo, o património final disponível para pagamento dos créditos sobre a massa insolvente é normalmente insuficiente, nomeadamente pela dificuldade em liquidar o património existente e pela necessidade de aliená-lo com grandes descontos. Já no caso da aplicação de uma medida de resolução há uma maior eficácia na preservação do valor do património da instituição de crédito em causa, pois é possível actuar de forma antecipada e proactiva, antes que se verifique uma perda de valor superior dos activos, e num momento em que a instituição de crédito ainda está em actividade, nomeadamente através de um banco de transição ou da transferência desses activos para uma instituição em actividade. Assim, comparativamente aos processos normais de insolvência, a aplicação de medidas de resolução permite, em regra, diminuir os prejuízos que terão necessariamente de ser assumidos por accionistas e credores (em todas as suas classes).

Assim, caso o Banco de Portugal, enquanto autoridade de resolução, considere que a protecção da totalidade dos depósitos é indispensável para se assegurar a estabilidade sistémica e garantir a manutenção da confiança dos depositantes, parece-nos que poderá proceder a essa mesma protecção através

45 Esta obrigação já constitui uma obrigação de resultado.

da aplicação de uma medida de resolução sem que esteja obrigado a tratar de forma idêntica todos os restantes créditos comuns. Aliás, repare-se que a finalidade prevista na alínea d) do artigo 145.º-A e que visa salvaguardar a manutenção da confiança dos depositantes não distingue entre depósitos que beneficiam da garantia do FGD e todos os outros, pelo que nestas situações a lei fornece claramente uma orientação com vista ao tratamento diferenciado dos depósitos por relação com todos os demais créditos.

Finalmente, importa ainda chamar à atenção para o facto de, a nível internacional, se estar a afastar a ideia de que todos os credores de uma instituição de crédito devem ser tratados de forma idêntica do que seria o caso num processo de insolvência. O que é necessário é garantir que o valor da instituição de crédito é preservado ao máximo com o objectivo de se garantir a estabilidade sistémica com o mínimo de custos para o erário público.

O Banking Act de 2009, nas secções 49 a 52, estabelece também este princípio “*no worse-off than in liquidation*”.

Neste ponto reveste de especial relevância a já referida Directiva 2014/59/EU, sendo expressamente consagrado o princípio “*no creditor worse off*”. O memorando explicativo incluído na versão inicial Proposta de Directiva refere, no ponto 4.4.8., que “*o enquadramento para a resolução estabelece certos princípios para a afetação das perdas que deverão ser respeitados independentemente do teor dos regimes nacionais de insolvência. Esses princípios são: a) que as perdas deverão em primeiro lugar ser totalmente afetadas aos acionistas e depois aos credores; e b) que os credores de uma mesma categoria possam ser tratados de forma diferente se isso se justificar por razões de interesse público e em particular para sustentar a estabilidade financeira. Estes princípios são aplicáveis a todos os instrumentos de resolução*”⁴⁶.

O considerando 5 da Directiva 2014/59/EU estabelece que “*esse regime [de resolução] deverá assegurar que os acionistas sejam os primeiros a suportar as perdas e que os credores suportem as perdas a seguir aos acionistas, desde que nenhum credor sofra perdas superiores às que teria sofrido se a instituição tivesse sido liquidada ao abrigo dos processos normais de insolvência, em conformidade com o princípio segundo o qual ‘nenhum credor deverá ficar em pior situação’⁴⁷, tal como especificado na presente diretiva*”. Por outro lado o considerando 50 da Directiva 2014/59/EU dispõe que “*os acionistas e credores afetados não deverão suportar perdas mais*

⁴⁶ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012PC0280&from=EN>

⁴⁷ “*No creditor worse off*”.

elevadas do que aconteceria se a instituição tivesse sido liquidada no momento em que é tomada a decisão de desencadear a resolução. Em caso de transferência parcial dos ativos de uma instituição objeto de resolução para um adquirente do setor privado ou para uma instituição de transição, a parte remanescente da instituição objeto de resolução deverá ser liquidada ao abrigo dos processos normais de insolvência. Para proteger os acionistas e credores remanescentes no quadro dos procedimentos de liquidação da instituição, estes deverão ter direito a receber em pagamento ou em indemnização pelos seus créditos, e no quadro dessa liquidação, um valor não inferior ao que se estima que receberiam se a instituição tivesse sido totalmente liquidada ao abrigo dos processos normais de insolvência”.

Por sua vez as alíneas f) e g) do artigo 34.º (*Princípios gerais que regem a resolução*) da Directiva 2014/59/EU estabelecem (respectivamente) que “*salvo disposto em contrário na presente diretiva, os credores de uma mesma categoria são tratados de forma equitativa*” e que “*nenhum credor deve suportar perdas mais elevadas do que as que teria suportado se a instituição ou a entidade referida no artigo 1.º, n.º 1, alíneas b), c) ou d), tivesse sido liquidada ao abrigo dos processos normais de insolvência de acordo com as salvaguardas previstas nos artigos 73.º a 75.º*”.

De todo o modo é necessário ter em consideração que a interpretação que temos vindo a sustentar em relação ao artigo 145.º-B, não obstante nos parecer conforme ao espírito do regime⁴⁸, não tem inteira correspondência com a letra da lei e não é isenta de dúvidas, sendo susceptível de opinião contrária, pelo que seria pertinente alguma clarificação no sentido de conferir maior certeza e segurança jurídica aos aplicadores da lei. No capítulo 5 do presente trabalho, referente a propostas de alteração ao regime *sub judice*, propor-se-á uma alteração ao princípio orientador, de modo a consagrar-se expressamente o princípio “*no creditor worse off*”⁴⁹.

48 Eventualmente poderia invocar-se que a aplicação de medidas de discriminação de credores sem recurso ao tribunal, operada apenas pela via administrativa, poderia ser desconforme à Constituição. No entanto, e sem querer aprofundar o tema, sempre se diga que as instituições de crédito não são equiparáveis às “empresas comuns” e os credores das instituições de crédito também não são equiparáveis aos credores de tais empresas. Os bens jurídicos a salvaguardar na aplicação de medidas de resolução, consagrados nas suas finalidades, parecem-nos de valor superior ao da protecção dos direitos dos credores *lato sensu* e ao princípio “*par conditio creditorum*”. O legislador ao estabelecer o regime da resolução, que afasta expressamente (pelo menos numa primeira fase) o regime da liquidação, e ao submetê-lo unicamente à autoridade e atribuições do Banco de Portugal, parece conformar-se que o tratamento dos credores seja determinado pela via administrativa, nos termos da lei. Pelo que consideramos que não estará em causa qualquer questão de constitucionalidade.

49 A este propósito abordar-se à Proposta de Lei 225-XII já aprovada na Assembleia da República (Decreto da Assembleia 240/XII) e promulgada, mas ainda não publicada (Lei de autorização legislativa). Disponível em <http://www.parlamento.pt/Paginas/DetalheUltimosTextosAprovados.aspx?BID=18139> e

3.5. Outros efeitos da aplicação de medidas de resolução

Para garantir a eficácia e o cumprimento dos objectivos da aplicação das medidas de resolução, o legislador determinou que a decisão de aplicação de uma medida de resolução por parte do Banco de Portugal produz uma série de efeitos e consequências jurídicas.

Em primeiro lugar, a aplicação de uma medida de resolução implica a suspensão automática dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização da instituição de crédito em causa⁵⁰, sendo nomeados pelo Banco de Portugal os novos membros, nos termos dos n.os 1 e 2 do artigo 145.º-D. Os membros suspensos, de acordo com o n.º 4 do mesmo artigo, “*devem fornecer todas as informações que lhes sejam solicitadas pelo Banco de Portugal, bem como prestar a colaboração que lhes seja requerida pelo Banco de Portugal para efeitos da aplicação das medidas de resolução*”.

O artigo 145.º-L estabelece que a aplicação destas medidas “*determina a suspensão, por um período de 48 horas, a contar do momento da respetiva notificação ou, se anterior, a partir do anúncio que torne pública a decisão do Banco de Portugal, do direito de vencimento antecipado, estipulado no âmbito de convenções de compensação e de novação (netting agreements), dos contratos em que a instituição de crédito visada seja parte, quando o exercício desse direito tenha como fundamento a aplicação da medida de resolução em causa*

.

Por outro lado, o artigo 147.º estatui que ficam também suspensas, no decorrer de uma medida de resolução, pelo prazo máximo de um ano, “*todas as execuções, incluindo as fiscais, contra a instituição, ou que abranjam os seus bens, sem exceção das que tenham por fim a cobrança de créditos com preferência ou privilégio, e são interrompidos os prazos de prescrição ou de caducidade oponíveis pela instituição*

.

Se a instituição objecto da medida de resolução exercer actividade de intermediação financeira, o Banco de Portugal informa a CMVM das medidas que tomar e se for possível ouve esta entidade antes da aplicação das medidas – artigo 148.º. Está em causa uma opção do Banco de Portugal sujeita a um juízo de oportunidade, devendo este verificar se estão reunidas as condições

<http://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/DetalheIniciativa.aspx?BID=38483>. Esta iniciativa legislativa visa transpor para o ordenamento jurídico português a Directiva 2013/36/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento, contendo também alterações ao regime da resolução (entre outras).

50 E, caso o Banco de Portugal o decida, o revisor oficial de contas ou a sociedade de revisores oficiais de contas a quem compete emitir a certificação legal de contas e que não integre o respectivo órgão de fiscalização.

para ouvir a CMVM, ou, pelo contrário, se tendo em conta a urgência das medidas e a sua eficácia é preferível prescindir desse procedimento. Julgamos que neste caso a cooperação com a CMVM deve ceder perante o princípio da estabilidade financeira.

Também no caso do dever de informação às autoridades do país estrangeiro onde se localizem as empresas-mãe de filiais localizadas em território português (nos termos do artigo 18.º), a lei⁵¹ admite que o seu cumprimento seja efectuado imediatamente após a tomada da medida de resolução (e não antes), se o Banco de Portugal considerar que não é possível fazê-lo antes.

Note-se aliás que, nos termos do n.º 1 artigo 146.º, as decisões do Banco de Portugal “*são consideradas urgentes nos termos e para os efeitos do disposto na alínea a) do nº 1 do artigo 103.º do Código do Procedimento Administrativo, não havendo lugar a audiência prévia dos interessados*” e que apenas “*se considerar que não existe o risco de que a execução ou a utilidade da decisão possa ficar comprometida, o Banco de Portugal deve ouvir o órgão de administração da instituição e os acionistas que forem detentores de participações qualificadas, com dispensa de qualquer formalidade de notificação, sobre aspectos relevantes das decisões a adotar, no prazo, pela forma e através dos meios de comunicação que se mostrarem adequados à urgência da situação*” – n.º 2 do mesmo artigo.

Quanto à possibilidade de impugnação, recorde-se que “as decisões do Banco de Portugal “estão sujeitas aos meios processuais previstos na legislação do contencioso administrativo”, gozando “de legitimidade ativa em processo cautelar apenas os detentores de participações que atinjam, individualmente ou em conjunto, pelo menos 10% do capital ou dos direitos de voto da instituição visada” (n.os 1 e 2 do artigo 145.º-N).

No entanto, assinala-se que, nos termos do n.º 4 do artigo 145.º-N, o Banco de Portugal tem a faculdade de invocar legítima causa de inexecução nos casos de execução de sentenças anulatórias de actos e decisões relativas à aplicação de medidas de resolução. De acordo com o artigo 163.º do Código de Processo dos Tribunais Administrativos (CPTA), a legítima causa de inexecução pode ser fundada no “grave prejuízo para o interesse público”, que se presume, até prova em contrário, por força do disposto no artigo 12.º do RGICSF. Invocada a legitimidade da inexecução inicia-se o procedimento tendente à avaliação, cálculo e fixação da indemnização a pagar pelo Fundo de Resolução aos detentores das participações sociais, nos termos do CPTA e do artigo 145.º-O do

⁵¹ Artigo 151.º.

RGICSF. Esta norma permite salvaguardar e preservar a eficácia da aplicação das medidas de resolução, que poderiam ser bloqueadas através do recurso aos meios contenciosos.

Finalmente cumpre referir que o Banco de Portugal, concomitantemente com a aplicação de uma medida de resolução e se considerar necessário à prossecução das suas finalidades, pode, relativamente às instituições intervencionadas: (i) dispensar temporariamente a observância de normas prudenciais; (ii) dispensar temporariamente o cumprimento pontual de obrigações anteriormente contraídas; e (iii) determinar “*o encerramento temporário de balcões e outras instalações em que tenham lugar transações com o público*”⁵².

3.6. Escolha da medida de resolução

Ao abrigo do da resolução previsto nos artigos 145.º-A e seguintes são duas as medidas de resolução a que o Banco de Portugal pode recorrer, a saber:

- Alienação total ou parcial da actividade para uma ou mais instituições de crédito;
- Transferência total ou parcial da actividade para um banco de transição constituído especialmente para o efeito.

De acordo com o regime de resolução, nada impede a aplicação simultânea de ambas as medidas, ou seja, parte do património seria alienado e a outra parte transferido para um banco de transição, desde que os respectivos pressupostos se verifiquem.

Passaremos a fazer uma breve descrição comparativa de cada uma das medidas em causa:

13.6.1. Alienação total ou parcial da actividade para uma ou mais instituições de crédito

A possibilidade de o Banco de Portugal determinar a alienação total ou parcial do património de uma instituição de crédito objecto de uma medida de resolução para outra instituição de crédito “saudável” está prevista no artigo 145.º-F.

A aplicação desta medida de resolução tem com vantagem primordial a garantia imediata da disponibilidade dos depósitos constituídos junto da insti-

⁵² Artigo 145.º-J, n.º 1, alíneas a), b) e c). Nos termos do n.º 3 do mesmo artigo, estas medidas “têm a duração máxima de um ano, prorrogável até ao máximo de dois anos”.

tuição de crédito em resolução, mantendo-se em funcionamento os serviços financeiros essenciais, como é o caso dos serviços de pagamentos. Além disso, por se recorrer ao funcionamento normal do mercado, tem-se considerado que esta deverá sempre ser a primeira solução a ponderar.

Relativamente à alternativa do pagamento puro dos depósitos através do FGD (típica dos processos de insolvência), esta medida apresenta como mais-valia a preservação do valor quer de uma base de clientes de depósito, quer do restante património da instituição de crédito em resolução, uma vez que o mesmo se mantém no mercado bancário, passando apenas a ser gerido por outra instituição de crédito. Esta solução é sempre economicamente mais vantajosa, uma vez que a alienação de uma carteira de depósitos tem um valor incorpóreo que é impossível replicar numa situação de mero reembolso individual de depósitos aos respectivos titulares, além de que é mais simples e menos custosa de implementar que o reembolso dos depósitos (que implica uma enorme disponibilidade financeira), além de ser mais vantajosa para o depositante e de reforçar a confiança no sistema.

Contudo, a aplicação em geral de uma medida deste tipo implica a utilização de fundos exógenos à própria instituição objecto da medida, uma vez que a sua situação financeira é normalmente caracterizada por um desequilíbrio entre os activos e os passivos. Mesmo nos casos em que pelos valores registados no balanço de uma instituição, o valor dos activos aparenta ser superior ao valor dos passivos (pelo que, no limite, seria possível transferir todo o passivo e todo os activos sem recurso a outras fonte de financiamento), quando confrontados com um cenário de necessidade venda imediata, nomeadamente em circunstâncias de crise económica e financeira (como as que ocorrem actualmente), verifica-se que os riscos de crédito e de taxas de juro associados aos créditos teriam como consequência que uma instituição adquirente impusesse um “haircut” muito elevado nos créditos a transferir, desequilibrando o balanço da instituição intervencionada e impondo enormes custos na resolução da mesma⁵³.

13.6.2. Transferência total ou parcial da actividade para um banco de transição constituído especialmente para o efeito

Esta medida está prevista no artigo nos artigos 145.º-G a 145.º-I e é normalmente utilizada como medida de “2.ª linha”, quando não existem adquirentes

53 Veja-se, *mutatis mutandis*, o caso da venda do BPN ao BIC.

interessados no património da uma instituição em resolução, ou quando a complexidade da instituição em causa é tão elevada que não se torna possível finalizar a operação de alienação em tempo útil. A grande desvantagem desta medida em relação à medida de alienação do património é o facto de não ser considerada no curto prazo uma medida de “mercado”, visto que o seu efeito consiste em transferir o património da instituição de crédito em resolução para uma entidade cuja duração é limitada e que funciona como uma antecâmara da liquidação. No capítulo seguinte desenvolveremos mais pormenorizadamente esta medida de resolução que é, em bom rigor, o cerne do presente trabalho.

4. TRANSFERÊNCIA DA ACTIVIDADE PARA BANCOS DE TRANSIÇÃO

4.1. Natureza, objectivos, funções e organização dos bancos de transição

Os bancos de transição são instituições de crédito com a natureza jurídica de banco, sendo o seu capital social⁵⁴ totalmente detido pelo Fundo de Resolução⁵⁵ com recurso aos seus fundos – n.ºs 3 e 4 do artigo 145.º-G. São constituídos por deliberação do Banco de Portugal e não estão sujeitos ao processo de autorização previsto no RGICSF para as restantes instituições de crédito, sendo que após a deliberação ficam autorizados a exercer a respectiva actividade “sem prévio cumprimento dos requisitos legais relacionados com o registo comercial e demais procedimentos formais previstos por lei, sem prejuízo do posterior cumprimento dos mesmos no mais breve prazo possível”⁵⁶.

54 Nos termos do n.º 7 do artigo 145.º-G, “o banco de transição deve ter capital social não inferior ao mínimo previsto por portaria do membro do Governo responsável pela área das finanças, ouvido o Banco de Portugal, e cumprir as normas aplicáveis aos bancos”, nomeadamente as regras relativas aos requisitos de fundos próprios.

55 O Fundo de Resolução está regulado nos artigos 153.º-B a 153.º-U e é uma pessoa colectiva de direito público, dotada de autonomia administrativa e financeira, tendo por objecto “prestar apoio financeiro à aplicação de medidas de resolução adotadas pelo Banco de Portugal e desempenhar todas as demais funções que lhe sejam conferidas pela lei no âmbito da execução de tais medidas”. As fontes de financiamento do Fundo de Resolução resultam das contribuições iniciais e periódicas das instituições financeiras participantes e também das receitas provenientes da contribuição sobre o sector bancário (que é igualmente suportada por instituições de crédito). No caso de os recursos do Fundo de Resolução não serem suficientes para fazer face às suas responsabilidades, a lei admite que o Fundo recorra a empréstimos (em particular junto do Estado, o qual também pode prestar garantias ao Fundo de Resolução para obtenção de financiamento). Por motivos de ordem prática apenas abordaremos o regime aplicável ao Fundo de Resolução quando este se relacionar com os bancos de transição.

56 De acordo com o n.º 8 do artigo 145.º-G.

Os bancos de transição têm uma duração limitada, de dois anos, prorrogável⁵⁷ por períodos de um ano, não podendo exceder a duração máxima de cinco anos, tendo por objecto a gestão, assumindo baixos riscos, de um conjunto de activos e passivos provenientes de uma instituição em dificuldades.

Em cumprimento do n.º 9 do artigo 145.º-G, o Banco de Portugal definiu no Aviso do Banco de Portugal n.º 13/2012, de 18 de Outubro, “as regras aplicáveis à criação e ao funcionamento dos bancos de transição”⁵⁸.

Os estatutos do banco de transição são aprovados na deliberação de constituição⁵⁹ e devem conter, no mínimo os seguintes elementos⁶⁰:

- a) A designação social;
- b) A sede social;
- c) O objeto social;
- d) O valor do capital social e a forma de representação das participações sociais;
- e) As competências e deveres dos órgãos de administração e de fiscalização;
- f) O modo de nomeação e exoneração dos membros dos órgãos sociais;
- g) A obrigatoriedade de reporte periódico ao Banco de Portugal;
- h) A vinculação dos membros do conselho de administração às orientações e recomendações transmitidas pelo Banco de Portugal;
- i) As operações vedadas ao banco de transição, tendo em vista a prossecução dos seus objetivos;
- j) O modo de aprovação do relatório e contas anuais;
- k) O modo de alteração dos estatutos.

Os bancos de transição, além da assembleia-geral⁶¹, têm como órgãos o conselho de administração e o conselho fiscal, que são nomeados pelo Banco

⁵⁷ Com base em fundadas razões de interesse público, nomeadamente se permanecerem riscos para a estabilidade financeira ou estiverem pendentes negociações com vista à alienação dos respetivos ativos, passivos, elementos extrapatrimoniais e ativos sob a sua gestão – n.º 12 do artigo 145.º-G.

⁵⁸ De acordo com o n.º 10 do artigo 145.º-G, “o Código das Sociedades Comerciais é aplicável aos bancos de transição, com as adaptações necessárias aos objetivos e à natureza destas instituições”.

⁵⁹ Nos termos conjugados do n.º 5 do artigo 145.º-G e do n.º 2 do artigo 3.º do Aviso.

⁶⁰ De acordo com o n.º 1 do artigo 4.º do Aviso.

⁶¹ Representada pelo accionista único, o Fundo de Resolução.

de Portugal sob proposta do Fundo de Resolução⁶². Na nomeação “é aplicável o disposto nos artigos 30.º e 31.º do RGICSF, relativamente à idoneidade, disponibilidade e qualificação profissional”, sendo qualificadas como incompatibilidades “a acumulação de quaisquer funções na instituição originária, quer enquanto membro dos órgãos sociais, quer como trabalhador dependente, bem como a manutenção de qualquer outro tipo de vínculo contratual com a referida sociedade suscetível de gerar conflitos de interesses”⁶³. A remuneração do conselho de administração é definida pela assembleia-geral e deve ter em conta⁶⁴ o disposto no anexo XI (“políticas de remuneração”) ao Decreto-Lei n.º 104/2007, de 3 de abril⁶⁵. Estas disposições visam reforçar a transparência, credibilidade e idoneidade dos órgãos sociais⁶⁶ do banco de transição.

Os membros dos órgãos de administração e de fiscalização dos bancos de transição devem obedecer a todas as orientações e recomendações transmitidas pelo Banco de Portugal, nomeadamente relativas a decisões de gestão do banco de transição⁶⁷. Não acompanhamos, neste ponto, a posição de Máximo dos Santos, quando o autor sustenta que “através deste dever de obediência, estabelecido em termos tão genéricos e radicais, retira-se qualquer margem de autonomia à administração do banco de transição face ao Banco de Portugal” e que “tomada à letra, a redação da norma parece abarcar no dever de obediência o próprio órgão de fiscalização”⁶⁸. Em primeiro lugar, saliente-se que a relação do Banco de Portugal com o órgão de fiscalização, ao abrigo da norma *sub judice*, tem sempre que ser interpretada à luz das funções deste órgão (que resultam, de um modo geral, do CSC) e dos seus deveres enquanto fiscalizador (interno) de uma instituição sujeita à supervisão do Banco de Portugal. Atenta a especialidade desta

⁶² Artigo 145.º-G, n.º 11, e artigos 7.º, n.º 1, e 8.º, n.º 1, do Aviso. É ainda estipulado que o Banco de Portugal pode deliberar, por sua iniciativa ou sob proposta do Fundo de Resolução, a substituição de membros do conselho de administração e do conselho fiscal – n.º 4 do artigo 8.º do Aviso.

⁶³ Artigo 8.º, n.ºs 2 e 3 do Aviso.

⁶⁴ De acordo com o artigo 9.º do Aviso.

⁶⁵ Na redacção dada pelo Decreto-Lei n.º 88/2011, de 20 de julho. O diploma transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva n.º 2006/48/CE (“relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício”) e regula, entre outros aspectos, a temática dos “Grandes Riscos”, nomeadamente daqueles que poderão surgir para as instituições de crédito pela política de remuneração escolhida.

⁶⁶ A remuneração do conselho deve ser definida “tendo em conta as melhores práticas aplicáveis na matéria”, nos termos do n.º 2 do artigo 9.º do Aviso.

⁶⁷ Artigo 145.º-G, n.º 11.

⁶⁸ Máximo dos Santos, 2012: 226-227.

instituição é natural que os deveres deste órgão perante o Banco de Portugal sejam mais intensos⁶⁹, sem contudo colocarem em causa a sua independência⁷⁰.

Por outro lado, como se referiu a início, não está em causa um banco normal, mas um banco de duração limitada e que é criado especificamente para o efeito de gerir com baixo risco um conjunto de activos e passivos provenientes de uma instituição em dificuldades. Nesse sentido, comprehende-se que sejam atribuídos ao Banco de Portugal alguns poderes e que esteja prevista a influência na gestão do mesmo. É que um banco de transição, embora funcione num contexto de mercado, tem como finalidade primeira o reembolso dos credores (nomeadamente o Fundo de Resolução), através da liquidação ordenada e atempada do património, além de não concorrer da mesma maneira com os outros *players*. Existe até, de certo modo, algum paralelismo com os poderes do Banco de Portugal em sede de liquidação pré-judicial, nomeadamente quanto ao tipo de operações que necessitam da sua autorização⁷¹.

Neste ponto afastamo-nos também da posição de Máximo dos Santos que defende que “*a aplicação de medidas de resolução não tem necessariamente que ser a antecâmara da liquidação. Não é forçoso que assim seja. Podem existir situações em que a aplicação destas medidas de resolução opere uma reestruturação que evite a liquidação da instituição*”. Ora, no nosso ponto de vista, tal não é possível. Não existindo (ainda) no nosso ordenamento jurídico a figura do *bail-in*⁷², após a aplicação das medidas a instituição intervencionada será, a médio prazo, dissolvida e liquida, tanto no caso dos bancos de transição (de duração limitada), para onde passam os activos de melhor qualidade, como no caso de alienação de activos para um terceiro, ficando ambos os casos a instituição em causa sem património suficiente para exercer a sua actividade⁷³. Recorde-se que o

69 A título de exemplo, veja-se o dever do órgão de fiscalização de apresentar um relatório da sua atividade, consagrado no artigo 17.º, n.º 5, do Aviso, ao Fundo de Resolução e ao Banco de Portugal, com a periodicidade definida pelo Banco de Portugal e contendo a sua apreciação relativamente à condução dos negócios sociais, tendo em conta os princípios de atuação e os objetivos estratégicos da instituição. Diga-se, em boa verdade, que o referido aviso, no qual baseamos boa parte da nossa interpretação, é posterior à publicação do artigo de Máximo dos Santos.

70 Repare-se que a alínea h) do artigo 4.º, quanto aos elementos a constar dos estatutos, refere a vinculação dos membros do conselho de administração do banco de transição às orientações e recomendações transmitidas pelo Banco de Portugal, não havendo qualquer menção ao órgão de fiscalização.

71 Artigo 7.º-D do Decreto-Lei n.º 199/2006.

72 Sobre este regime ver a Directiva 2014/59/EU.

73 Aliás, com a aplicação da medida de resolução, a autorização para exercer a actividade bancária é retirada ou, pelo menos, fortemente restringida.

artigo 145.º-M do RGICSF dispõe que “*se, após a aplicação de qualquer medida de resolução, o Banco de Portugal entender que se encontram asseguradas as finalidades previstas no artigo 145.º-A, e verificar que a instituição não cumpre os requisitos para a manutenção da autorização para o exercício da sua atividade, pode revogar a autorização da instituição de crédito que tenha sido objeto da medida em causa, seguindo-se o regime de liquidação previsto na lei aplicável*”⁷⁴.

Por fim, parece-nos que o artigo 16.º do Aviso, ao densificar o regime dos bancos de transição, desfez as dúvidas que pudessem existir quanto à falta de autonomia do órgão de administração. Estabelece este preceito que “*além do exercício dos poderes normais de gestão, cabe em especial ao órgão de administração:*

- a) Preparar e apresentar planos de atividades, com periodicidade semestral, a submeter ao Banco de Portugal e ao Fundo de Resolução;*
- b) Pautar a sua atuação pelo objetivo de maximizar o valor dos ativos recebidos com vista a potenciar a sua alienação em condições favoráveis;*
- c) Dinamizar a atividade operacional em termos que permitam preservar o valor do negócio;*
- d) Dar cumprimento às orientações e recomendações transmitidas pelo Banco de Portugal, ao abrigo das respetivas competências legais”.*

Com efeito, o conselho de administração do banco de transição não será um mero *factótum* do Banco de Portugal⁷⁵. Assim, parece-nos que as orientações e recomendações do Banco de Portugal serão de carácter genérico, nomeadamente quanto às grandes linhas de rumo a trilhar, tendo também o poder de acompanhar e fiscalizar a actividade deste órgão através dos seus relatórios periódicos⁷⁶ previstos no artigo 17.º do Aviso.

Por fim, no que concerne à alienação do património do banco de transição, cuja matéria desenvolveremos posteriormente⁷⁷, também se verifica que a inter-

74 Note-se que a revogação não ocorre automaticamente após a aplicação da medida, mesmo que a instituição não cumpra os requisitos, uma vez que poderá ser relevante aguardar um intervalo de tempo necessário para sedimentar a mesma medida. Esta situação é especialmente importante no caso da transferência de activos para um banco de transição e das especiais relações que importará manter entre as duas entidades durante algum tempo.

75 Como parece sustentar Máximo dos Santos.

76 Estes devem conter, no mínimo, a evolução dos elementos patrimoniais e extrapatrimoniais do banco de transição, as perspectivas de alienação do seu património e os factores adversos que possam afectar o exercício da sua actividade.

77 Ponto 4.3.

venção do conselho de administração é relevante, podendo praticar actos de disposição dentro dos seus poderes de gestão, além de assessorar o Banco de Portugal, no exercício dos poderes desta entidade.

O banco de transição deve ainda obedecer, no desenvolvimento da sua actividade, a critérios de gestão que assegurem a manutenção de baixos níveis de risco⁷⁸. Concretiza o artigo 15.º do Aviso, estatuindo que “*o banco de transição rege a sua atividade com subordinação aos princípios da eficiência na gestão dos custos e da limitação de riscos, de acordo com as orientações definidas pelo Banco de Portugal*” e que “*o banco de transição assegura a continuidade da prestação de serviços financeiros inerentes à atividade transferida, bem como a administração dos ativos, passivos, elementos extrapatrimoniais e ativos sob gestão recebidos nos termos dos n.º 1 e 2 do artigo 145.º-G e da alínea a) do n.º 5 do artigo 145.º-H do RGICSF com vista à valorização do negócio desenvolvido, procurando proceder à sua alienação, logo que as circunstâncias o aconselhem, em termos que maximizem o valor do património em causa*”.

4.2. Selecção e avaliação do património a transferir para o banco de transição e seus efeitos

De acordo com o n.º 1 do artigo 145.º-G, “*o Banco de Portugal pode determinar a transferência, parcial⁷⁹ ou total, de ativos, passivos, elementos extrapatrimoniais e ativos sob gestão de uma instituição de crédito para um ou mais bancos de transição para o efeito constituídos, com o objetivo de permitir a sua posterior alienação a outra instituição autorizada a desenvolver a atividade em causa*”⁸⁰. O n.º 2 do mesmo artigo possibilita que os elementos a transferir sejam provenientes de duas ou mais instituições de crédito, desde que incluídas no mesmo grupo. A selecção do património a transferir é realizada pelo Banco de Portugal⁸¹, atentas as finalidades e o princípio orientador já analisados *supra*.

78 Artigo 145.º-G, n.º 13.

79 Note-se que o n.º 13 do artigo 145.º-H dispõe que “*a eventual transferência parcial dos ativos, passivos, elementos extrapatrimoniais e ativos sob gestão para o banco de transição não deve prejudicar a cessão integral das posições contratuais da instituição de crédito originária, com transmissão das responsabilidades associadas aos elementos do ativo transferidos, nomeadamente no caso de contratos de garantia financeira, de operações de titularização ou de outros contratos que contenham cláusulas de compensação ou de novação*”. Este preceito entende-se pela especial natureza dos contratos em causa e da conexão que pode existir entre activos e passivos da instituição intervencionada. Deste modo, a posição “devedor-credor” deverá ser transferida em conjunto.

80 Refira-se que esta transferência, apesar de dever ser comunicada à Autoridade da Concorrência, não consubstancia uma operação de concentração de empresas para efeitos da legislação aplicável em matéria de concorrência, atendendo à sua transitoriedade – n.º 14 do artigo 145.º-G.

81 N.º 1 do artigo 145.º-H.

A decisão de transferência produz efeitos independentemente de qualquer disposição legal ou contratual em contrário, sendo título bastante para o cumprimento de qualquer formalidade legal relacionada com a transferência. Não depende do prévio consentimento dos accionistas da instituição de crédito nem das partes em contratos relacionados com os elementos a transferir, não podendo constituir fundamento para o exercício de qualquer direito de vencimento antecipado estipulado nos contratos em causa⁸².

De acordo com o artigo 10.º do Aviso, deve constar de deliberação do Banco de Portugal uma descrição de todos os activos, passivos, elementos extrapatrimoniais e activos sob gestão que são objecto de transferência⁸³ e respectivo valor provisório de transferência, baseado no seu valor contabilístico, “*a menos que existam comprovadas razões para que desde logo sejam objeto de ajustamentos baseados em critérios de prudência, tendo em conta estimativas de imparidades ao tempo disponíveis*”. Posteriormente os referidos valores serão corrigidos por força da avaliação realizada por uma entidade independente e designada pelo Banco de Portugal, em prazo a fixar por este, nos termos do disposto no n.º 4 do artigo 145.º-H⁸⁴. De acordo com o artigo 11.º do Aviso, a entidade independente “*deverá possuir conhecimento e experiência comprovados na avaliação de ativos financeiros e não poderá ter prestado quaisquer serviços à instituição de crédito originária nos 6 anos anteriores à deliberação do Banco de Portugal de constituição do banco de transição*”⁸⁵ e a avaliação “*utiliza uma metodologia de valorização baseada em condições de mercado e, subsidiariamente, no justo valor*”⁸⁶.

82 Artigo 145.º-H, n.ºs 11 e 12. De facto, a aplicação da medida da medida de resolução pelo Banco de Portugal não altera o conteúdo das relações contratuais que credores e devedores, como os depositantes e os mutuários, tinham estabelecido com a instituição intervencionada, uma vez que apenas se verifica a mudança formal da entidade que é contraparte dessas relações contratuais.

83 Descrição essa que, em princípio, deverá constar de um anexo e podendo ser agregada em categorias de elementos patrimoniais a transferir, se for possível (ex. todos os depósitos garantidos ou todos os imóveis), ou, se a transferência abranger a maior parte do património, a indicação de que todos os activos e passivos são transferidos com exceção de alguns ou de certas categorias de activos, passivos, activos sob gestão ou elementos extrapatrimoniais..

84 O custo da avaliação é suportado pela instituição intervencionada. O Fundo de Resolução poderá adiantar os meios financeiros para o pagamento da avaliação, sendo posteriormente reembolsado pela instituição – n.º do artigo 11.º do Aviso.

85 Com exceção dos serviços prestados por determinação do Banco de Portugal (p.ex. nos termos do n.º 2 do artigo 116.º e da alínea I) do n.º 1 do artigo 141.º).

86 Em nosso entender a valorização com base em condições de mercado justifica-se uma vez que não está em causa uma situação de imediata liquidação, dispondo o órgão de administração do banco de transição de tempo para gerir e alienar os activos, até ao máximo de cinco anos. No entanto, certo tipo de activos cujas maturidades são longas, como os respeitantes a crédito à habitação, sofrerão necessariamente *haircuts* consideráveis.

Note-se que o n.º 3 do artigo 145.º-H estabelece a impossibilidade de transmissão para o banco de transição dos “*instrumentos utilizados no cômputo dos seus fundos próprios cujas condições tenham sido aprovadas pelo Banco de Portugal*” e que o n.º 2 do mesmo artigo proíbe expressamente a transmissão para o banco de transição de quaisquer obrigações contraídas pelo instituição de crédito objecto da medida de resolução perante:

- “a. Os respetivos acionistas, membros dos órgãos de administração ou de fiscalização, revisores oficiais de contas ou sociedades de revisores oficiais de contas ou pessoas com estatuto semelhante noutras empresas que se encontrem em relação de domínio ou de grupo com a instituição;
- b. As pessoas ou entidades que tenham sido acionistas, exercido as funções ou prestado os serviços referidos na alínea anterior nos quatro anos anteriores à criação do banco de transição, e cuja ação ou omissão tenha estado na origem das dificuldades financeiras da instituição de crédito ou tenha contribuído para o agravamento de tal situação;
- c. Os cônjuges, parentes ou afins em 1.º grau ou terceiros que atuem por conta das pessoas ou entidades referidos nas alíneas anteriores;
- d. Os responsáveis por factos relacionados com a instituição de crédito, ou que deles tenham tirado benefício, diretamente ou por interposta pessoa, e que estejam na origem das dificuldades financeiras ou tenham contribuído, por ação ou omissão no âmbito das suas responsabilidades, para o agravamento de tal situação, no entender do Banco de Portugal.”

A este respeito, saliente-se que da análise sistemática do disposto na alínea a) acima e da alínea e) do artigo 165.º – que estabelece que se excluem da garantia facultada pelo FGD os depósitos de accionistas que detenham na instituição de crédito participação, directa ou indirecta, não inferior a 2% do respectivo capital social – poderia suscitar-se a questão da existência de um conflito normativo: (i) por um lado, a lei proíbe a transmissão de obrigações perante acionistas; (ii) por outro lado, a lei prevê (*a contrario*) que as obrigações que consubstanciem depósitos, até 100.000 euros, de que sejam titulares accionistas que detenham na instituição de crédito intervencionada participação inferior a 2%, estão cobertos pela garantia do FGD, beneficiando, por isso, e ao abrigo do disposto no artigo 166.º-A, de um privilégio creditório⁸⁷.

⁸⁷ Nunca podendo ser considerados como créditos subordinados, nos termos da alínea b) do n.º 4 do artigo 47.º do CIRE.

Entendemos ser possível considerar que este conflito poderá ser ultrapassado através da interpretação das normas em causa à luz disposto no artigo 145.º-B, na medida em que, se é certo que o seu n.º 1 dispõe que aos créditos de que sejam titulares accionistas devem ser prioritariamente imputadas perdas, o seu n.º 2 excepciona de tal subordinação os depósitos garantidos pelo FGD, salvaguardando, assim, a hipótese de os depósitos de que sejam titulares accionistas que detenham na instituição de crédito intervencionada participação, directa ou indirecta, inferior a 2%, se graduarem como créditos privilegiados, até ao limite da garantia do FGD, podendo assim serem transferidos.

Aliás, interpretação diferente, no sentido de considerar que nenhum depósito de accionista poderia ser transferido para um banco de transição, e desse modo ser protegido, poderia em determinadas situações, atentar contra princípios de justiça. Com efeito, nos casos em que o capital de uma instituição de crédito se encontra de tal modo disperso, como nas sociedades cotadas, existem muitos accionistas com um peso irrelevante na instituição de crédito⁸⁸ e sem poder de influência, efectivo ou potencial, os quais sairiam injustamente lesados se fosse seguida tal interpretação. Por outro lado, seria necessário que ficassem activos na instituição intervencionada que garantissem a satisfação da parte dos depósitos que constituíssem créditos privilegiados, ou que o FGD os reembolsasse.

No caso dos créditos por suprimentos, que são créditos subordinados, admite-se que possam não ser transferidos, uma vez que representam quase capital. De facto, parece-nos que o escopo da norma se destina a impossibilitar a transferência de determinados créditos que têm uma ligação mais próxima com a instituição.

Situações de interpretação mais difícil são o do tratamento a conferir aos outros créditos de accionistas:

- a) Créditos de accionistas que não sejam depósitos;
- b) Depósitos de accionistas qualificados – com participação igual ou superior a 2% do capital social, nos termos da alínea e) do artigo 165.º do RGISCF e da alínea b) do n.º 2 do artigo 16.º do Código dos Valores Mobiliários⁸⁹;

⁸⁸ Que muitas vezes recebem acções das instituições de crédito pelo simples facto de serem seus clientes.

⁸⁹ Corresponde à participação mínima (através de acções ou outros instrumentos financeiros) a partir da qual o seu detentor fica obrigado a determinados deveres de informação, constantes normas legais e regulamentares (Código dos Valores Mobiliários e Regulamentos da CMVM) que disciplinam o funcionamento dos mercados financeiros, e que traduz a possibilidade, efectiva ou potencial, de exercer

- c) Parcada dos depósitos acima de 100.000 euros de accionistas não qualificados – com participação inferior a 2% do capital social.

Relativamente aos créditos que não forem depósitos parece-nos que não existe nenhuma razão de estabilidade financeira e nenhuma finalidade referente à aplicação de medidas de resolução que permita outra interpretação da norma constante na alínea a) do n.º 2 do artigo 145.º-H que não a interpretação literal. Ou seja, os créditos de accionistas que não forem depósitos não podem ser transferidos para um banco de transição.

No que concerne aos depósitos de accionistas qualificados, parece-nos que a natureza dos seus titulares e a sua especial ligação à instituição intervencionada afasta a necessidade de salvaguarda da confiança dos depositantes e da estabilidade financeira, pelo que a interpretação literal da norma também será perfeitamente ajustada e de acordo com o espírito do regime, não havendo fundamento para a interpretar diferentemente.

Finalmente, consideramos que o terceiro caso, relativo aos créditos correspondentes à parcela dos depósitos que excede 100.000 euros de accionistas não qualificados, é o de solução menos evidente. Em termos de natureza jurídica os depósitos não garantidos de accionistas não qualificados em nada diferem dos depósitos não garantidos de quaisquer outros titulares. De facto, no caso dos accionistas não qualificados, releva pouco a sua qualidade de accionista, uma vez que são pequenos accionistas sem influência na gestão da instituição intervencionada, sendo bem mais marcante a sua qualidade como depositantes⁹⁰. Assim, uma vez sustentada a posição de que o Banco de Portugal poderá tratar de forma diferente os depósitos não garantidos dos restantes créditos, protegendo a totalidade dos depósitos através da sua transferência para um banco de transição, parece-nos não existir justificação legal para distinguir os accionistas não qualificados dos restantes depositantes. Pelo que, uma vez justificada pelo Banco de Portugal, a necessidade de proteger a totalidade dos

influência na entidade à qual respeita. Propositadamente, não considerámos a noção de participação qualificada constante do § 7.º do artigo 13.º do RGICSF, que poderia parecer, numa primeira análise, mais adequada à análise interpretativa *sub judice*. No entanto, além de esta noção estar sobretudo consagrada para efeitos de supervisão, a percentagem (10%) não corresponde com a relevante para efeitos de exclusão da garantia do FGD (2%).

90 Com efeito, o detentor de apenas uma acção já é um “accionista” e não nos parece que seja a detenção dessa acção, principalmente no caso de instituições que estejam cotadas – nas quais é bastante frequente a participação de depositantes “comuns”, que justifique a proibição de transferência e a necessidade de lhe imputar perdas, para além das decorrentes da perda de valor da respectiva acção.

depósitos, para salvaguardar a estabilidade financeira e a confiança dos depositantes, nos parece que não deverá ser proibida a transferência dos depósitos de accionistas não qualificados.

Com efeito, parece-nos que é possível interpretar a norma *sub judice*, no sentido de ser permitida a transferência de depósitos de accionistas não qualificados, embora tal interpretação seja passível de opiniões diversas e não esteja isenta de dúvidas.

Deste modo, consideramos que a lei também poderia ser alterada de modo a eliminar quaisquer dúvidas interpretativas, ficando explícito que a proibição constante na alínea a) do n.º 2 do artigo 145.º-H não abrange os depósitos de accionistas cuja participação seja superior a 2% do capital social⁹¹.

Após a transferência do património seleccionado, o Banco de Portugal pode, a todo o tempo, transferir activos, passivos, elementos extrapatrimoniais e activos sob gestão da instituição de crédito intervencionada para o banco de transição, ou deste para esta⁹². Esta última possibilidade é concretizada pelo artigo 12.º do Aviso, em que se estabelece que o banco de transição, sempre que considere existirem fundadas razões, deve propor ao Banco de Portugal devolução de determinados activos, passivos, elementos extrapatrimoniais e activos sob gestão à instituição de crédito objecto da medida de resolução, “*designadamente quando verifique que foram incorporados no banco de transição passivos ou outros elementos patrimoniais ou extrapatrimoniais que devam ser incluídos nas categorias prevista nos n.ºs 2 e 3 do artigo 145.º-H do RGICSF*” (que não poderiam legalmente ser transferidos para o banco de transição)⁹³.

O n.º 6 do artigo 145.º-H prescreve que, se tal for necessário para a criação e o desenvolvimento da actividade do banco de transição, o Banco de Portugal determinará o montante do apoio financeiro a conceder pelo Fundo de Resolução, “*nomeadamente através da concessão de empréstimos ao banco de transição para qualquer finalidade ou da disponibilização dos fundos considerados necessários para a realização de operações de aumento de capital do banco de transição*”. Uma das situações comuns em que será necessário o apoio financeiro do Fundo de Resolução será aquela em que os activos são inferiores aos passivos a transferir, designadamente com a situação líquida da instituição intervencionada

91 A proposta de alteração será analisada no capítulo 5, sendo igualmente abordada, à semelhança do que se referiu na nota n.º 50, a Proposta de Lei 225-XII.

92 N.º 5 do artigo 145.º-H.

93 A transferência também pode ocorrer baseada no excesso de activos transferidos para o banco de transição, nomeadamente se foi adoptada uma postura conservadora no momento da sua selecção.

está deficitária, uma vez que segundo o n.º 8 do mesmo artigo, “*o valor total dos passivos e elementos extrapatrimoniais a transferir para o banco de transição não deve exceder o valor total dos ativos transferidos da instituição de crédito originária, acrescido, sendo caso disso, dos fundos provenientes do Fundo de Resolução, do Fundo de Garantia de Depósitos ou do Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo*”⁹⁴.

Por outro lado, este apoio financeiro poderá ser concedido em momento posterior à transferência, se tal for necessário para assegurar o bom funcionamento do banco de transição. Deste modo, o Fundo de Resolução apoiará o banco de transição através da subscrição do capital social (cumprindo os rácios mínimos, suprindo eventuais défices entre activos e passivos e realizando aumentos de capital) ou através de empréstimos (para suprir faltas de liquidez).

Pelo apoio financeiro concedido o Fundo de Resolução ficará com um crédito perante a instituição intervencionada no valor dos montantes disponibilizados⁹⁵, acrescido de uma remuneração a definir pelo Banco de Portugal, nos termos do disposto nos n.ºs 2 e 3 do artigo 13.º do Aviso⁹⁶. Este crédito beneficia dos mesmos privilégios creditórios que os créditos do FGD, previstos nos n.ºs 1 a 3 do artigo 166.º-A.

O legislador, para assegurar a eficácia da transferência e o início célere do funcionamento do banco de transição, estabeleceu⁹⁷ que deverá “*ser garantida a continuidade das operações relacionadas com os ativos, passivos, elementos extrapatrimoniais e ativos sob gestão transferidos, devendo o banco de transição ser considerado, para todos os efeitos legais e contratuais, como sucessor nos direitos e obrigações transferidos da instituição de crédito originária*”. No fundo, esta operação é semelhante à operação de cisão regulada no CSC.

Outro requisito estabelecido pelo legislador a fim de assegurar a continuidade das operações foi o de consagrar deveres de conduta à instituição de crédito objecto da medida (e às sociedades do grupo e que lhe prestem serviços

⁹⁴ Nos termos do n.º 7 desse artigo, “*o Banco de Portugal pode convidar o Fundo de Garantia de Depósitos ou, no caso de medidas aplicáveis no âmbito do Sistema Integrado do Crédito Agrícola Mútuo, o Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo a cooperar no processo de transferência de depósitos garantidos para um banco de transição*”. Este apoio tem como limite máximo o montante necessário para cobrir a diferença entre os depósitos garantidos que sejam transferidos para o banco de transição e o valor dos ativos transferidos, não podendo exceder o valor dos depósitos que seriam suscetíveis de reembolso pelo FGD no caso de se verificar uma situação de indisponibilidade de depósitos – artigo 167.º-A, n.º 1.

⁹⁵ Artigo 153.-M, n.º 2.

⁹⁶ A estipulação de uma remuneração é relevante para a observância das regras e orientações da União Europeia em matéria de auxílios de Estado, referida no n.º 3 do artigo 153.-M.

⁹⁷ N.º 9 e 10 do artigo 145.º-H.

no âmbito da actividade transferida). Assim, deverão ser prestadas todas as informações solicitadas pelo banco de transição e facilitado a este o acesso aos sistemas de informação relacionados com a actividade transferida. Por outro lado, se o banco de transição considerar necessário para efeito do regular desenvolvimento da actividade transferida, deverá a instituição intervencionada continuar a prestar os serviços que forem solicitados pelo banco de transição no momento da sua constituição⁹⁸, mediante uma remuneração acordada entre as partes⁹⁹. Estes serviços poderão variar entre serviços informáticos a serviços de *front* e *back office*, através da utilização dos recursos técnicos e humanos¹⁰⁰ que não tenham sido transmitidos para o banco de transição.

4.3. Alienação do património do banco de transição e sua extinção

A alienação do património do banco de transição vai sendo realizada à medida que as condições de mercado a permitam. No processo de alienação participa, além do Banco de Portugal, o conselho de administração do banco de transição, através dos actos de disposição que caibam no âmbito dos seus poderes de gestão, tendo em conta as circunstâncias de mercado¹⁰¹. Dispõe o n.º 2 do artigo 18.º do Aviso que se consideram “*excluídos do âmbito dos poderes de gestão do conselho de administração os atos de alienação que:*

- a) *Incidam sobre mais de 5 % do valor do ativo inicial do banco de transição ou tenham por objeto valores patrimoniais de montante superiora vinte milhões de euros;*
- b) *Relativamente a um único adquirente, numa só transação, ou em transações sucessivas ocorridas ao longo do período de um ano, perfaçam a percentagem ou o valor referidos na alínea anterior*¹⁰².

98 N.º 1 do artigo 14.º do Aviso. O n.º 3 do artigo prevê que o banco de transição possa alterar, tendo em conta a evolução da sua actividade, o âmbito e as condições dos serviços.

99 Note-se que, de acordo com o n.º 2 do artigo 14.º do Aviso, os serviços devem ser prestados independentemente da existência de acordo prévio quanto à remuneração.

100 Embora não desenvolvamos este tema, note-se que a transmissão dos trabalhadores estará dependente das actividades transmitidas para o banco de transição – serão automaticamente transmitidos os contratos dos trabalhadores (e só estes) que desempenhem as funções e actividades transmitidas para o banco de transição.

101 N.º 1 do artigo 145.º-I e n.º 1 do artigo 18.º do Aviso.

102 “*São igualmente consideradas como único adquirente as entidades que se encontrem em relação de controlo, de domínio ou de grupo, nos termos dos n.os 2 e 3 do artigo 13.º do RGICSF*” – n.º 3 do artigo 18.º do Aviso.

Sem prejuízo do disposto *supra*, o “*Banco de Portugal, quando considerar que se encontram reunidas as condições necessárias para alienar, parcial ou totalmente, os ativos, passivos, elementos extrapatrimoniais e ativos sob gestão que tenham sido transferidos para o banco de transição*¹⁰³, *convida*¹⁰⁴, *assegurando a transparência do processo, outras instituições autorizadas a desenvolver a atividade em causa a apresentarem propostas de aquisição*”.

Na selecção e determinação da instituição adquirente (por sua iniciativa ou sob proposta do conselho de administração do banco de transição), o Banco de Portugal tem em consideração as finalidades previstas no artigo 145.º-A¹⁰⁵.

De acordo com o artigo 19.º do Aviso a alienação dos elementos patrimoniais do banco de transição pode ser realizada por qualquer das formas previstas na lei, nomeadamente através da:

- a) Alienação da totalidade dos ativos, passivos, elementos extrapatrimoniais e ativos sob gestão;
- b) Alienação de conjuntos homogéneos de créditos, selecionados em função da sua natureza e características;
- c) Alienação, isolada ou agrupada, de outros activos.

Podem ser também estabelecidas cláusulas de *put-back option* e acordo de *loss-sharing*.

Outras das formas admitidas de alienação do património é através da venda da totalidade do capital social do banco de transição a entidades que se encontram habilitadas para o exercício de atividade bancária. Tais requisitos decorrem da impossibilidade de o Fundo de Resolução deter parcialmente o capital social do banco de transição e da singular natureza da autorização para o exercício da actividade bancária concedida aos bancos de transição que tem duração limitada e não é transmissível com a venda do capital social. Com efeito, com a alienação da totalidade do capital social do banco de transição a outra entidade, a sociedade transmitida perde a qualidade de banco de transição¹⁰⁶.

Não obstante, esta exigência não prejudica, porém, a alienação do capital social, sob condição suspensiva, ou na modalidade de contrato-promessa, a

¹⁰³ Nos termos do n.º 3 do artigo 18.º do Aviso, compete ao conselho de administração do banco de transição informar o Banco de Portugal quanto à verificação destas condições.

¹⁰⁴ Por sua iniciativa ou sob proposta do conselho de administração do banco de transição.

¹⁰⁵ N.º 2 do artigo 145.º-I e n.ºs 5 e 6 do artigo do Aviso.

¹⁰⁶ Nos termos do n.º 3 do Aviso.

entidades que tenham requerido ao Banco de Portugal a autorização para o exercício da atividade em causa (que ainda não sejam bancos).

Após o pagamento a todos os credores do banco de resolução com o produto da alienação, serão pagos proporcionalmente o Fundo de Resolução e (se aplicável) o FGD ou o Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo pelos montantes disponibilizados. O eventual remanescente será devolvido à instituição objecto da medida de resolução ou à sua massa insolvente, caso aquela tenha entrado em liquidação.

Nos termos do n.º 5 do artigo 145.º-I, após este processo o banco de transição é dissolvido pelo Banco de Portugal¹⁰⁷ ou, caso não seja possível alienar a totalidade dos elementos patrimoniais¹⁰⁸, o Banco de Portugal pode decidir que este entre em liquidação, seguindo-se os termos aplicáveis à liquidação extrajudicial de instituições de crédito.

5. PROPOSTAS DE ALTERAÇÃO AO REGIME

Ao longo do presente trabalho temos vindo a enunciar vários pontos do regime que, em nosso entender, poderiam ser alterados de forma a torná-lo mais claro e coerente, conferindo-se, assim, uma maior margem de manobra à autoridade de resolução e eliminando-se eventuais questões interpretativas.

5.1. Explicitação do princípio “*no creditor worse off*”

Como já sobejamente desenvolvido a propósito do princípio orientador à aplicação de medidas de resolução¹⁰⁹, a interpretação que sufragamos da referida disposição legal, não obstante nos parecer conforme ao espírito do regime, não tem integral correspondência com o seu elemento literal, pelo que consideramos ser pertinente uma alteração ao artigo 145.º-B do RGICSF de modo a eliminar eventuais dúvidas interpretativas e a conferir certeza e segurança jurídica ao aplicador. Assim deverá ser consagrado inequivocamente o princípio do “*no creditor worse off*”.

Deste modo, poderá ser estipulado que o princípio orientador da aplicação de medidas de resolução estabelece que nenhum credor da instituição de crédito poderá assumir um prejuízo maior do que aquele que assumiria caso essa insti-

¹⁰⁷ Quer seja através da alienação da totalidade dos elementos patrimoniais, quer seja através da alienação da totalidade do capital social.

¹⁰⁸ Ou pelo decurso do prazo estabelecido no n.º 12 do artigo 145.º-G (5 anos).

¹⁰⁹ Ponto 3.4.

tuição tivesse entrado em liquidação, com o objectivo de salvaguardar os legítimos interesses dos credores afectados pela aplicação de medidas de resolução.

Para cumprimento deste princípio será necessário apurar o que receberia cada credor comum num cenário de liquidação imediata da instituição de crédito intervencionada.

Consideramos que tal objectivo pode desde já atingir-se através do recurso ao disposto no n.º 6 do artigo 11.º (“*avaliação por entidade independente*”) do Aviso¹¹⁰ que dispõe “*para os efeitos exclusivos do disposto no artigo 145.º-B, n.º 1, do RGICSF, a avaliação é complementada por uma estimativa do nível de recuperação dos créditos de cada classe de credores, de acordo com a ordem de prioridade estabelecida na lei, num cenário de liquidação da instituição originária, reportada ao momento da aplicação da medida de resolução*”¹¹¹.

No caso de, após a avaliação independente, se verificar que os credores cujos créditos não foram transferidos ficaram numa situação pior do que ficariam num cenário de liquidação, estes credores terão de ser compensados. Julgamos que a solução mais adequada é a de, aquando do encerramento da liquidação do banco de transição (ou alienação a outra instituição de todos os activos que tiverem sido determinados), se proceder à transferência do eventual saldo positivo da mesma (já depois de reembolsado o Fundo de Resolução, nos termos da alínea a) do n.º 3 do artigo 145.º-I) para a instituição intervencionada ou massa insolvente (se esta já tiver sido dissolvida), em cumprimento do n.º 4 do artigo 145.º-I. Se este valor for insuficiente, o Fundo de Resolução suportará o remanescente.

Em suma, é o Fundo de Resolução que poderá suportar o tratamento mais favorável concedido a determinadas categorias de credores. Esta solução poderá não ser pacífica uma vez que o Fundo é financiado pelas entidades participantes que verão as suas contribuições aumentadas por força dum maior dispêndio de recursos do Fundo de Resolução. Não obstante, julgamos que esta sobrecarga se poderá justificar uma vez que se baseia na protecção da confiança dos depositantes no sistema financeiro. Esta confiança beneficia as entidades participantes, funcionando as contribuições para o Fundo de Resolução como o pagamento de um prémio de seguro.

¹¹⁰ Não obstante ser preferível proceder-se a uma alteração ao n.º 4 do artigo 145.º-I com o mesmo conteúdo (e, bem assim, ao n.º 5 do artigo 145.º-F, referente à alienação da actividade a uma instituição autorizada a desenvolvê-la).

¹¹¹ Em termos semelhantes à avaliação constante dos artigos 36.º, n.º 8, e 74.º da Directiva 2014/59/EU.

Esta solução encontra-se em linha com o defendido no memorando explicativo da versão inicial da Proposta de Directiva, que dispõe que “*nos casos em que os credores recebam menos, em termos económicos, do que receberiam se a instituição fosse liquidada ao abrigo dos procedimentos normais de insolvência, as autoridades deverão assegurar que recebam a diferença. Essa compensação, se houver lugar a tal, será paga pelo fundo de resolução. O princípio segundo o qual as perdas devem ser afetadas em primeiro lugar aos acionistas e depois aos credores, juntamente com a certeza de que serão adotadas medidas de resolução antes de se recorrer a qualquer apoio financeiro público extraordinário, será, em princípio, instrumental para garantir a eficácia do objetivo de minimização da exposição dos contribuintes às perdas*”¹¹².

O considerando 51 da Directiva 2014/59/EU estabelece que “*tendo em vista proteger o direito dos acionistas e credores, deverão ser definidas obrigações claras no que respeita à avaliação dos ativos e passivos da instituição objeto de resolução e, sempre que exigido nos termos da presente diretiva, à avaliação do tratamento que os acionistas e credores receberiam se a instituição tivesse sido liquidada ao abrigo dos processos normais de insolvência. Deverá ser possível iniciar uma avaliação logo na fase de intervenção precoce. Antes de serem adotadas quaisquer medidas de resolução, deverá ser realizada uma avaliação justa e realista dos ativos e passivos da instituição. Essa avaliação só deverá ser passível de recurso em conjunto com a própria decisão de resolução. Além disso, sempre que exigido nos termos da presente diretiva, deverá ser realizada, após a aplicação dos instrumentos de resolução, uma comparação ex post entre o tratamento efetivamente dado aos acionistas e credores e o tratamento que teriam recebido ao abrigo dos processos normais de insolvência. Se se determinar que os acionistas e credores receberam, em pagamento ou em indemnização pelos seus créditos, um valor inferior ao que teriam recebido ao abrigo dos processos normais de insolvência, deverão ter direito a receber a diferença, sempre que exigido nos termos da presente diretiva. Ao contrário do que acontece quanto à avaliação prévia à aplicação das medidas de resolução, esta comparação deverá ser passível de recurso judicial separadamente da decisão de resolução. Os Estados-Membros terão liberdade para decidir sobre o procedimento pelo qual pagarão qualquer diferença que venha a ser determinada aos acionistas e credores. Essa diferença, se existir, deverá ser paga através dos mecanismos financeiros estabelecidos em conformidade com a presente diretiva*

.

112 Ponto 4.4.8.

Neste sentido, o artigo 73.º da Directiva 2014/59/EU estatui que “os Estados-Membros asseguram que, caso tenham sido aplicados um ou mais instrumentos de resolução e, em especial, para efeitos do artigo 75.º:

- a) *Exceto no caso de ser aplicável a alínea b), caso as autoridades de resolução transfiram apenas parte dos direitos, ativos e passivos da instituição objeto de resolução, os acionistas e os credores cujos créditos não tenham sido transferidos recebam, para satisfação dos seus créditos, pelo menos o mesmo valor que teriam recebido se a instituição objeto de resolução tivesse sido liquidada ao abrigo de processos normais de insolvência aquando da tomada da decisão a que se refere o artigo 82.º;*
- b) *Se as autoridades de resolução aplicarem o instrumento de recapitalização interna, os acionistas e os credores cujos créditos tenham sido objeto de redução ou de conversão em capitais próprios não sofram perdas superiores às que teriam sofrido se a instituição objeto de resolução tivesse sido liquidada ao abrigo de processos normais de insolvência aquando da tomada da decisão a que se refere o artigo 82.º.*

O artigo 75.º estabelece que a diferença entre o que os credores receberam e o que receberiam num processo de insolvência deve ser-lhes pago pelos mecanismos de financiamento da resolução escolhido pelos Estados-Membros (estes mecanismos correspondem, no regime português, ao Fundo de Resolução).

Assim, sustentamos que o n.º 1 do artigo 145.º-B poderia ser subdividido, estabelecendo os seguintes “subprincípios” que devem ser assegurados na aplicação das medidas de resolução:

- Os acionistas da instituição de crédito assumem prioritariamente os prejuízos da instituição em causa;
- Os credores da instituição de crédito assumem de seguida, e em condições equitativas, os restantes prejuízos da instituição em causa, de acordo com a hierarquia de prioridade das várias classes de credores e tendo em conta as finalidades das medidas de resolução indicadas no artigo 145.º-A;
- Nenhum credor da instituição de crédito poderá assumir um prejuízo maior do que aquele que assumiria caso essa instituição tivesse entrado num processo de liquidação.

Acresce ainda que, da nossa perspectiva, se poderia aditar um n.º 3 a este artigo no sentido de contemplar o que se encontra vertido no n.º 6 do artigo 11.º

do Aviso, que estabelecesse que caso se verificasse, no encerramento da liquidação da instituição de crédito objecto da medida de resolução, que os credores dessa instituição cujos créditos não tenham sido transferidos para um banco de transição¹¹³ receberam menos do que o montante estimado que deveriam recuperar caso a instituição tivesse entrado em processo de liquidação, em momento imediatamente anterior ao da aplicação da medida de resolução, nos termos da avaliação prevista nos artigos 145.º-F e 145.º-H¹¹⁴, terão os credores direito a receber essa diferença do Fundo de Resolução.

A este propósito a Proposta de Lei 225-XII *supra* referida¹¹⁵ parece vir ao encontro da perspectiva aqui sustentada, no sentido de explicitar a existência do princípio “*no creditor worse off*”, alterando o artigo 145.º-B. Com efeito, o texto proposto é o seguinte:

“Artigo 145.º-B

[...]

1 – Na aplicação de medidas de resolução, tendo em conta as finalidades das medidas de resolução estabelecidas no artigo anterior, procura assegurar-se que:

- a) Os acionistas da instituição de crédito assumem prioritariamente os prejuízos da instituição em causa;*
- b) Os credores da instituição de crédito assumem de seguida, e em condições equitativas, os restantes prejuízos da instituição em causa, de acordo com a hierarquia de prioridade das várias classes de credores;*
- c) Nenhum credor da instituição de crédito pode assumir um prejuízo maior do que aquele que assumiria caso essa instituição tivesse entrado em liquidação.*

2 – [...].

3 – Caso se verifique, no encerramento da liquidação da instituição de crédito objeto da medida de resolução, que os credores dessa instituição cujos créditos não tenham sido transferidos para outra instituição de crédito ou para um banco de transição, assumiram um prejuízo superior do que o montante estimado, nos termos da avaliação prevista no n.º 6 do artigo 145.º-F e no n.º 4 do artigo 145.º-H,

113 Ou para outra instituição de crédito.

114 Que poderiam ser alterados consagrando igualmente a obrigatoriedade de se proceder a uma estimativa do nível de recuperação dos créditos de cada classe de credores, de acordo com a ordem de prioridade, num cenário de liquidação da instituição de crédito originária em momento imediatamente anterior ao da aplicação da medida de resolução.

115 Apresentada após a elaboração do trabalho que deu origem a este artigo (foi publicada, no site da Assembleia da República, em 15 de Maio de 2014).

que assumiriam caso a instituição tivesse entrado em processo de liquidação em momento imediatamente anterior ao da aplicação da medida de resolução, têm os credores direito a receber essa diferença do Fundo de Resolução.”

Do mesmo modo, a Proposta de Lei 225-XII procede também à alteração n.º 6 do artigo 145.º-F e no n.º 4 do artigo 145.º-H, que prevêem, conjuntamente com a avaliação do património da instituição objecto da medida, a existência de uma “*estimativa do nível de recuperação dos créditos de cada classe de credores, de acordo com a ordem de prioridade estabelecida na lei, num cenário de liquidação da instituição de crédito originária em momento imediatamente anterior ao da aplicação da medida de resolução*”.

Nestes termos, consideramos que a alteração introduzida pela Proposta de Lei 225-XII é pertinente e susceptível de resolver as questões interpretativas *sub judice*.

5.2. Explicitação de que a proibição de transferência de obrigações para o banco de transição não abrange os depósitos de accionistas não qualificados

Para tornar ainda mais explícito o âmbito da norma constante da alínea a) do n.º 2 do artigo 145.º-H e do seu aparente conflito com o disposto nas normas respeitantes aos depósitos garantidos pelo FGD¹¹⁶, nomeadamente as que constam da alínea e) do artigo 165.º e do n.º 2 do artigo 145.º-B, e com a necessidade de se poder proteger a totalidade dos depositantes, consideramos que a lei poderia ser alterada de modo a que passasse a ser inequívoco que a proibição de transferência estabelecida na primeira norma não abrange os depósitos de accionistas cuja participação seja inferior a 2% do capital social da instituição intervencionada.

Tal alteração poderia ser promovida, por exemplo, mediante a introdução de um novo número sequencial ao n.º 2 do artigo 145.º-I, estipulando neste contexto, que *não se consideram abrangidos pela alínea a) do n.º anterior os depósitos de accionistas cuja participação seja inferior a 2% do capital social da instituição de crédito originária*.

Também nesta sede a Proposta de Lei 225-XII¹¹⁷, ao alterar a alínea a) do n.º 2 do artigo 145.º-H, parece eliminar as dificuldades aqui levantadas. A nova

¹¹⁶ Cfr. ponto 4.2.

¹¹⁷ Apresentada após a elaboração do trabalho que deu origem a este artigo.

redacção da norma estabelece que não podem ser transferidos os créditos, sobre a instituição, de que são titulares “os respetivos acionistas, cuja participação no momento da transferência seja igual ou superior a 2% do capital social, as pessoas ou entidades que nos dois anos anteriores à transferência tenham tido participação igual ou superior a 2% do capital social, os membros dos órgãos de administração ou de fiscalização, os revisores oficiais de contas ou sociedades de revisores oficiais de contas ou as pessoas com estatuto semelhante noutras empresas que se encontrem em relação de domínio ou de grupo com a instituição”¹¹⁸.

A redacção ora proposta limita-se a excluir do âmbito da norma as pessoas ou entidades que nos dois anos anteriores à aplicação da medida de resolução nunca tiveram uma participação qualificada, evitando assim que detentores de participações não qualificadas à altura da aplicação da medida, mas que as tenham detido antes, possam ver o seu crédito transferido. Esta redacção parece-nos, neste ponto concreto, mais adequada do que aquela que propusemos.

6. CONCLUSÃO

No presente trabalho procurámos apresentar o regime que regula a constituição e funcionamento de bancos de transição em Portugal, que constitui uma das medidas de resolução que se encontra ao dispor do Banco de Portugal para fazer face a situações de instituições de crédito em dificuldades, na veste de autoridade de resolução.

Tais medidas foram introduzidas no ordenamento jurídico português em consequência da crise económica e financeira que vem perdurando desde 2007 e que tem a crise bancária como uma das suas principais consequências e causas. A introdução de mecanismos que permitam solucionar eficazmente crises no sistema financeiro sem recurso ao *bail-out* e ao dinheiro dos contribuintes implica a imputação de perdas aos accionistas e aos credores e permite reduzir o *moral hazard*, razão pela qual estes têm vindo a ser implementados de forma progressiva um pouco por todo o mundo, tendo sido, no quadro da união bancária, recentemente publicada a Directiva 2014/59/EU, de 15 de Maio, e estando para breve a publicação de um regulamento que estabelecerá o Mecanismo Único de Resolução.

O Estado português, tendo em conta a ineficiência dos mecanismos disponíveis para solucionar eficaz e atempadamente os recentes casos de bancos em dificuldades e em cumprimento do memorando celebrado com a Troika,

118 Ênfase nosso.

introduziu em 2012 no RGICSF um conjunto de medidas de resolução, aplicáveis principalmente a instituições de crédito, que permitam salvaguardar as funções que são consideradas fulcrais para a actividade económica e para a vida em sociedade – os depósitos, os sistemas de pagamentos e a concessão de crédito¹¹⁹.

Estas medidas têm como finalidades assegurar os serviços financeiros essenciais, acautelar o risco sistémico, salvaguardar os interesses dos contribuintes e do erário público e a confiança dos depositantes. A aplicação das medidas de resolução depende da análise da situação financeira das instituições, nomeadamente dos seus rácios prudenciais e da capacidade de cumprir as respectivas obrigações.

O Banco de Portugal, ao aplicar as medidas de resolução, deve procurar que os accionistas e credores da instituição acarretem com os prejuízos, de acordo com a respectiva classe e tendo em conta as suas finalidades. O Banco de Portugal deve assegurar a observação do princípio “*no creditor worse off*”, certificando que os credores não ficam em pior situação do que se tivesse ocorrido uma liquidação imediata da instituição em causa. As medidas de resolução actualmente ao dispor do Banco de Portugal são i) a alienação total ou parcial da actividade da instituição objecto da medida para uma ou mais instituições de crédito e ii) a transferência total ou parcial da actividade para um banco de transição que é constituído especialmente para o efeito.

É relativamente aos bancos de transição que incide principalmente este nosso estudo.

Os bancos de transição são instituições de crédito, constituídos por deliberação do Banco de Portugal com a duração máxima de cinco anos, cujo capital social é totalmente detido pelo Fundo de Resolução. Estão automaticamente autorizados a exercer as actividades reservadas às instituições de crédito e não estão sujeitos a qualquer processo de autorização. Os bancos de transição têm como objecto a gestão dos elementos patrimoniais transferidos com vista à sua futura alienação, para pagamento aos seus credores e reembolso ao fundo de resolução. Tal enquadramento jurídico permite evitar a assunção de elevadas perdas para a instituição objecto da medida e a alienação de activos apressadamente e com grandes descontos, como acontece na liquidação de sociedades.

¹¹⁹ Como referido supra está para ser publicada brevemente a Lei de Autorização Legislativa (bem como o Decreto-Lei correspondente) referente à Proposta de Lei 225-XII que, entre outras alterações, visa alterar o regime da resolução.

A gestão diária do banco de transição, que deve assegurar a manutenção de baixos níveis de risco, é realizada pelo seu conselho de administração, que está vinculado às orientações e recomendações do Banco de Portugal e à sua intervenção em determinadas alienações, o que se entende pela especial natureza do banco de transição e pela necessidade de salvaguardar a confiança e solidez do sistema financeiro.

A selecção do património a transferir é realizada pelo Banco de Portugal, atentas as finalidades, o princípio orientador e as proibições quanto à transferência de determinados passivos, produzindo esta transferência efeitos independentemente de qualquer disposição legal ou contratual em contrário e do prévio consentimento dos accionistas e das contrapartes nos contratos relacionados com os elementos a transferir. Os elementos transferidos devem ser avaliados por entidade independente para efeitos da determinação do seu valor. Posteriormente à constituição podem ser transferidos outros elementos patrimoniais ou haver reversões, e até injecções de liquidez e capital por parte do fundo de resolução, que ficará com um crédito privilegiado sobre a instituição intervencionada pela totalidade do montante disponibilizado.

Para assegurar a continuidade das operações relacionadas com os elementos transferidos é estabelecida e regulada a cooperação entre a instituição objecto da medida de resolução e o banco de transição. Atingidos os objectivos da aplicação da medida e após o processo de alienação, o banco de transição é dissolvido pelo Banco de Portugal.

Finalmente, a fim de eliminar eventuais questões interpretativas e conferir uma maior margem de manobra à autoridade de resolução, propõem-se algumas alterações ao regime, nomeadamente quanto à explicitação do princípio “*no creditor worse off*”.

BIBLIOGRAFIA

DUARTE SILVA, Mariana

- 2012 “Os novos regimes de intervenção e liquidação aplicáveis às instituições de crédito”, in Paulo Câmara, & Manuel Magalhães (ed.), *O novo Direito Bancário*, Coimbra: Almedina, pp. 415-428.

FREITAS, João

- 2014 “Um mecanismo de resolução para a União bancária: fundamentos e configuração”, in *Relatório de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal*, Maio 2014, pp. 81-113, disponível em: https://www.bportugal.pt/pt-PT/EstabilidadeFinanceira/Publicacoes/Relatorio de EstabilidadeFinanceira/Publicacoes/Relatorio%20de%20Estabilidade%20Financeira_maio%202014.pdf.

MÁXIMO DOS SANTOS, Luís

- 2012 “O novo regime jurídico de recuperação de instituições de crédito: aspectos fundamentais”, in *Revista de Concorrência e Regulação*, Ano III, número 9, Janeiro-Março.

COMISSÃO EUROPEIA

- 2010 *Communication on an EU framework for crisis management in the financial sector*, COM(2010) 579 final, disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/bank/crisis_management/index_en.htm.
- 2011 *Consultation on technical details of a possible EU framework for bank recovery and resolution*, disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/bank/crisis_management/index_en.htm.
- 2012a *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council (COM(2012) 280/3) establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directives 77/91/EEC and 82/891/EC, Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC and 2011/35/EC and Regulation (EU) N.º 1093/2010*, disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/bank/crisis_management/index_en.htm
- 2012b *New crisis management measures to avoid future bank bail-outs*, disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/bank/crisis_management/index_en.htm.
- 2013 *Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que estabelece regras e um procedimento uniformes para a resolução de instituições de crédito e de certas empresas de investimento no quadro de um mecanismo único de resolução e de um fundo único de resolução bancária e que altera o Regulamento (UE) n.º 1093/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho*, disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013PC0520&from=PT>.

A NOTAÇÃO DE RISCO DA DÍVIDA SOBERANA: O EXERCÍCIO PRIVADO DE UM SERVIÇO DE INTERESSE PÚBLICO¹

Sofia Brito da Silva²

ABSTRACT: *The financial crisis in which we live in has increased the levels of doubts in the capacity of the States to ensure their financial commitments. Thus, this dissertation will address the problematic of sovereign credit ratings. That said, we will analyze the extreme reliance and dependence in the activity of credit risk and their impacts on the financing capacity of the States. In addition, the recognition of the existence of a clear public interest and the identification of several market failures require a more strict regulation of the rating agencies. Therefore, we will introduce the new European legal framework in this regard and discuss the possibility of creation a new public entity responsible for sovereign credit ratings.*

SUMÁRIO: Introdução. Parte I – A notação da dívida soberana pensada como um serviço de interesse público. 1. Desconstrução da problemática. 2. A configuração do serviço de interesse público. I. A (in)dependência dos Estados face às notações da dívida pública. 1. Origem e fundamentos da notação da dívida soberana. 2. Repercussões e impactos da actividade de notação financeira. II. Reflexos do interesse público na função das agências de notação de risco. 1. O combate à assimetria de informação. 2. O fornecimento de um bem público. 3. O exercício de funções regulatórias. 4. A notação da dívida soberana – um serviço de interesse público? Parte II – A (des)regulação do mercado das agências de notação de risco. I. O mercado de notação financeira. 1. Desmistificação das agências de notação de risco. 2. Falhas de mercado. 2.1 Oligopólio. 2.2 Práticas de concertação. 2.3 Abuso de posição dominante. 2.4 Conflitos de interesse. 3. A fuga à responsabilidade civil. II. A regulação das agências de notação de risco. 1. A regulação a nível internacional. 2. A resposta europeia. 2.1 O Regulamento (CE) n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009. 2.2 O Regulamento (UE) n.º 513/2011, de 11 de maio de 2011. 2.3 O Regulamento (UE) n.º 462/2013, de 21 de maio de 2013. 3. Propostas de solução. 4. Conclusões.

¹ O presente artigo corresponde, com pontuais alterações, à dissertação apresentada na Faculdade de Direito da Universidade do Porto, no âmbito do Mestrado em Jurídico-Económicas, em dezembro de 2013.

² Email: asofiabritodasilva@gmail.com.

INTRODUÇÃO

Volvido um século desde a primeira notação de dívida soberana³ urge repensar, no quadro atual da política económico-financeira internacional, quais os propósitos da sua existência. Porque se procede, afinal, à avaliação do risco de incumprimento das obrigações assumidas por um Estado?

Uma relação em particular prende a nossa atenção: a que se estabelece entre as agências de notação de risco⁴ e os Estados. Reflexo do eterno confronto entre o poder financeiro e o poder político, onde não raras vezes o primeiro impõe sobre o segundo, designadamente pela forma como o condiciona e vincula.

A ascensão deste poder financeiro – alegadamente, na origem da mais recente crise da dívida soberana na Europa – desperta a nossa curiosidade e lança-nos um desafio: o de saber se a capacidade de proceder à notação da dívida soberana pode estar exclusivamente confiada a privados. Mas, mais do que isso, o de saber se a avaliação do risco soberano não pode mesmo ser configurada como um serviço de *interesse público*.

Por não se tratar de um mero exercício de retórica, começamos por analisar de que forma a excessiva dependência relativamente às notações de risco consubstancia uma ameaça à independência e à autonomia do poder político soberano. Em seguida, exploramos a origem e os fundamentos que presidem à notação da dívida pública, descrevendo, ainda, quais os efeitos provocados por esta atividade.

Por sua vez, munidos das premissas necessárias que nos permitem refletir sobre a natureza das funções da notação de risco, colocamos em evidência os inúmeros apontamentos que traduzem o carácter público subjacente à presente atividade, quer pelo exercício de funções regulatórias, quer pela qualidade de bem público de que se reveste a informação divulgada para os mercados. Visto isto, debruçamo-nos sobre o particular interesse público associado à notação da dívida soberana, demonstrando porque não podem, nem devem, ser os mercados⁵ a ditar a *sobrevivência financeira* dos Estados.

Por seu turno, a constatação de que a parcialidade do julgamento qualitativo das agências de notação de risco tem vindo a prevalecer sobre a mera avaliação

3 Com data anterior à 1.^a Guerra Mundial – vd. *infra* “Origem e Fundamentos da Notação da Dívida Soberana”, Ponto 1 da Parte I, p. 14.

4 Pessoas coletivas cuja atividade inclui a emissão de notações de risco a título profissional – cfr. alínea b) do n.º 1 do artigo 3.^º do Regulamento (CE) n.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de setembro de 2009, relativo às agências de notação de risco.

5 Através dos quais são negociados os recursos financeiros – vd. Samuelson & Nordhaus, 1993: 858.

dos indicadores económicos⁶ transporta-nos para o estudo do mercado de notação financeira. Procedemos, assim, à identificação de diversas falhas de mercado que vêm adensar a necessidade de regulação. O reconhecimento dos *vícios* de que enferma este setor de mercado vem interpelar o Direito para acautelar preventivamente a estabilidade dos mercados, a proteção dos investidores mas, sobretudo, a proteção dos próprios Estados.

Em face de tal interpelação, iniciamos um olhar sobre o estado atual da regulação internacional e europeia, focando as regras que visam dar resposta aos problemas que se prendem com a notação das dívidas soberanas e com as distorções do respetivo mercado.

A desconstrução desta problemática parte do reconhecimento de que o interesse público subjacente à notação das dívidas soberanas reclama por uma resposta jurídica que vá além da própria regulação, considerando o risco de se continuar a confiar ao *totalitarismo* dos mercados financeiros o rumo da política económica dos Estados e a satisfação das necessidades dos seus cidadãos.

A importância da resposta a estas questões prende-se, por isso, com a imperiosa necessidade de assegurar a imparcialidade, a qualidade e a isenção da informação publicada relativamente ao crédito dos emitentes e, em especial, quanto às obrigações soberanas. Pretende-se, deste modo, em face da manifesta suficiência (ou não) da capacidade dos privados para proceder à notação das dívidas públicas, mesmo sob o alcance da “mão visível dos Estados”⁷ – a regulação –, colocar em equação a criação de um novo organismo público (quicá até de cariz mundial) que proceda à notação das dívidas soberanas.

6 Giovanni Ferri *apud* Feio & Carneiro, 2012: 108.

7 Moreira & Marques, 2008: 1.

PARTE I
A NOTAÇÃO DA DÍVIDA SOBERANA PENSADA
COMO UM SERVIÇO DE INTERESSE PÚBLICO

1. DESCONSTRUÇÃO DA PROBLEMÁTICA

A notação de risco da dívida soberana é um parecer relativo à qualidade de crédito de um Estado ou de uma dívida ou obrigação financeira, título de dívida ou outro instrumento financeiro, cujo emitente seja um Estado⁸. Nesta medida, consubstancia uma classificação quanto ao risco de incumprimento das obrigações assumidas por um Estado⁹, baseada na avaliação da capacidade e vontade para proceder ao pagamento das obrigações colocadas no mercado financeiro¹⁰.

Como se verá, a possibilidade de notar entidades públicas coloca um novo desafio à autonomia governativa dos Estados, na medida em que se confia *perigosamente*, em exclusivo, a entidades privadas – as agências de notação de risco¹¹ – a determinação da capacidade de financiamento e recuperação económica dos Estados.

A este respeito, suscitamos a questão de saber de que forma a atividade de notação de risco e, em particular, da notação da dívida soberana, assume contornos semelhantes aos de um serviço de interesse público¹². Isto é, em que medida é que estas entidades privadas ao notarem as dívidas soberanas desempenhando, assim, funções que satisfazem interesses da coletividade¹³, não deveriam, como tal, encontrar-se juridicamente vinculadas à prossecução do interesse público, e não, como hoje acontece, de interesses privados inerentes à sua natureza. Vejamos.

8 Cfr. alíneas *a)* e *v)* do n.º 1 do art. 3.º do Regulamento n.º 1060/2009, de 16 de maio de 2009, relativo às agências de notação de risco, com as alterações introduzidas pelo Regulamento n.º 426/2013, de 21 de maio de 2013.

9 Alexandre e Diniz, 2011: 124.

10 Bhatia, 2002: 4.

11 Para uma melhor compreensão do respetivo conceito e atividade ver *infra* Ponto 1 da Parte II – “Desmistificação das Agências de Notação de Risco”.

12 Neste sentido, veja-se Gaillard 2012: 47.

13 Vd. anotação ao n.º 1 do art. 266.º da Constituição da República Portuguesa (Canotilho & Moreira, 2010: 796).

2. A CONFIGURAÇÃO DO SERVIÇO DE INTERESSE PÚBLICO

A concretização da problemática em crise obriga a uma revisão prévia dos conceitos jurídicos de “serviço público” e “serviço de interesse geral”, enquanto mecanismos aptos a prover a satisfação do interesse público¹⁴. Este último, entendido como “medida de vinculação da actividade administrativa [...] que exige que os titulares de órgãos, funcionários ou agentes da administração pública exerçam as suas competências e desempenhem as suas atribuições para a satisfação dos interesses da coletividade (do ‘povo’, dos ‘cidadãos’) e não para a satisfação de interesses privados ou interesses das apócrifas máquinas burocráticas públicas”¹⁵.

Ora, uma breve incursão ao conceito de “serviço público” remete-nos, desde logo, para a “ideia legitimante” do poder do Estado, colocado ao serviço dos cidadãos. Léon Duguit¹⁶ é o responsável por esta visão inicial do serviço público enquanto fundamento do poder. Já, o seu contemporâneo, Maurice Hauriou, definia-o – nas palavras de Marcello Caetano (1980: 1067 a 1069) – “como serviço técnico prestado ao público de maneira regular e contínua para satisfazer a ordem pública e por uma organização pública”.

Sabemos que a reunião de certas características, em algumas atividades, faz com que se encontrem sujeitas a um regime jurídico de direito administrativo. É precisamente sobre o cariz da atividade desenvolvida que recai a tônica do serviço público, entendido em sentido material ou objetivo¹⁷. Isto é, enquanto atividade de interesse geral que, muito embora não integre a orgânica do Estado, procede à satisfação de necessidades básicas dos cidadãos¹⁸. Afasta-se, portanto, a ideia de serviço público necessariamente visado por entidades públicas estaduais. Visão reforçada pela crise do Estado Providência e pela emergência do Estado Regulador.

O abandono da conceção clássica do serviço público, entendido sob a dependência e titularidade do Estado, conferiu espaço de manobra para a

14 “Expressão pouco usada, de resto, na Constituição da República (cfr. também art. 269º-1), mas que tem equivalentes noutras, como ‘interesse geral’ (cfr. arts. 52º-1, 65º-2/c e 81º/f), ‘interesse colectivo’ (cfr. art. 47º-1), ‘utilidade pública’, etc.” (Canotilho e Moreira, 2010: 795 e 796).

15 In Canotilho e Moreira, 2010: 796.

16 Para o qual “(...) tout act des gouvernants est sans valeur quand il poursuit un but autre qu'un but de servisse public” apud Gonçalves, 1999: 28.

17 Silva, 2008: 211.

18 Gonçalves, 1999: 29, 30 e 33.

ascensão da tipificação comunitária dos “*serviços de interesse geral*”¹⁹. Apesar de pouco utilizados na legislação portuguesa são, como o próprio nome indica, atividades que “*satisfazem necessidades básicas dos cidadãos, quer estas sejam de natureza económica, social ou cultural*”²⁰. Encontram-se, por força disso, sujeitas a obrigações específicas de serviço público.

Note-se, contudo, que tais serviços não colhem previsão expressa na legislação comunitária. Ao invés, derivam do conceito de “*serviços de interesse económico geral*”, utilizado nos artigos 14.º e 106.º/2 do TFUE. Estes últimos, cingem-se à satisfação de necessidades económicas dos cidadãos, igualmente sujeitos a obrigações de serviço público.

A este respeito, Vital Moreira (2004: 550) coloca a questão de saber “(...) até que ponto os serviços públicos e os serviços de interesse económico geral são uma e a mesma coisa”. Para o efeito, importa atentar no n.º 2 do artigo 106.º do TFUE, através do qual se prevê que “as empresas encarregadas da gestão de serviços de interesse económico geral ou que tenham a natureza de monopólio fiscal ficam submetidas ao disposto nos Tratados, designadamente às regras de concorrência”. A sujeição às regras da concorrência implicou a mercadorização²¹ do serviço público, entendido na aceção francesa como estando fora do mercado. Esta transposição para o direito europeu acarretou, assim, um alargamento do conceito de serviço público. “Trata-se essencialmente da nova versão dos tradicionais “serviços públicos”, mediante os quais os poderes públicos (Estado e municípios) garantiam a todos os cidadãos um núcleo de serviços essenciais à vida, como água, energia, transportes coletivos, telecomunicações, etc.”²²²³. No entendimento deste prestigiado constitucionalista, o serviço público tradicional passa a consubstanciar uma das modalidades de que se podem revestir os serviços de interesse económico geral²⁴.

19 Observe-se, no entanto, que o TFUE apenas faz referência aos “*serviços de interesse económico geral*” – vd. artigos 14.º e 106.º/2 do TFUE.

20 Gouveia, 2001: 22.

21 *Ibidem*, 2001: 551.

22 Moreira & Marques, 2008: 63.

23 Atualmente, os serviços de abastecimento de água e recolha e tratamento de resíduos sólidos continuam a estar vedados ao setor privado, exceto mediante concessão – cfr. Lei n.º 88-A/97, de 25 de julho, recentemente alterada pela Lei n.º 35/2013, de 11 de junho.

24 Moreira, 2004: 551.

Feita esta revisão geral, encontramo-nos aptos a proceder à transposição destes conceitos para a atividade de notação de risco, de modo a responder negativa ou afirmativamente à problemática em questão.

I. A (in)dependência dos Estados face às notações da dívida pública

Sabemos que a globalização e a liberalização do mercado financeiro vieram permitir o alargamento das fontes de captação de investimento por parte dos Estados. Mas, sabemos também, que com isso viria a exposição pública ao julgamento da qualidade do crédito contraído pelos investidores. Com efeito, as decisões de investimento e financiamento passaram a estar na dependência da emissão de notações por parte de algumas (poucas) agências de notação de risco.

A reputação conquistada por estas agências granjeou-lhes um excesso de confiança tal, que se transmutaram mesmo em fatores de regulação dos próprios mercados. Como? Através da atribuição por parte dos reguladores e legisladores de efeitos automáticos às notações de risco emitidas pelas agências²⁵. Veja-se o exemplo da determinação da adequação dos fundos próprios das instituições financeiras confiada a estas entidades privadas, por meio da prestação de serviços em *outsourcing* aos entes reguladores²⁶. Ou, ainda, a utilização das notações de risco em inúmeros contratos, como referencial para a seleção de investimentos com determinados níveis mínimos de qualidade²⁷ ou para o reembolso antecipado dos empréstimos contratualizados.

A introdução das notações de risco como critério regulador gerou, assim, uma dependência suscetível de originar – nas palavras de Moredo Santos (2010: 492) – “uma atitude acrítica dos investidores face aos riscos em que poderão ver-se envolvidos”. Fenómeno a que a literatura se tem vindo a referir como *overreliance* ou excesso de confiança.

O expoente máximo do que vem dito ganha relevo nas repercussões implacáveis causadas pelo *downgrade*²⁸ das notações das dívidas soberanas de alguns países da Europa. O efeito dominó desencadeado pelo corte destas notações alastrou-se, contaminando a estabilidade financeira de vários países europeus. Os mercados agitaram-se e as taxas de juro não pararam de aumentar. Tal

25 Feio & Carneiro, 2012: 51 e 103.

26 Alexandre & Diniz, 2011a: 149.

27 Alexandre & Diniz, 2011b: 44.

28 Cortes na avaliação dos títulos da dívida soberana.

situação é consequência direta e imediata da avaliação dos títulos das dívidas soberanas por parte das agências de notação de risco, que “(...) reemergem hoje com um poder imenso sobre o risco de crédito da Dívida Pública Soberana”²⁹.

Na verdade, o que se verificou foi que o acesso ao crédito internacional passou a estar *refém* da emissão de *opiniões* por parte das agências de notações de risco. Opiniões estas cuja qualidade não se encontrou assegurada desde o início.

A busca pela obtenção de financiamento externo levou, por isso, a que os Estados se sujeitassem à “permanente auditoria” destas agências, colocando-se numa posição extremamente frágil e vulnerável³⁰. A política passou de proativa a reativa³¹, moldando-se em função da avaliação externa dos indicadores macroeconómicos apresentados pelos Estados. Em alguns casos, a revisão em baixa de uma notação soberana conduziu mesmo à inversão das políticas anteriormente em curso³².

Começaram a emergir “(...) indícios da crescente perda de soberania estatal representando, as agências de notação de risco, um claro exemplo desta constatação”³³. A dependência a que temos vindo a fazer referência questiona, por isso, a tradicional posição de superioridade característica do poder público³⁴, condicionando-a cada vez mais à autoridade dos mercados³⁵.

Facilmente se comprehende que a colocação de títulos da dívida nos mercados importe a consequente notação dos mesmos, por forma a adquirir a credibilidade e confiança necessárias junto dos investidores. Mas poderão e deverão os Estados continuar a submeter-se à conformação das suas políticas económicas tendo por base o sentido das notações emitidas por agentes privados?

29 Vidal Santos, 2011: 138.

30 Graça, 2012: 19.

31 A este respeito, Graça (2012: 18 e 19) refere-se ao risco de os Estados começarem “(...) a actuar não de acordo com os seus interesses mas sim num limbo expectante pelo qual as decisões que adoptam não se venham a traduzir num downgrade por parte das agências de notação de risco”.

32 “(...) É de referir que na avaliação do risco de incumprimento dos Estados no âmbito da dívida pública emitida, as sociedades de notação de risco formulam juízos, adiantam sugestões ou apresentam avaliações sobre o contexto macroeconómico ou a condução da política orçamental que têm impacto importante na conformação das políticas económicas.” (Câmara, 2011: 297).

33 Graça, 2012: 3 e 4.

34 A este respeito, Sabino Cassese fala de uma “mudança de paradigma dos Estados” – apud Graça, 2012: 3 e 4.

35 “Por um paradoxo bizarro, mercados que nunca atingem o óptimo económico tornam-se em contrapartida, os garantes do interesse geral face àqueles que pretendem encarná-lo, pois pensam tirar a sua legitimidade de dois soberanos absolutos, o sufrágio universal e a opinião pública.” (Minc, 1995: 190 e 191).

A questão não se colocaria se a qualidade do processo de avaliação das dívidas soberanas estivesse plenamente assegurada e garantisse a imparcialidade, a transparência e o rigor que lhe é exigido. Ao invés, surge numa altura em que as preocupações europeias nesta matéria continuam a ser publicamente assumidas: “*O processo de notação de risco da dívida soberana não é suficientemente objetivo, integral nem transparente, o que, juntamente com uma dependência excessiva relativamente a essas notações, tem como resultado efeitos de “precipício” e de contágio associados às alterações das notações de risco da dívida soberana*”³⁶.

Considere-se o caso de Portugal, no contexto da crise da dívida soberana. O dia 5 de julho de 2011 é marcado pela notícia do *downgrade* da avaliação dos títulos da dívida portuguesa. Remetia-se para o grau de “*não investimento*” – vulgarmente conhecido por “*lixo*”³⁷ – a notação financeira especulativa dos nossos títulos, numa altura em que se convergiam esforços para o cumprimento do Memorando de Entendimento da Troika e se desenhavam importantes reformas estruturais. Este exemplo permite destacar a forma como uma notação de risco condiciona determinantemente a capacidade de financiamento de um Estado. Prevaleceu o entendimento de que seria maior o risco de incumprimento (mesmo perante a adoção de políticas governativas de combate ao endividamento público) do que a aposta na retoma económica. Resultado: as taxas de juro relativas à dívida pública portuguesa aumentaram significativamente, alimentando ainda mais a instabilidade financeira e a pressão sobre os governantes, fruto da diminuição da capacidade de financiamento de Portugal.

Será necessário melhor exemplo do que este para traduzir o fenómeno da perigosa dependência dos Estados em face das notações de risco das dívidas soberanas? Certamente que não.

1. Origem e fundamentos da notação da dívida soberana

Para uma melhor compreensão da análise *supra* descrita importa observar, em traços gerais, a origem e a evolução da avaliação da qualidade do crédito dos Estados.

36 Cfr. “*Resultado da consulta das partes interessadas e avaliação de impacto*” da Proposta de Regulamento que altera o Regulamento n.º 1060/2009, p. 4.

37 Categoria Ba2, conforme se pode ver em Feio & Carneiro, 2012: 19 e 46.

A história da notação da dívida soberana começa por volta de 1919³⁸, embora a emissão do primeiro *rating* soberano tenha data anterior à Primeira Guerra Mundial³⁹.

Uma década depois, a Grande Depressão conduzia a uma onda generalizada de redução dos *ratings* soberanos. Na verdade, entre os anos de 1931 e 1933⁴⁰, metade dos Estados notados – “*cerca de 50 governos estaduais e locais nos Estados Unidos*”⁴¹ e 21 governos nacionais, entre os quais, 11 situados na Europa⁴² – com empréstimos no mercado nova-iorquino, viram o seu risco de incumprimento aumentar. Seguiram-se 264 *downgrades* de títulos da dívida, cuja maioria apresentava à data da eclosão da Grande Depressão notações equivalentes a “AA”⁴³. Uma análise de GEORGE HEMPEL⁴⁴ indica mesmo que entre estas notações apenas 10% mantiveram o grau de investimento inicial correspondente a “AA” nos anos seguintes. Começavam a sentir-se os primeiros ecos da incapacidade das agências para antecipar uma crise – estávamos nós ainda na 1.^a metade do século XX.

Seguia-se a 2.^a Guerra Mundial e com ela a suspensão generalizada das notações soberanas⁴⁵. Já, em 1963, a introdução do imposto de equalização de juros⁴⁶ nos EUA veio determinar o afastamento da atividade financeira internacional dos mercados norte-americanos até 1974, altura em que este imposto foi abolido.

A década de 1980-1990 viria escrever um novo capítulo da história da notação dos Estados com o exponencial crescimento dos *ratings* soberanos. A crescente liberalização do mercado de capitais e a consequente procura de financiamento estadual nas praças externas pelos países industrializados

³⁸ Feio & Carneiro, 2012: 48.

³⁹ Bhatia, 2002: 5.

⁴⁰ Gaillard, 2012: 19.

⁴¹ Diogo & Carneiro, 2012: 48.

⁴² Bhatia, 2002: 5.

⁴³ Classificação correspondente ao segundo grau de risco mais baixo, indicando uma capacidade muito forte para cumprir os compromissos financeiros – cfr. sítio da Companhia Portuguesa de Rating, disponível em: www.cprating.pt.

⁴⁴ Apud Feio & Carneiro, 2012: 48.

⁴⁵ À exceção das notações do Canadá, EUA e repúblicas da América do Sul.

⁴⁶ “*Interest Equalization Tax*” (IET) equivalente à aplicação de um imposto de 15% sobre os juros resultantes de títulos detidos no estrangeiro (Bhatia, 2002: 5).

tornou o acesso ao crédito internacional mais apelativo, em comparação com o recurso a grandes empréstimos públicos. Por via disso, o número de Estados notados passou de 12 em 1981, para 31 em 1991; e de 87 em 2001, para 126 em 2011⁴⁷. Um dos principais contributos para este acentuado crescimento foi a obrigação legal de notação da dívida como pressuposto de acesso à praça financeira norte-americana e ao crédito internacional.

A breve incursão à história da notação das dívidas soberanas não nos esclarece, contudo, sobre quais os propósitos que a notação visa cumprir, nem quais as razões que motivaram a sua crescente procura por parte dos Estados. Motivo pelo qual serão, agora, objeto de consideração.

Fundamentos

Antes de mais, cumpre aqui recuperar o conceito de notação da dívida soberana já previamente introduzido. Reportávamo-nos, atrás, ao juízo expresso numa escala de notas que visa traduzir a sustentabilidade da dívida do Estado. Tal conceito não se confunde, no entanto, com outro de conteúdo bastante idêntico: o de “*risco-país*”⁴⁸. Este último, visa aferir o impacto das políticas económicas implementadas pelos governos sobre o setor empresarial, acabando por interferir e incorporar o *rating* das empresas emitentes.

A desconstrução do conceito *sub judice* suscita a questão de saber se o objeto desta notação de risco se centra no próprio Estado, enquanto emitente⁴⁹, ou apenas nas respetivas emissões, enquanto títulos de dívida. Inclina-se o entendimento maioritário para a posição de que esta notação visa tão-somente o próprio Estado, na qualidade de emitente⁵⁰.

Por outro lado, quanto à iniciativa da emissão da notação, importa frisar que nem sempre estas emissões são precedidas de um impulso contratual por parte da entidade notada. Distinguem-se, assim, as notações de risco solicitadas das não solicitadas. Nestas últimas, são as próprias agências de notação

47 Gaillard, 2012: 10.

48 Bone, 2006: 49. No mesmo sentido, refere Alexandre (2011a: 153), que o risco país “é habitualmente utilizado para referir o risco de interferência de um Estado na atividade desenvolvida pelas entidades sujeitas à sua jurisdição”.

49 Isto é, enquanto entidade jurídica que procede à emissão de valores mobiliários, na acepção da alínea h) do n.º 1 do art. 2.º da Diretiva 2003/71/CE aplicável “ex vi” alínea s) do n.º 1 do art. 3.º do Regulamento n.º 1060/2009, de 16 de maio de 2009, alterado pelo Regulamento n.º 426/2013, de 21 de maio, de 2013.

50 Veja-se a remissão feita para o entendimento da Standard & Poor's por Alexandre & Diniz, 2011a: 13.

de risco que realizam a notação sem qualquer pedido anterior, socorrendo-se da informação pública existente sobre aquela entidade⁵¹.

Isto posto, resta saber em que pressupostos assenta esta avaliação. Na verdade, as particularidades inerentes ao próprio Estado obrigam a que seja respeitada uma metodologia totalmente distinta da utilizada em relação aos *ratings* empresariais, a começar pelos critérios que a suportam. Entre as variáveis do processo de avaliação do *rating* soberano distinguem-se, por isso, dois tipos de fatores: os qualitativos e os quantitativos. Entre os primeiros – tendo por base o “*risco-político*”⁵² de um país – compreendem-se, designadamente, as seguintes variáveis: a estabilidade e legitimidade das instituições políticas, a participação popular nos processos políticos, a probidade da sucessão das lideranças, a transparência nas decisões e objetivos da política económica e o risco geopolítico. Já, entre os segundos, constam diversos indicadores baseados no desempenho económico e financeiro de um país, como sejam: a estrutura económica e perspetivas de crescimento económico, a flexibilidade fiscal, o endividamento do governo soberano, a estabilidade monetária e a liquidez e dívida externas⁵³.

Note-se que o processo de avaliação das dívidas soberanas tanto pode assentar em informação de carácter público, como em informação cedida pelos próprios Estados. Tal facto condiciona determinantemente a análise de risco em causa, uma vez que reduz ou aumenta a classificação de um Estado, consoante o grau de informação disponibilizada pelo emitente. Mas porque se procede, então, à notação de risco da dívida soberana?

Conforme veremos, as agências de notação de risco representam, enquanto intermediárias dos agentes económico-financeiros, um fator-chave no processo da decisão de investimento. Existe mesmo quem compare esta atividade a uma função *transformadora*⁵⁴, por converter numa escala de notas globalmente compreendida e aceite pelos investidores, todo um conjunto de informação

51 Neste caso, a elaboração de uma notação de risco não solicitada pode pressionar a entidade notada com um *rating* desfavorável a contratar os serviços das agências para evitar a publicação de tal notação, servindo como “ameaça psicológica” (Moredo Santos, 2010: 554).

52 Ou seja, “a disposição do governo em pagar as suas dívidas e de zelar pela estabilidade política interna” (Bone, 2006: 52). Um bom exemplo disso, foi a alteração do *outlook* do *rating* da dívida portuguesa de estável para negativo, pela agência de notação de risco *Standard & Poors*, aquando das demissões de Vítor Gaspar e Paulo Portas.

53 Partindo da análise feita por Bone, 2006: 52.

54 Moredo Santos (2010: 475), que nos remete para o Basel Committee on Banking Supervision, a propósito da ideia de função transformadora.

relativa a emitentes e emissões, suscetível de tornar o mercado mais transparente e menos assimétrico.

É neste contexto que, através da requisição dos serviços de notação financeira, os Estados pretendem divulgar para os mercados um “referencial de risco para efeitos de análise da rendibilidade de investimentos a realizar pelos investidores”⁵⁵, com vista à captação de novos recursos. Ao aumentar o leque de informação disponível sobre o emitente público para os potenciais investidores, o *rating* soberano permite, por isso, facilitar o acesso à obtenção de financiamento externo, reduzindo o risco do crédito investido⁵⁶. Pelo que, são os Estados os primeiros beneficiários do recurso à notação, por darem a conhecer aos investidores – através de uma opinião que se deseja imparcial e fidedigna – quais as condições e capacidade de que dispõem para o cumprimento das respetivas obrigações. É este fator que os habilita a poder negociar condições mais favoráveis de investimento, designadamente, a obtenção de taxas de juro mais baixas.

Apesar disso, a notação da dívida soberana “acaba por ter reflexos mais amplos, ao poder influenciar, em maior ou menor grau, a notação de risco de instituições de crédito e de outras empresas nacionais”⁵⁷. Com efeito, as agências tendem a não atribuir aos emitentes internos *ratings* superiores ao do respetivo Estado. É o vulgarmente chamado *sovereign ceiling* ou *country ceiling*⁵⁸.

No entanto, importa não esquecer o movimento paralelo que conduziu à gradual “institucionalização” da notação da dívida soberana. A este respeito, é curioso observar que as agências de notação de risco se afirmam hoje como uma espécie de “autoridade pública”⁵⁹ sem que tivessem sido alvo de qualquer privatização⁶⁰. Ao invés, surgiram espontaneamente como uma autoridade privada, à qual foi sendo progressivamente atribuída força pública, seja pela

55 Alexandre & Diniz, 2011a: 152.

56 Bruner & Abdelal (2005: 191 e 193), afirmam a este respeito que “*no sovereign government would dare to issue debt without being rated by one or both of the agencies. In fact, many sovereign governments have, without any intention of issuing debt, sought a rating as a signal of transparency and orthodoxy to the market and other governments*”.

57 Câmara, 2011: 297.

58 Cantor & Packer *apud* Moredo Santos, 2010: 487.

59 A este propósito, Bruner & Abdelal (2005: 208) referem o seguinte: “*Public authority has not been privatized. Indeed, it is just the reverse: Private authority that emerged spontaneously, and which previously had no public counterpart, has been given public standing through laws and codes*”.

60 Pela transferência da sua propriedade do setor público para o setor privado (Gouveia, 2001: 12).

inclusão das notações em contratos, seja em regulamentos e diplomas legislativos⁶¹. Lançavam-se as bases para a criação de uma dependência excessiva em torno destas “opiniões”⁶².

C Bruner & Abdelal (2005: 191 e 193) referem a este propósito o seguinte: “(...) ‘private’ authority of the rating agencies is not so private after all. Governments have both valorized and codified their authority. Indeed, governments define the market for ratings and help to determine their influence”. Na realidade, o que se verificou foi uma demissão da função reguladora sobre os mercados financeiros, por parte dos Estados, com a inerente concessão de um papel “quase regulador”⁶³ às agências de notação de risco. Porquê “quase-regulador”?

Ao percorrer setores como o setor bancário, o dos seguros, o dos fundos e empresas de investimento, entre outros, conseguimos vislumbrar um traço comum: todos eles dependem de notações independentes emanadas por agências de notação. Com efeito, o exemplo norte-americano inaugurou a via para a instrumentalização das notações. Senão vejamos.

Em 1975, uma das suas entidades reguladoras – a *Securities and Exchange Commission* (SEC) – decidiu recorrer a notações de risco enquanto medida de aferição dos capitais próprios das corretoras⁶⁴. Já antes disso, as autoridades americanas de regulação financeira tinham decidido delegar a sua capacidade de avaliação da qualidade de títulos de dívida às agências de notação⁶⁵. O que se observou a nível europeu foi semelhante. Assim, em 2006, no âmbito do setor bancário, o Acordo de Basileia II (posteriormente incorporado na legislação europeia, através da publicação das Diretivas 2006/48/CE e 2006/49/CE, de 14 de junho de 2006, conhecidas por *Credit Requirements Directives*) veio “(...) enfatizar a importância das notações de crédito dadas pelas Agências de Notação, ao conferir-lhes um efeito automático na contabilização dos requisitos de

61 Neste sentido, Moncada (2012: 266): “Não obstante, a posição das agências quanto à notação do crédito é vista em diversos países europeus como requisito obrigatório da bondade do critério de solvabilidade do capital bancário. É o próprio legislador que lhes dá tamanha relevância.”

62 “Atualmente, os mercados, os investidores, os emitentes, os Estados, as legislações e os contratos privados acabam, de uma forma ou de outra, por atribuir efeitos automáticos às notações e às suas variações.” (Feio & Carneiro, 2012: 103).

63 Gaillard, 2012: 13.

64 Feio & Carneiro, 2012: 73 ss.

65 Designadamente no período da Grande Depressão de 1929, de forma a encorajar os bancos a investir em obrigações de qualidade suficiente, impedindo mesmo investimentos em obrigações sem a classificação de “investment grade” (Petitjean, 2012: 4).

*capital no sector bancário*⁶⁶. Mais, o próprio Banco Central Europeu (BCE) veio incorporar entre uma das suas fontes, no quadro dos requisitos de capital das instituições bancárias e dos Estados na zona euro, notações externas atribuídas pelas *External Credit Assessment Institutions* (ECAI)⁶⁷. Significa isto que, as notações de risco consubstanciam uma das metodologias utilizadas para aferir da qualidade de crédito dos ativos susceptíveis de serem elegíveis nas operações de política monetária, entre os quais se incluem os títulos das dívidas públicas detidos pelas instituições financeiras⁶⁸.

Constata-se, assim, que o peso que lhes foi sendo atribuído foi de uma grandeza tal, que atualmente são as próprias agências a vir peticionar a redução das referências legislativas *supra* discriminadas, “(...) fazendo notar que com isso os governos se apropriaram dos ratings, transformando-os num instrumento de regulação financeira, papel que nunca foi o seu”⁶⁹.

2. Repercussões e impactos da atividade de notação financeira

A projeção dos efeitos resultantes da atividade de notação de risco foi, sem qualquer margem para dúvidas, diretamente proporcional à dimensão do papel contraído pelas agências de notação de risco no funcionamento do sistema financeiro internacional. Reflexamente, também as notações das dívidas soberanas atingiram proporções idênticas.

Apesar de representarem, *ab initio*, um insofismável contributo para a redução dos custos de financiamento dos Estados e alargamento das fontes de captação de recursos, o certo é que um inesperado *downgrade* do rating de um Estado, pode ferir gravemente a capacidade de acesso aos mercados, acarretando o seu afastamento temporário. Basta pensar que ao configurarem um primordial elemento de confiança na decisão dos investidores, a quebra imprevisível e acentuada da avaliação de um Estado, implica por si só a retração dos investidores potencialmente interessados, conhecido o risco de incumprimento.

66 Feio & Carneiro, 2012: 74.

67 Avaliações de crédito realizadas por Agências de Notação Externa reconhecidas para o efeito. Nos termos do art. 81.º da Diretiva 2006/48/CE de 14 de junho de 2006, estas agências são reconhecidas pelas autoridades competentes dos respetivos Estados Membros. Em Portugal, o reconhecimento dessas ECAI compete ao Banco de Portugal – cfr. art. 12.º do DL n.º 104/2007, de 3 de abril, que transpõe para a ordem jurídica interna a Diretiva n.º 2006/48/CE. Note-se, ainda, que este procedimento de reconhecimento não foi substituído pela obrigação de registo das ANR introduzida pelo Regulamento n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009 *infra* analisado – vd. considerando 44 do indicado Regulamento.

68 Para mais desenvolvimentos nesta matéria, veja-se Alexandre & Diniz, 2011b: 33 ss.

69 Thomas McGuire *apud* Feio & Carneiro, 2012: 79.

mento inerente àquele crédito. Consequentemente, os custos de financiamento imprimidos nas taxas de juro passam para um patamar substancialmente mais elevado. Conforme refere SY⁷⁰ “*downgrades abruptos podem aumentar o custo de emissão de dívida e tornar bastante difícil o acesso dos emitentes ao mercado, pressionando a sua capacidade para honrar os compromissos financeiros*”. Acresce que, paralelamente, os mercados não só perdem liquidez – fruto da corrida em massa à venda de obrigações da dívida soberana – como saem fortemente prejudicadas as instituições de crédito que beneficiavam da garantia do Estado⁷¹.

Esta sobreposição de impactos negativos remete-nos para o efeito procíclico das notações, ou seja, para a suscetibilidade de fazer catapultar as consequências negativas em alturas de crise e impulsionar o investimento em alturas de maior prosperidade⁷². Acontece que os efeitos negativos provocados pela redução de uma notação soberana não se circunscrevem ao Estado que viu o rating drasticamente diminuído⁷³. “*Pelo contrário, essa informação tem um efeito sistémico na estabilidade financeira de outros países e mercados financeiros*”⁷⁴. A crise da dívida soberana na UE, teimosamente instalada desde finais de 2009, reflete bem o que vem dito. Basta pensar no caso da notação da dívida pública grega e sua propagação em relação às restantes dívidas europeias⁷⁵. Apesar de as agências americanas terem resistido a uma revisão em baixa da sua notação da dívida pública, após o conhecimento da “*operação de maquilhagem*” das contas públicas da Grécia aquando da sua entrada na zona euro, as dificuldades de financiamento que entretanto se vieram a revelar durante o ano de 2010 impuseram o *downgrade* da respetiva notação. De imediato, um sentimento de desconfiança assombrou os países da moeda única europeia, como Portugal, Irlanda, Espanha e Itália.

70 Amadou N. R. *apud* Alexandre &Diniz, 2011b: 12.

71 Gaillard, 2012: 24.

72 “(...) em certas circunstâncias, especialmente quando há pânico nos mercados, as notações também podem prejudicar os indicadores económicos, o que pode agravar a espiral descendente de uma crise económica” – veja-se, neste sentido, Ferri & Kaminski *apud* Feio & Carneiro, 2012: 108 e 109.

73 “Rating agencies have the power to destabilize whole national economies, municipal governments, major corporations”, Saskia Sassen *apud* Schwarcz, 2002: 2.

74 Alexandre &Diniz, 2011b: 23.

75 Observem-se, ainda, os exemplos do *downgrade* dos ratings da Islândia, da Roménia e dos países bálticos e consequentes repercuções sobre os mercados de acionistas austríacos e alemães – cfr. Alexandre & Diniz, 2011b: 24 e 25.

Esta situação encontra-se diretamente relacionada com o efeito sistémico desta atividade, com repercuções diretas e imediatas a nível da estabilidade financeira mundial. Afigura-se impossível evitar que o cômputo de externalidades negativas *supra* referidas não transponha limites geográficos, desequilibrando a mais remota entidade económica que se encontre dependente dos mercados. Não deixa, por isso, de ser curioso verificar que o mesmo “*efeito de contágio*” não se estende aos *upgrades*⁷⁶.

A presente abordagem tenciona ajudar a compreender a imperiosa necessidade de colmatar os efeitos nefastos provocados pelas agências⁷⁷. Mas, mais do que isso, pretende alertar para o facto de ter de se confiar esta função a uma entidade de cariz público. Isto porque, tal “*como escreve Paul Krugman, as avaliações distorcidas levadas a cabo pelas agências de notação de risco fizeram o sistema financeiro assumir mais riscos do que podia administrar com segurança*”⁷⁸.

II. Reflexos do interesse público na função das agências de notação de risco

A expressão global da atividade de notação de risco no quadro do sistema financeiro obriga a uma reflexão quanto à natureza das suas funções. Afinal de contas, será esta uma atividade de índole totalmente privada?

A este respeito, são vários os apontamentos ao longo da literatura dedicada ao estudo das agências de notação de risco que nos remetem para o interesse público subjacente à sua atividade. Apesar disso, são poucos os autores que se concentram em torno desta ideia, limitando-se tão-somente a deixar escapar, aqui e ali, breves considerações. Talvez por isso se questione a pertinência desta análise.

Pretende-se, sobretudo, repensar a atividade de notação de risco como sendo uma atividade económica de manifesto interesse público, pelo combate a falhas de mercado e pelo exercício de funções regulatórias. E, por via disso, explicar a imperiosa necessidade de intervenção da “*mão visível*” do Estado.

Mais ainda, pretende-se dar resposta à problemática *supra* inaugurada relativamente à equação da atividade da notação da dívida soberana como um serviço de interesse público.

76 Arezki & Sy *apud* Alexandre & Diniz, 2011b: 24.

77 “*Tais comportamentos têm passado, de certa forma, incólumes, não obstante a reforma legal*” (Vidal Santos, 2011: 158).

78 *Apud* Vidal Santos, 2011: 158.

1. O combate à assimetria de informação

Ao suprirem as deficiências de informação existentes entre emitentes e investidores através da emissão de *ratings*, as agências de notação de risco desempenham um importante papel no combate à assimetria de informação existente entre os vários intervenientes económicos.

Com efeito, a avaliação do risco de crédito exige conhecimentos técnicos, específicos e detalhados, na sua maioria inacessíveis ao fator capital. Assim, ao notarem a qualidade dos créditos, estas entidades privadas, não só auxiliam a percepção do binómio risco-rendibilidade das escolhas de investimento, comparando com maior confiança as alternativas existentes no mercado, como também, permitem acompanhar a evolução do risco de crédito através das notações publicadas.

Por outro lado, o combate à assimetria de informação impede o exercício de eventuais comportamentos “*oportunistas*” por parte dos emitentes, em aproveitamento da falta de informação detida pelos investidores.

Importa realçar que a assimetria de informação representa em si mesma uma conhecida falha de mercado, cujo combate se encontra tradicionalmente a cargo da intervenção pública estadual, através da regulação. Ao emergirem como um importante elemento no combate à assimetria de informação existente nos mercados, tornando pública a qualidade dos créditos em que se pretende investir, as agências transformaram-se, por isso, em *gatekeepers*⁷⁹ da atividade financeira.

É neste contexto, e tendo em atenção a quantidade de informação veiculada para os mercados através das notações, que o Comité Europeu de Regulação de Seguros (CERS) afirma existir um claro interesse público na divulgação das notações⁸⁰. Com efeito, ao esclarecerem os investidores, tentando atenuar os desequilíbrios de informação, as agências estão a colmatar, na realidade, duas falhas de mercado⁸¹: quer a assimetria de informação, quer a ausência de informação financeira, que – como veremos em seguida – se traduz no fornecimento de um bem público.

79 Cuja noção está longe de ser estanque e consensual – vd. José Ferreira Gomes para o qual remete Moredo Santos, 2010: 473.

80 In The Committee of European Securities Regulators, 2008: 58.

81 Ver *infra* “Falhas de mercado” – Ponto 2 da Parte II, p. 32.

2. O fornecimento de um bem público

Se dúvidas não se levantam quanto à redução da assimetria de informação provocada pelas agências, o mesmo não acontece quanto ao seu entendimento como bem público. Isto é, como atividade económica cujos benefícios são de tal forma difundidos pela população que nenhuma empresa tem um incentivo económico para os fornecer, acabando por ter de ser o Estado a assumir a obrigação de os prestar⁸².

No entanto, “(...) *there is a growing realization that credit ratings bear the characteristics of a public good. Financial market participants need reliable, transparent and independent assessment of creditworthiness of issuing parties. Credit ratings are therefore better viewed as an infrastructure matter, much like roads, air traffic control and the public education system*”⁸³. A problemática em apreço exige, por isso, a adequada revisão das características que incorporam a noção de bens públicos, nomeadamente, a “não-rivalidade”, a “não-exclusão” e a “não-rejeitabilidade”⁸⁴, de modo a sufragar tal entendimento.

Vejamos: quanto à característica da “não rivalidade”, o facto de uma empresa ou um particular retirar utilidade da informação publicada não implica a respetiva diminuição da informação existente. Por outro lado, a “não exclusão” das notações comprehende-se pela simples circunstância de não podermos impedir quem quer que seja de aceder à informação publicada. Aliás, a divulgação das notações coloca mesmo um problema de *free-riding*⁸⁵ – “once it is released there is no way to prevent access to free riders”⁸⁶. Na realidade, os investidores não estão dispostos a pagar pela emissão de *ratings*, enquanto os emitentes se mostrarem disponíveis para as continuar a pagar. Por sua vez, é precisamente o carácter público das notações que permite explicar a “não rejeitabilidade” dos seus benefícios.

No presente caso, importa esclarecer que o Estado não se vê obrigado a garantir a atividade de notação no âmbito dos mercados financeiros, pelo simples facto de existir um incentivo económico retirado pelas agências de *rating*, equivalente às taxas cobradas enquanto contraprestação dos seus

82 Samuelson & Nordhaus, 1993: 49.

83 Duana & Van Laereb, 2012: 3 e 4.

84 Vd. Tullock, 2005: 1.

85 Permite que outros sujeitos retirem proveito deste serviço sem terem que suportar os respetivos encargos.

86 Smith & Walter, 2001: 6 e 7.

serviços. O que não impede, contudo, que as notações de risco deixem de suportar as características de bem público.

Na verdade, um dos problemas que se tem vindo a colocar relaciona-se exatamente com as distorções que o referido incentivo económico (as taxas pagas pelos emitentes) têm vindo a provocar sobre a qualidade das notações publicadas. O modelo de pagamento surge presentemente como causa de inúmeros conflitos de interesse (abordados *infra*) responsáveis pela falta de rigor e transparência exigida às notações. Verifica-se, assim, que é a natureza de bem público inerente à informação financeira que permite explicar algumas das falhas ocorridas no interior da atividade de notação⁸⁷.

Acresce que, esta atividade pode mesmo ser equacionada na perspetiva de um “bem público global”, atento o fenómeno de globalização do mercado financeiro. Para esta reflexão, parte-se da premissa da estabilidade financeira como um bem público global e do papel das agências de notação de risco para a sua promoção.

Com efeito, ao potenciarem a maior informação dos agentes económicos, as agências de *rating* são responsáveis pela diminuição da instabilidade financeira, causada pela existência de falhas de mercado. De tal modo, que é atualmente inconcebível projetar o funcionamento do sistema financeiro sem a presença destas sociedades de notação de risco. A confiança dos investidores sairia fortemente abalada, com inevitáveis consequências para o fluxo das trocas de capitais. É neste prisma que o serviço das agências de notação de risco pode ser pensado como, pelo menos, próximo de um bem público global, reforçando a urgência de políticas de regulação que ultrapassem a esfera nacional e a intervenção do direito público internacional.

3. O exercício de funções regulatórias

A crescente confiança depositada nas avaliações de risco publicadas pelas agências de *rating*, reforçada pelo incremento das referências legislativas e contratuais em relação às notações, granjeou-lhes um papel “epicéntrico e quase regulatório”⁸⁸. Partnoy chega mesmo a descrevê-las como chaves que destrancam os mercados financeiros – “keys that unlock the financial markets”⁸⁹ – no sentido

⁸⁷ “A “subscriber pays” model may be doomed to failure by the “public goods” nature of ratings”. – vd. Coffee Jr, 2010: 255.

⁸⁸ Larosière Report, High-Level Group on Financial Supervision in the EU, 2009: 19.

⁸⁹ Apud Alexandre & Diniz, 2011a: 148.

de que podem ou não vedar o acesso aos diferentes intervenientes, designadamente, para a colocação de obrigações no mercado.

Ora, uma das causas que fundamenta a intervenção do Estado na economia, através da regulação, é a existência de falhas de mercado, entre elas, a assimetria de informação. Conforme vimos *supra*, as agências de notação de risco desempenham um papel crucial neste campo. Sucede que, neste caso, as agências de notação de risco nasceram espontaneamente como forma de resposta à assimetria de informação, sem que tivesse existido uma privatização⁹⁰ destas funções por parte dos Estados. Pelo contrário, o que se verificou foi precisamente o inverso: o que antes carecia de força pública passou a tê-la, pela incorporação dos *ratings* nas diversas legislações nacionais⁹¹. A assunção destas funções regulatórias remete-nos, assim, para a ideia do exercício privado de funções públicas por parte das agências de notação de risco⁹². Senão vejamos.

As agências de notação de risco deixaram de ser simples intermediários financeiros, para passarem a constituir requisitos legais e regulamentares de níveis capital dos bancos e instituições financeiras, impostos pelos Estados. Os efeitos automáticos atribuídos às notações (a que anteriormente fizemos referência) configuram uma das formas de regulação dos mercados financeiros, na medida em que constituem parâmetros necessários ao desempenho de determinada atividade. Exemplo disso é a própria legislação portuguesa que requer determinada notação de risco para a produção de certo efeito⁹³.

Em face do exposto, a regulação privada dos mercados apresenta-se como o exercício de uma função pública, tradicionalmente entendida como estando a cargo dos Estados⁹⁴. Exerce-se uma atividade de regulação económica, “*em que o interesse público é prosseguido mediante a edição, a implementação e a fiscalização*

90 De direito.

91 Bruner & Abdelal, 2005: 191.

92 “(...) Rating agencies are members of the “new set of (largely, though not exclusively, private) intermediary strategic functions carried out by states in the recent past.” To this extent, they are representative of a growing trend toward private ordering of traditionally public functions”- cfr. Schwarcz, 2002: 2 e 3.

93 Sobressaem, assim, normas como a alínea b) do n.º 1 do artigo 17.º, artigos 18.º e 20.º do Decreto-Lei n.º 59/2006, de 20 de março, quanto às obrigações hipotecárias e às instituições de crédito hipotecário; ou, ainda, como o artigo 80.º do Decreto-Lei n.º 104/2007 de 3 de abril (que transpõe a Diretiva2006/48/CE) quanto ao cálculo dos requisitos mínimos dos fundos próprios das instituições de crédito – vd. Alexandre & Diniz, 2011b: 26 e ss.

94 Nesta linha Schwarcz (2002: 3) “ao defender que as sociedades de notação de risco são um exemplo que ilustra a crescente tendência de regulação privada de matérias tradicionalmente cometidas a entidades públicas.” apud MoredoSantos 2010: 477.

de regras destinadas a assegurar que a exploração, em ambiente liberalizado, de certos serviços de interesse geral ocorra no estrito respeito de condições e objetivos públicos (atividade administrativa de regulação)”⁹⁵. A este respeito, Luigi Pianesi (2011: 201) refere que a atividade de notação assume características de “privatização”⁹⁶ de uma função pública (remetendo-nos para o título da presente dissertação), na medida em que estabelece limites mínimos regulatórios de acesso a alguns mercados. Fala, por isso, de uma “mutazione genética” do parecer emitido pelas agências de notação, ao passarem a integrar um processo de certificação de determinadas entidades. É neste sentido que se comparam as notações de risco a “licenças regulatórias”⁹⁷.

4. A notação da dívida soberana – um serviço de interesse público?

Recuperadas as noções introduzidas *supra*⁹⁸, poder-se-á entender a atividade de notação da dívida soberana como a prestação de um serviço de interesse público? Vejamos se é este o caso das ANR ao procederem à avaliação da qualidade do crédito dos Estados.

Conforme já descrito, para que esta atividade se pudesse integrar na conceção clássica de serviço público, seria necessário que se encontrasse a cargo, direta ou indiretamente⁹⁹, de entidades públicas estaduais. Razão pela qual, se descarta a hipótese de eventual subsunção da atividade de notação da dívida soberana no tradicional conceito de serviço público.

No entanto, o alargamento do conceito de serviço público através da ascensão comunitária dos serviços de interesse económico geral permitiu que se configurasse a possibilidade de entidades privadas procederem à satisfação de necessidades básicas dos cidadãos, designadamente através da sujeição a “obrigações de interesse geral” ou “obrigações de serviço público”¹⁰⁰. Consideremos, então, se é este o caso das agências de notação de risco.

Apesar de se tratarem, aqui, de pessoas coletivas privadas, com um claro escopo lucrativo que – conforme pretendemos demonstrar – visam uma missão

95 Gonçalves, 2008: 546.

96 Muito embora saliente que não se enquadra nos padrões usuais de atribuição do exercício de funções públicas a privados.

97 Partnay, 2009: 4.

98 Ponto 2 – “A configuração do serviço de interesse público”.

99 Neste último caso, mediante concessão.

100 Moreira, 2004.

de interesse geral, o certo é que a legislação europeia remete para o domínio das autoridades nacionais a definição destes serviços. Em estrito respeito, aliás, do princípio europeu da subsidiariedade¹⁰¹. O que, desde logo, se comprehende pelo facto de as autoridades nacionais conhecerem substancialmente melhor as realidades dos respetivos Estados-membros por comparação às instituições europeias¹⁰². Sucede que, nenhum ordenamento jurídico nacional procedeu ao reconhecimento da atividade de notação como “serviço de interesse geral” – o que por si só parece constituir facto bastante para o afastamento da presente qualificação.

O que vem dito não impede, contudo, que se visualizem aqui certas obrigações impostas pela UE às agências de notação de risco, senão iguais, pelo menos próximas, das “obrigações de serviço público”. Na verdade, uma vez constatada a ausência ou insuficiência de enquadramento regulamentar destas agências num Estado-Membro e os efeitos negativos sobre estes agentes e sobre os mercados financeiros de toda a UE, as instituições europeias viram-se obrigadas a adotar disposições regulamentares sólidas, aplicáveis em toda a Europa, com vista à proteção dos mercados e dos seus investidores¹⁰³. Surgiram, assim, obrigações que “(...) embora limitem a liberdade de negócio, são proporcionais aos objectivos definidos e têm em conta o texto regulamentar. Só se aplicam a um serviço de interesse público (as notações de risco podem ser usadas para fins regulamentares) prestado por determinadas instituições regulamentadas (agências de notação de risco) em determinadas condições (modelo do emitente-pagador) e, no caso de rotatividade, a título temporário”¹⁰⁴. Conforme se pode observar, o excerto transcrito refere-se a um “serviço de interesse público”, considerado apenas na perspetiva da utilização das notações para fins regulamentares¹⁰⁵. Entendimento, este, já contemplado na análise do ponto anterior. Todavia, o que visamos, agora, é a avaliação da dívida soberana como tarefa de interesse público. E, já não, a notação dos restantes títulos financeiros.

101 Ao abrigo do artigo 5.º do TUE.

102 Silva, 2008: 224.

103 Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que altera o Regulamento (CE) n.º 1060/2009, relativo às agências de notação de risco – COM(2011) 747 final de 15.11.2011, p. 6

104 Proposta de Regulamento *supra* citada, p. 7.

105 Isto é, “da utilização de notações de risco com o objetivo específico de cumprir disposições da legislação da União ou da legislação nacional dos Estados-Membros publicada em cumprimento de legislação da União” – vd. alínea g) do n.º 1 do artigo 3.º do Regulamento n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009, com as alterações introduzidas pelo Regulamento n.º 462/2013, de 21 de maio de 2013.

Ora, apesar de a notação da dívida soberana não ser usada para fins regulamentares, vislumbramos, de igual modo, o estabelecimento de outras obrigações especificamente previstas em defesa dos Estados. Entre elas, compreendem-se as enumeradas na Secção D do Anexo I do Regulamento (CE) n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009, relativo às agências de notação de risco, alterado pelo Regulamento n.º 462/2013, de 21 de maio de 2013, tais como: a obrigação de indicar as fontes utilizadas na elaboração da notação de risco e a metodologia utilizada na sua determinação; e de informar as entidades notadas, com a antecedência de um dia útil completo relativamente à publicação da notação ou perspetiva de notação, da notação a emitir e das principais considerações que a fundamentam¹⁰⁶. Como se justifica, então, a imposição de talas obrigações?

O facto de a notação da dívida soberana constituir um pressuposto essencial do acesso aos mercados, sem a qual se revela extremamente difícil a manutenção da capacidade de financiamento externo dos Estados, fez com que a dependência em torno destas agências tivesse aumentado significativamente. De tal forma, que a revisão em baixa da notação da dívida pública pode mesmo impedir os Estados de conseguirem captar recursos internacionais, em virtude da quebra de confiança provocada junto dos investidores. Pense-se, agora, nos efeitos nefastos originados pela falta de capitais necessários à sustentabilidade dos países e nos seus primeiros destinatários: os cidadãos. A consideração do impacto indireto da variação da notação soberana sobre a população nacional deve implicar, por isso, o reconhecimento desta atividade como sendo de um claro interesse geral.

Desta forma, conclui-se no sentido de que, apesar de atualmente não poder ser juridicamente enquadrada no âmbito de um “*serviço público*” ou de um “*serviço de interesse económico geral*”, não pode ser ignorada a dimensão pública de que está imbuída. Exemplo disso, são as obrigações *supra* descritas, emanadas pelas instituições europeias, em prol da estabilidade financeira dos emitentes soberanos, sendo estas reflexo direto e imediato do papel central que cabe à administração na definição de interesse público¹⁰⁷.

106 Para mais desenvolvimentos nesta matéria ver *infra* “A Resposta Europeia”, Ponto 2 da Parte II, p. 46.

107 “O interesse público é posto e não pressuposto, cabendo à administração um papel central na sua definição.” –Canotilho & Moreira, 2010: 796.

PARTE II
 A (DES)REGULAÇÃO DO MERCADO
 DAS AGÊNCIAS DE NOTAÇÃO DE RISCO

I. O MERCADO DE NOTAÇÃO FINANCEIRA

“Credit risk analysis is an art, not a science. It is impossible to quantify all the elements one must consider in credit analysis.”¹⁰⁸

1. Desmistificação das Agências de Notação de Risco

Mas, afinal, quem são? O que fazem? Para que servem? Que responsabilidade lhes pode ser assacada no contexto económico-financeiro em que vivemos? Serão as agências de notação de risco meras portadoras de más notícias?

Como vimos, as agências de notação de risco são pessoas coletivas cuja atividade inclui a emissão de notações de risco a título profissional¹⁰⁹. Ou seja, pretendem avaliar a capacidade dos agentes económico-financeiros, públicos ou privados, para pagar as suas dívidas. Tal avaliação, baseada em notações de risco¹¹⁰, é utilizada por investidores, emitentes, bancos de investimento e governos, como “*informação viável e de qualidade*”, através da qual se tomam decisões de investimento e financiamento em pleno conhecimento de causa. A sua atividade atravessa a dinâmica do mercado financeiro de capitais, uma vez que fornecem dados relevantes para quem financia e para quem quer ser financiado, permitindo, não só, a análise do risco associado ao crédito garantido na hipótese de incumprimento, como também, um olhar dito independente sobre as capacidades de crédito dos emitentes e o valor dos instrumentos financeiros por si emitidos.

Impulsionadas pela expansão do mercado de capitais e pela crescente complexidade dos produtos financeiros, potenciaram a sua atuação enquanto

108 E. Z. Emmer, Executive Managing Director of Standard & Poors apud Vidal Santos, 2011: 138.

109 Cfr. alínea b) do n.º 1 do artigo 3.º do Regulamento n.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro de 2009, relativo às agências de notação de risco.

110 “*Parecer relativo à qualidade de crédito de uma entidade, de uma obrigação de dívida ou obrigação financeira, de títulos de dívida, de acções preferenciais ou outros instrumentos financeiros, ou do emitente de tais obrigações de dívida ou obrigações financeiras, títulos de dívida, acções preferenciais ou outros instrumentos financeiros, emitido através de um sistema de classificação estabelecido e definido com diferentes categorias de notação.*” – alínea a) do n.º 1 do artigo 3.º do Regulamento n.º 1060/2009.

entidades cruciais no âmbito da avaliação dos instrumentos financeiros¹¹¹. Surgiram como resposta à necessidade de saber em que é que se estava a investir e qual o risco associado ao investimento – função desempenhada pelas notações do crédito, subjacente aos títulos da dívida.

Não obstante a sua significativa importância para o funcionamento dos mercados financeiros, o certo é que apenas muito recentemente passaram a ser objeto de preocupações regulatórias. De facto, durante décadas, assistiu-se a uma política de desregulação, oriunda dos EUA, por força da reunião das condições favoráveis à falta de regulamentação ou de supervisão, tais como, o *lobbying* dos grandes grupos económicos¹¹². Não tardaram a ecoar vozes críticas culpando-as parcialmente pelo atual estado da economia, considerando-se que, “(...)*por um lado, não refletiram nas suas notações de risco, numa fase suficientemente precoce, a deterioração das condições do mercado e, por outro, não ajustaram atempadamente as suas notações de risco na sequência do agravamento da crise dos mercados*”¹¹³.

Pretende-se, assim, identificar e concretizar as falhas no âmbito da atuação destes agentes financeiros que motivaram os mais recentes avanços internacionais e europeus, no sentido da regulação do mercado financeiro em defesa dos investidores e dos Estados soberanos.

2. Falhas de mercado

São várias as referências, ao longo do presente trabalho, em torno do conceito de “*falhas de mercado*”, pelo que importa traduzir esta noção antes de a aplicar em concreto.

Consideram alguns autores que as falhas de mercado são “*uma imperfeição num sistema de preços que impede uma afetação eficiente dos recursos, como a concorrência imperfeita*”¹¹⁴. Tratam-se, por isso, de “*situações onde não existem mercados, onde estes funcionam mal, ou onde a concorrência pode enfrentar limitações severas e contrárias ao interesse geral. Estas situações são designadas como falhas e imperfeições de mercado*”¹¹⁵.

111 Quanto às origens das agências de rating e sua evolução, ver Feio & Carneiro, 2012: 25 ss.

112 “*Previous crises have led to calls for regulation of CRAs but regulatory action has been reactive and slow. CRAs have been typically unregulated and have instead relied on industry self-regulation.*”(Sy, 2009: 6).

113 Vd. Regulamento N.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro de 2009, relativo às agências de notação de risco, p. 2.

114 Samuelson & Nordhaus, 1993: 853.

115 Confraria, 2011: 59.

Talvez se vislumbre um ligeiro paradoxo pela referência a falhas de mercado no contexto das agências de *rating*, na medida em que a sua existência se justifica precisamente pelo combate a outras falhas de mercado, como a assimetria de informação no mercado de capitais. A questão fica, no entanto, ultrapassada pelo simples facto de também elas comporem um determinado mercado dando azo à identificação de possíveis distorções, tais como, eventuais práticas de concertação, abuso de posição dominante e inatos conflitos de interesses.

2.1 Oligopólio

O reconhecimento público imediato das “Três Grandes” agências de notação de risco – “Moody’s”, “Standard & Poor’s” e “Fitch” –, remete-nos, desde logo, para o problema da forte concentração verificada neste mercado em detrimento da concorrência que seria desejável.

Vários autores falam, assim, da existência de um “oligopólio natural”¹¹⁶ originado por fatores inerentes à própria atividade, como sejam, a reputação e a relação de confiança estabelecida entre agências, emitentes e investidores.

A excessiva concentração do mercado provoca a criação de barreiras à entrada de novos privados neste setor, em manifesto prejuízo da concorrência. Na verdade, a existência de um mercado cativo de clientes potencia inevitavelmente a diminuição do rigor e isenção das análises pelas quais as agências de notação de risco são responsáveis, na medida em que a reduzida concorrência e estrutura do mercado existente provoca desincentivos à procura de ganhos de reputação através da prestação de serviços de qualidade acrescida. O binómio poucas empresas/elevada dimensão gera, por isso, elevados custos de bem-estar para a sociedade.

Surge a questão: como podem e devem as autoridades públicas responder quando o mercado deixa de ser descentralizado¹¹⁷?

Afiguram-se essenciais mecanismos de controlo que impeçam abusos de poder de mercado, através da proibição de operações de concentração e de acordos ou estratégias entre empresas. Trata-se de uma regulação em defesa da concorrência – por contraposição a uma regulação *ex ante* exigida no caso de monopólios – de forma a criar condições para que a concorrência funcione e penalize comportamentos que contra ela atentem.

¹¹⁶ Chaput *apud* Moredo Santos, 2010: 497.

¹¹⁷ Bruner & Abdelal, 2005: 191.

2.2 Práticas de concertação

A sintonia e o *timing* quase perfeito com que as notações de rating são emitidas ditam acordos demasiado coincidentes para que não levantem suspeitas quanto à existência de possíveis práticas de concertação. Ou seja, quanto à eventualidade de acordos entre as “*Três Grandes*” suscetíveis de restringir ou falsear a concorrência, nos termos do artigo 101.^o¹¹⁸ do TFUE.

Conforme explica Nicolas Petit (2011: 26) são várias as formas possíveis de colusão entre estas agências – situação através da qual duas ou mais empresas estabelecem, conjuntamente, os seus preços ou produções, repartem entre si o mercado ou tomam outras decisões de gestão, dependendo os seus lucros das suas ações conjuntas¹¹⁹. Em primeiro lugar, surge uma eventual colusão indireta com o objetivo de cortar as notações das dívidas soberanas, através de contatos com clientes comuns ou no contexto de organizações conjuntas. Já, noutra escala, refra-se a colusão entre as agências de *rating* e as entidades financeiras, visando igualmente o corte das dívidas soberanas, mas com o fim de prejudicar instituições financeiras concorrentes, demasiado expostas ao risco destas dívidas, e no sentido de inflacionar as respetivas taxas de juro dos títulos soberanos, de modo a aumentar os lucros das instituições bancárias e a inerente capacidade das agências para aumentarem as suas receitas.

Em qualquer dos casos, cairíamos no âmbito de proteção do art. 101.^o do TFUE, apesar de permanecerem desconhecidos quais os motivos estratégicos aqui subjacentes. Com o objetivo de impedir a restrição da concorrência, surge, assim, iminente a aplicação deste pilar em defesa do direito da concorrência. Um instrumento de atuação do direito europeu de combate a práticas anti concorrenciais, de modo a evitar que a ausência de concorrência prive “(...) *the market from an effective control mechanism over product quality and pricing while also removing incentives to innovate*”¹²⁰.

De todo o modo, a natural coincidência entre as notações de risco pode ser algo de inevitável ao incidirem sobre dados aparentemente objetivos. Circunstância não impeditiva para que sejam investigados os riscos de conluio pela regulação.

118 “São incompatíveis com o mercado interno e proibidos os acordos entre empresas, todas as decisões de associações e todas as práticas concertadas que sejam susceptíveis de afectar o comércio entre Estados-Membros e que tenham por objetivo ou efeito restringir ou falsear a concorrência no mercado interno”.

119 Vd. Samuelson & Nordhaus, 1993: 211 e 212.

120 Staikouras, 2012: 81.

2.3 Abuso de posição dominante

Conforme dispõe o artigo 102.^o¹²¹ do TFUE, o conceito de posição dominante reporta-se a uma posição de poder detida por uma empresa que lhe permite tornear a efetiva concorrência num determinado segmento de mercado, agindo independentemente dos seus concorrentes, clientes e consumidores. A posição dominante revela-se abusiva por permitir a obtenção de benefícios comerciais que em condições de verdadeira concorrência não seriam conseguidos. Pelo exposto, que dizer do mercado das agências de notação de risco? Configurar-se-á a existência de um exercício abusivo de posição dominante?

Atenta a distribuição das quotas de mercado detidas pelas “Três Grandes” – S&P e Moody’s na ordem dos 40% e Fitch com cerca de 15% – não resta margem para dúvidas de que não existe uma só empresa com posição dominante. No limite falar-se-ia de uma posição dominante coletiva. Contudo, que enquadramento assume este conceito no âmbito da legislação e jurisprudência europeia?

Numa primeira linha de jurisprudência, conforme ilustram os acórdãos *Hoffmann-La Roche e Continental Can*, apontava-se para a necessidade de distinguir um abuso de posição dominante coletiva dos efeitos próprios do oligopólio, entendendo-se que para configurar um abuso de posição dominante seria necessária uma conduta unilateral por parte de uma empresa¹²². No entanto, outra linha de entendimento – iniciada com o *Caso Società Italiana Vetro v Comissão* – veio considerar que é possível o exercício de posição dominante por um conjunto de entidades económicas independentes sobre as restantes empresas de um mercado.

Ora, resulta da Comunicação da Comissão sobre o artigo 102.^o do TFUE que o conceito de posição dominante se reporta a “uma posição de poder económico de que goza determinada empresa e que lhe permite evitar uma

121 “É incompatível com o mercado interno e proibido, na medida em que tal seja suscetível de afetar o comércio entre os Estados Membros, o facto de uma ou mais empresas explorarem de forma abusiva uma posição dominante no mercado interno ou numa parte substancial deste. Estas práticas abusivas podem, nomeadamente, consistir em: a) Impor, de forma directa ou indirecta, preços de compra ou de venda ou outras condições de transacção não equitativas; b) Limitar a produção, a distribuição ou o desenvolvimento técnico em prejuízo dos consumidores; c) Aplicar, relativamente a parceiros comerciais, condições desiguais no caso de prestações equivalentes colocando-os, por esse facto, em desvantagem na concorrência; d) Subordinar a celebração de contratos à aceitação, por parte dos outros contraentes, de prestações suplementares que, pela sua natureza ou de acordo com os usos comerciais, não têm ligação com o objecto desses contratos.”

122 Vd. Caso *Hoffmann-La Roche vs Comissão*, 1989 – Feio & Carneiro, 2012: 88 e 89.

concorrência efetiva em determinado mercado”¹²³. Pelo que, importa atentar no conceito de mercado relevante para aferir se estamos ou não perante um abuso de posição dominante, enquanto “(...) *instrumento para identificar e definir os limites da concorrência entre empresas (...)*”¹²⁴. Neste sentido, a composição do mercado relevante das agências de *rating* pode ser configurada de duas formas: numa aceção ampla, o mercado relevante das agências corresponde a todos os instrumentos que divulgam informações que permitem aos investidores avaliar o risco de crédito, tais como, jornais financeiros, relatórios de analistas de avaliação de risco, entre outros; já, numa aceção restrita, tal mercado deve circunscrever-se às avaliações emitidas pelas agências de *rating*, atentas as características que as distinguem dos restantes canais de informação. Realce-se, ainda, que uma outra distinção deve ser feita quanto às notações dos instrumentos financeiros e das dívidas soberanas, sendo exigida relativamente a estas últimas uma análise específica de questões políticas e sociais – competência ao alcance apenas das “Três Grandes”¹²⁵.

Ultrapassada a definição do conceito de mercado relevante, importa observar, agora, os pressupostos necessários para a aplicação deste conceito. Inaugurada jurisprudencialmente pelos acórdãos *Gencor* e *Airtours*, a posição dominante coletiva depende da verificação de vários requisitos cumulativos: desde logo, o conhecimento pelas empresas em situação de oligopólio do comportamento das restantes para fiscalizar a adoção de uma política comum; o estabelecimento de incentivos para o cumprimento da referida política e a não reação pelos concorrentes e consumidores às medidas das empresas em causa¹²⁶.

Neste contexto, e retomando agora o cerne da questão, no entendimento de Nicolas Petit (2011: 30 a 33), parecem dar-se por verificados os referidos pressupostos. Com efeito, as agências conseguem facilmente controlar os *ratings* emitidos umas pelas outras, considerando o elevado grau de transparência existente no mercado. Mais, existem incentivos para que sejam adotados iguais comportamentos de avaliação entre si, para além da probabilidade de entrada no mercado ser presumivelmente baixa face aos obstáculos interpostos aos potenciais rivais. Deste modo, torna-se plausível a

123 Cfr. Pais, 2011: 455.

124 Ver Ponto 2 da Comunicação da Comissão relativa à definição de mercado relevante para efeitos do direito da concorrência, publicada no JO C 372/5 de 9.12.97.

125 Cfr. Petit, 2011: 28 e 29.

126 Pais, 2011: 469 a 473.

existência de posição dominante coletiva por parte das agências de notação de risco.

Contudo, para que se presencie uma efetiva violação das regras de concorrência, terá que ser preenchido o conceito de “*abuso*”, não se comprometendo o art. 102.º com a previsão de um elenco taxativo. Assim, para o exercício abusivo de posição dominante pelas citadas agências, impõe-se a detenção de um poder que permita limitar a liberdade de atuação das outras empresas, através de práticas de exclusão para a manutenção do poder de mercado. Conforme se retira do acórdão *Continental Can*, exigem-se práticas que atentem contra uma estrutura de concorrência efetiva¹²⁷. Ora, neste sentido, em relação às agências de notação, seria necessário provar-se, designadamente, ou um abuso de preços de mercado e de condições contratuais (ao nível de uma duração excessiva do contrato ou da estipulação de uma obrigação de exclusividade); ou um fecho do mercado à entrada de novos concorrentes; ou um abuso da regulação existente; ou até mesmo um abuso da reputação.

Isto posto, o que se verifica é que algumas agências de notação de risco (sobretudo as de maior dimensão), com vista a aumentar a sua quota de mercado, recorrem à prática de *notching*, em manifesto prejuízo dos potenciais concorrentes. Ou seja, “reduzem ou recusam a atribuição de notação de risco a certos valores mobiliários se a notação de outros valores mobiliários, integrados na mesma ou noutra operação, não for atribuída à agência em causa”¹²⁸ ou se posteriormente for contratada outra sociedade para desempenhar a mesma tarefa.

Ora, tal como refere Moredo Santos (2010: 545), esta prática pressupõe não só a detenção de uma posição dominante no mercado de notação financeira, como também, o abuso dessa mesma posição, o que a demonstrar-se provada mantém em aberto a discussão acerca da possível existência de um abuso de posição dominante no mercado de notação financeira.

2.4 Conflitos de interesse

Segundo um relatório publicado, em 2003, sobre as agências de notação de risco, pela Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO)¹²⁹, são identificadas quatro particulares áreas suscetíveis de originar diversos

127 Para mais desenvolvimentos quanto ao conceito de abuso e teses em confronto, vd. País, 2011: 474 ss.

128 Vidal Santos, 2011: 154.

129 Report on the activities of credit rating agencies, 2003: 10 e 11.

conflitos de interesses: o modelo de remuneração das agências, *insider trading*¹³⁰, a prestação de outros serviços e a existência de interesses financeiros nas sociedades objeto de notação de risco¹³¹.

O que dizer, então, da emissão de notações pagas pelos emitentes que as solicitam? Será que o modelo de remuneração “emitente-pagador” será o mais adequado face ao *investor pays business model*, através do qual são os investidores que procedem ao pagamento da informação publicada?

No presente caso, o conflito de interesses surge pelo facto de os serviços de notação prestados pelas agências serem pagos pelos sujeitos a que se destina a notação¹³². Esta forma de pagamento corresponde ao *supra* designado modelo do “*emitente pagador*”.

Importa salientar que o presente modelo foi precedido pelo *investor pays business model*. Para perceber o que conduziu a esta sucessão de modelos, somos obrigados a retomar o paralelismo estabelecido entre as notações de risco e o carácter de bem público que lhe é subjacente. Com efeito, uma vez publicados, os *ratings* tornam-se um bem público suscetível de *free-riding* por parte dos investidores. O que acontece é que uma vez tornada pública a informação contida nas notações, os investidores perdem qualquer incentivo para proceder ao pagamento das notações. Enquanto isso, os emitentes estão mais do que dispostos a proceder ao pagamento das notações de que são alvo.

Estes conflitos de interesses são facilmente enquadráveis à luz da Teoria da Agência¹³³. Explica esta teoria que existe uma relação de agência quando uma parte – “o agente” – age por conta de outrem – “o principal”¹³⁴. A justaposição entre o principal e o agente e a assimetria de informação que os distancia, permite que este último atue de forma diferente à “*contratualizada*”, motivado pela satisfação de interesses próprios.

Consideremos o exemplo de uma empresa (enquanto principal) que solicita à avaliação da qualidade do seu crédito, através da emissão de determinada notação, a uma agência de notação de risco (enquanto agente). A emissão de um *rating* baixo irá aumentar os custos de financiamento daquela empresa.

130 Acesso a informação que não reveste natureza pública – noção adiantada por Moredo Santos, 2010: 557.

131 Vidal Santos, 2011: 150 e ss.

132 Cfr. Smith & Walter, 2011: 1.

133 Para mais desenvolvimentos, consultar Eisenhardt, 1989: 57-74.

134 Mitnick, 1973: 6.

Existe, por isso, um incentivo para compensar as agências de notação de risco, de forma a que seja atribuído um *rating* superior ao efetivamente merecido. Por seu turno, com receio de vir a perder clientela em virtude da emissão de um *rating* mais restrito, as agências de notação de risco tendem a ser menos objetivas. Que implicações advêm daqui?

Ao serem pagas pelas entidades que avaliam em virtude dos seus serviços de notação de risco, maior é a tentação para subestimar o risco inerente a essas entidades, de forma a assegurar e potenciar o negócio. Esta influência, conduz à prática do chamado *shopping for ratings*¹³⁵, com efeitos nefastos sobre a qualidade da informação publicada, designadamente, ao nível da independência e objetividade das notações.

Em face disto, são várias as propostas de alteração ao sistema em apreço, apelando quer ao regresso do *investor pays model*¹³⁶, quer à emissão de notações por uma entidade pública constituída para o efeito, baseada num *public utility model*¹³⁷. Contudo, nenhuma destas soluções se encontra isenta de críticas. A primeira, por não conseguir resolver definitivamente o problema de *free-riding*¹³⁸ e apresentar o seu próprio conflito de interesses¹³⁹. E a segunda, por representar, à partida, um pesado “*fardo para os contribuintes*”¹⁴⁰.

Por sua vez, a existência de *insider trading* pode potenciar, por exemplo, a utilização em benefício próprio da informação concedida pelas sociedades objeto de notação, por parte dos colaboradores das agências, negociando títulos no mercado com conhecimento privilegiado. Mais, ainda, os próprios colaboradores podem manipular a informação disponibilizada pelas sociedades notadas, condicionando todo o processo de notação.

Não bastasse isso, a prestação de outros serviços pelas agências de *rating* para além da emissão de notações, pode levar a que seja exercida pressão no

135 Os emitentes podem requerer a emissão de *ratings* a várias agências, de forma a ver qual delas atribui o rating mais elevado – cfr. The Committe of European Securities, 2008: 36.

136 Vd. Sy, 2009: 22.

137 “Que transformaria a sociedade de notação de risco numa entidade pública patrocinada pelo Estado” (Moredo Santos, 2010: 536 e 537).

138 De facto, existe a hipótese de *non-paying investors* obterem acesso às notações de risco publicadas, sem terem que suportar os custos da sua emissão, diminuindo drasticamente o volume de receitas das agências. Mais, questiona-se até porque haveriam os investidores de pagar por algo que já têm de graça?

139 Com efeito, potenciais investidores podem pressionar as agências para baixar injustificadamente as notações emitidas, de modo a reduzir o preço de aquisição de títulos de dívida – vd. Staikouras, 2012: 97.

140 Vidal Santos, 2011: 151.

sentido da contratação destes outros serviços em troca de notações mais favoráveis, quer pelas agências, quer pelas sociedades notadas.

Por último, a existência de interesses financeiros nas sociedades objeto de notação, através da detenção de participações sociais nas respetivas empresas, pode condicionar o processo de notação, consoante os interesses económicos em jogo.

Passará a resolução destes problemas pelo aumento de mecanismos de controlo interno e obrigações de transparência e informação, previstos em instrumentos regulatórios? Veremos adiante¹⁴¹.

3. A fuga à responsabilidade civil

Levanta-se, aqui, o “véu” à problemática que contrapõe a liberdade de expressão, por um lado, ao interesse público da regulação dos mercados, por outro.

Conforme tem vindo a ser analisado, a atividade de notação de risco ao consistir na avaliação da capacidade de cumprimento de uma empresa, de um Estado ou de instrumentos financeiros, traduz-se numa classificação de solvência, que influi fortemente nas opções tomadas pelos investidores¹⁴².

Sucede que, tais classificações nem sempre primam pelo rigor e imparcialidade que lhes é exigido, espoletando críticas no sentido da responsabilização das agências pelas opiniões que emitem para os mercados.

Em jeito de recusa a esta responsabilidade, argumentam as agências que as notações se tratam de meras opiniões¹⁴³, protegidas pela liberdade de expressão e de imprensa¹⁴⁴, que não constituem qualquer tipo de previsão quanto à possibilidade específica de incumprimento ou de insolvência das entidades notadas¹⁴⁵.

A emissão de notações tardias e desajustadas com a realidade coloca, assim, um outro problema, agora, sob o ponto de vista da proteção dos investidores:

141 Cfr. Capítulo II, ponto 2 – “A resposta europeia”.

142 Almeida, 2010: 22.

143 Para mais desenvolvimentos, *vd.* Deats, 2010: 1863-1864.

144 A este propósito, é curioso observar que o presente subterfúgio não colheria razão junto do ordenamento jurídico português. Na verdade, conforme refere Margarida Azevedo de Almeida (2010: 27 e 28) “*Em face da Constituição da República Portuguesa não cremos que esta tese se possa aceitar uma vez que estas liberdades se devem harmonizar com outros bens constitucionalmente protegidos, como são a protecção dos investidores e a eficiência do mercado.*”

145 Foi, aliás, a negação do valor das suas próprias opiniões que lhes permitiu beneficiar da proteção da Primeira Emenda, como refere Partnoy, 2009: 88.

o de saber quem assume os prejuízos causados por decisões de investimento assentes em notações de risco pouco credíveis e fiáveis¹⁴⁶.

A resposta a esta questão exige a conciliação entre uma tutela *ex ante* – que define o enquadramento regulamentar da atividade de notação de risco adequado a prevenir perversões – e uma tutela *ex post* – que define os meios de tutela privada destinados à proteção dos atingidos perante notações incorretas¹⁴⁷.

Em que termos se configura esta última tutela não pretende ser o objeto da nossa atenção¹⁴⁸. Antes pelo contrário. Antecipam-se apenas as situações em que o incumprimento das disposições regulamentares *infra* analisadas pode dar origem à responsabilização das agências de notação de risco. Isto é, analisa-se de que forma uma notação errada, falseada com dolo ou negligência grosseira e emitida em violação das disposições regulamentares fixadas no interior da União Europeia, conduz à aplicação de sanções às agências de notação de risco.

No entanto, como bem salientam DFeio & Carneiro (2012: 121), a definição de um modelo de responsabilização das agências não deve funcionar como uma “espécie de seguro” para os investidores, que desincentivados para fazer a sua própria análise, optam por escolhas possivelmente lesivas.

A regulação desta matéria começou, assim, por remeter direta e imediatamente para as regras internas dos Estados-membros, aplicáveis em matéria de responsabilidade civil, qualquer reivindicação apresentada contra as agências de notação de risco, por violação das disposições do Regulamento n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009¹⁴⁹.

Por sua vez, o mais recente Regulamento n.º 462/2013, de 21 de maio, veio dedicar em exclusivo o Título III-A, à previsão da “*Responsabilidade Civil das Agências de Notação de Risco*”. Assim, o artigo 35.º-A estabeleceu o seguinte: “*Caso uma agência de notação de risco cometá, com dolo ou negligência grave¹⁵⁰, alguma das infracções enumeradas no Anexo III, afetando desse modo uma notação de risco, os investidores ou emitentes podem exigir à agência de notação de risco a indemnização dos danos que tal infracção lhes tenha causado*”. Para o efeito, o investidor

146 Cfr. Frada, 2012: 341 e ss.

147 *Ibidem*.

148 Para mais desenvolvimentos nesta matéria, ver Frada, 2012: 341 ss. e Almeida, 2010: 1 ss.

149 Vd. Considerando 69 e art. 36.º do Regulamento n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009.

150 Nos termos do n.º 4 do preceito legal em análise, estas expressões devem ser interpretadas e aplicadas nos termos da lei nacional aplicável determinada de acordo com as regras de direito internacional privado aplicáveis, assim como as outras questões não abrangidas pelo presente regulamento.

tem que provar que se baseou razoavelmente em determinada notação de risco, para decidir investir, continuar a deter ou alienar um instrumento financeiro abrangido por essa notação de risco. Note-se, ainda, que é sobre o investidor ou emitente que recai o ónus de “(...) apresentar informações exactas e pormenorizadas que indiciem que a agência de notação de risco cometeu uma infração ao presente regulamento e que a referida infracção afetou a notação emitida”¹⁵¹.

Contudo, a instituição deste direito de recurso não afasta a possibilidade de as partes poderem limitar antecipadamente a responsabilidade civil das agências de notação de risco, desde que, essa limitação seja (i) razoável e proporcionada; e (ii) autorizada pela lei nacional aplicável (n.º 3 do art. 35.º-A do Regulamento em destaque).

É de salientar a importância da introdução deste novo título no Regulamento dedicado às agências de notação de risco¹⁵², na medida em que a instituição deste direito de recurso por parte dos investidores representa um forte incentivo ao cumprimento das obrigações legais pelas agências, assegurando a melhoria da qualidade das respetivas notações. Apesar disso, não podemos deixar de suscitar a questão: o prejuízo sofrido por um Estado em caso de erro da notação da dívida soberana, por violação das regras europeias, é mensurável e sindicável em juízo¹⁵³?

II. A REGULAÇÃO DAS AGÊNCIAS DE NOTAÇÃO DE RISCO

O desenrolar de tudo o quanto *supra* ficou exposto, conduz-nos a esta última parte, particularmente dedicada à súmula dos avanços europeus em torno da regulação do mercado das agências de notação de risco.

Impelidos pela constatação de que a “*mão invisível do mercado*” carece da “*mão visível da regulação pública*”¹⁵⁴ e identificada a evidente “*falta de regulação*” relativamente a esta atividade cumpre, agora, conhecer em que moldes têm as instituições europeias conseguido responder ao desafio que lhes é colocado, solucionando problemas como o da excessiva dependência em relação às notações de risco, a concentração do mercado das agências, os conflitos de interesses e – em especial – a definição de regras específicas para as notações das dívidas soberanas.

¹⁵¹ Vd. n.º 2 do art. 35.º-A do Regulamento n.º 462/2013, de 21 de maio de 2013.

¹⁵² Tal como o faz a Proposta de Regulamento que altera o Regulamento n.º 1060/2009, de 16 de setembro, subjacente ao mais recente diploma, elaborada pela Comissão Europeia, em 15.11.2011.

¹⁵³ Gaillard, 2012 : 47.

¹⁵⁴ Moreira & Marques, 2008: 174.

Clama-se, então, por uma intervenção pública na economia, através da definição de um conjunto de poderes de atuação, com características próprias, atribuídos a um órgão em concreto que exerça uma posição central no mercado. Impõe-se regulação. No sentido da existência de um controlo prolongado e localizado, exercido por um órgão público, sobre uma atividade à qual a comunidade atribua relevância social¹⁵⁵.

Vejamos, então, como floresceu o movimento de regulação das agências de notação de risco e de que modo alcança os objetivos a que se propõe.

1. A regulação a nível internacional

A iminência do fim do ciclo da não regulamentação das ANR obrigou a que diversas iniciativas de carácter regulatório fossem postas em marcha pelas autoridades mundiais. Mas não sem antes testar o recurso à auto-regulação do setor de notação de risco. Exemplo disso é a publicação dos “*Princípios do Código de Conduta para as Empresas de Notação de Risco*” da Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO), em dezembro de 2004. Tal como o próprio nome indica, trata-se aqui de um simples guia que serve de orientação ao processo de notação, enquanto compêndio de referências a incorporar nos diversos códigos de conduta das respetivas agências de notação de risco. Já em 25 de setembro de 2003, a IOSCO aprovava um conjunto de recomendações com o objetivo de reforçar a integridade do processo de notação de risco. Recomendações, estas, que precederam a elaboração do Código de Conduta ora em destaque, posteriormente renovado com a aprovação do novo Código de Conduta das Agências de Rating, em 2008.

O facto de as normas da Organização Internacional das Comissões de Valores não se considerarem juridicamente vinculativas permitiu, assim, um amplo espaço à auto-regulação desta atividade¹⁵⁶. Aliás, a própria Comissão Europeia veio aconselhar a que tais princípios fossem observados sempre que não se mostrassem contrários às normas europeias¹⁵⁷, abdicando de qualquer

155 Definição sugerida por Selznick Ph. *apud* Munoz Machado, 2010: 111.

156 Cfr. Almeida, 2010: 22.

157 Vd. Parecer Técnico do Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (CESR) para a Comissão Europeia sobre Possíveis Medidas no âmbito das Agências de Notação de Risco – disponível em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Comunicados/Comunicados/Documents/b63063e9d4a5435494ea598d0de8330205139b.pdf>. Veja-se, no mesmo sentido, o oitavo considerando do Regulamento n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009.

iniciativa de regulamentação específica destas agências¹⁵⁸ (optando por seguir a orientação vertida no parecer emitido pela anterior Comissão de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (CESR)¹⁵⁹).

Também outras iniciativas de não somenos importância tiveram lugar no plano da regulação internacional. Um especial enfoque para a cimeira do G-20, realizada durante o ano de 2008, da qual resultou o acordo de realização de uma supervisão mais ampla das agências de notação de risco. Dois anos mais tarde, emergia dessa mesma cimeira, o compromisso de aceleração de implementação de medidas em benefício da transparência e da regulação destas agências.

De realçar ainda durante o ano de 2010, o conjunto de princípios dirigidos à redução da dependência das agências de notação estabelecidos pelo Conselho de Estabilidade Financeira.

O panorama internacional sobre a regulação das agências de notação de risco não ficaria completo sem antes analisar, muito sucintamente, o quadro legislativo norte-americano. Destacam-se aqui, em particular, os diplomas federais relativos ao “*Credit Rating Agency Reform Act*” e ao “*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*”.

Com efeito, desde 1975 que as agências de rating têm a possibilidade de solicitar junto da “*Securities and Exchange Commission*”¹⁶⁰ (SEC), enquanto entidade reguladora norte-americana, o seu reconhecimento como agências certificadas capazes de conferir notações oficiais nos termos da legislação e regulação internas¹⁶¹, através da obtenção da classificação – “*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*” (NRSROs).

O objetivo de melhorar a qualidade dos ratings utilizados para a proteção dos investidores e do respetivo interesse público, levou, por isso, a que o Congresso norte-americano viesse a adotar, em 2006, o “*Credit Rating Agency Reform Act*”, de forma a promover a responsabilização, a transparência e a concorrência na indústria das agências de notação de risco¹⁶². Consagrou-se, assim, um modelo de regulação e supervisão pública¹⁶³, que passou pela introdução de diversas

158 Vd. The Committee of European Securities Regulators, 2008: 5.

159 Equivalente à atual ESMA.

160 Entidade regulatória criada após a 1.^a Guerra Mundial e a Grande Depressão de 1929 – vd. Stefano Pagliari, 2012: 46.

161 Feio & Carneiro, 2012: 36.

162 S. 3850 [109th]: Credit Rating Reform Act of 2006 *apud* The Committee of European Securities Regulators, 2008: 10.

163 Alexandre & Diniz, 2011b: 70.

alterações a nível do processo de registo das agências NRSROs, bem como, pela sujeição à supervisão da SEC.

Seguiu-se a 29 de junho de 2010 a aprovação do “*Dodd-Frank Act*”, responsável pela introdução de importantes alterações no regime das agências de notação de risco quer, uma vez mais, a nível da regulação, quer da responsabilização civil e penal.

Este conjunto de iniciativas e movimentos em torno da regulação das agências de notação de risco não passou de todo indiferente às instituições europeias, senão vejamos.

2. A resposta europeia

2.1 O Regulamento (CE) n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009

A turbulência gerada pelo desenrolar da crise económica de 2008 e, mais tarde, pela crise da dívida soberana, desbravou caminho para que o foco de atenção se debruçasse sobre o papel das agências de notação de risco na eclosão, ampliação e expansão das respetivas crises. Acossadas, as instituições europeias reagiram. E em sinal de resposta, foi emanado o Regulamento (CE) n.º 1060/2009, 16 de setembro de 2009, relativo às agências de notação de risco – o primeiro regime de autorização europeu juridicamente vinculativo¹⁶⁴.

Na verdade, até àquela data – e apesar da sua indiscutível importância para os mercados financeiros – o certo é que as agências apenas se encontravam sujeitas à legislação europeia em áreas muito delimitadas, uma vez que a maioria dos Estados-Membros também não regulava as condições de exercício da sua atividade e da emissão de notações. O seu enquadramento legislativo resumia-se, assim, às balizas traçadas pela Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de janeiro de 2003, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado); pela Diretiva 2006/48/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2006, relativa ao acesso à atividade dos estabelecimentos de crédito e ao seu exercício; e pela Diretiva 2006/49/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2006, relativa à adequação dos fundos próprios das sociedades de investimento e das instituições de crédito”^{165 166}.

164 Staikouras, 2012 : 72.

165 Vd. Regulamento N.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro de 2009, relativo às agências de notação de risco, p. 1.

166 Cfr. Sy, 2009: 7.

Urgiam medidas relativas aos conflitos de interesses, à qualidade das notações de risco, à transparência e governação interna das agências e à supervisão desta atividade.

Em face desta evidente lacuna vieram, então, as instituições europeias definir, pela primeira vez, um enquadramento regulamentar comum relativo às condições de emissão de notações de risco e à organização e conduta das respetivas agências (art. 1.º). Note-se, contudo, que o âmbito de aplicação do referido enquadramento se restringe tão-somente às notações de risco emitidas por agências registadas na Comunidade¹⁶⁷. Esta obrigação de registo junto do (antigo)¹⁶⁸ Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (CARMEVM) passou a ser requisito essencial para a emissão de notações de risco utilizadas para fins regulamentares dentro da Comunidade¹⁶⁹. Não obstante, o Regulamento cuidou de instituir, paralelamente, um regime de validação das notações de risco emitidas em países terceiros pelas agências registadas na UE, uma vez respeitados os requisitos estabelecidos para a emissão de notações, nos termos previstos no Regulamento (art. 4.º/3 a 6). De referir que apesar das finalidades subjacentes à presente obrigação de registo – controlo sério e rigoroso dos intervenientes no mercado – existe uma propensão para o aumento das barreiras à entrada no mercado e para a consequente falta de dinamismo.

Para além disto, que medidas veio, então, estabelecer o presente Regulamento?

Em primeiro lugar, quanto à utilização de notações de risco para fins regulamentares, apenas passaram a poder ser utilizadas as notações emitidas por agências de notação de risco estabelecidas na UE e registadas nos termos do regulamento (art. 4.º), sem prejuízo do disposto no art. 5.º quanto à equivalência e certificação de outras notações.

Já, quanto à independência e prevenção dos conflitos de interesses, o Regulamento veio impor às agências de notação de risco a obrigação de adotarem todas as medidas necessárias destinadas à sua prevenção, através do respeito pelo leque de requisitos estabelecido nas Secções A e B do Anexo I ao presente

¹⁶⁷ Vd. Segundo Considerando e n.º 1 do art. 2.º do Regulamento n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009.

¹⁶⁸ Atualmente junto da ESMA.

¹⁶⁹ Note-se que o presente registo não substitui o procedimento de reconhecimento de instituições externas de avaliação de crédito (ECAI) existente nos termos da Diretiva 2006/49/CE, relativa ao acesso à atividade dos estabelecimentos de crédito e ao seu exercício.

regulamento (art. 6.º). Assim, as agências passaram a ter de definir políticas e procedimentos internos no que toca à gestão de eventuais conflitos de interesses, divulgando-os e mantendo registos de todas as ameaças à independência da agência e dos seus empregados. Mais, proibiu-se a prestação de serviços de consultadoria e aconselhamento aos seus clientes, garantindo-se, ainda, que os responsáveis pela análise e avaliação dos títulos financeiros não tenham um contato direto e imediato com o cliente quanto aos restantes aspectos comerciais (como, por exemplo, a não participação em negociações sobre honorários ou pagamentos com qualquer entidade objeto de notação; a previsão de mecanismos de rotação gradual; e a estipulação de uma remuneração independente das receitas obtidas pelas entidades objeto de notação – art. 7.º). De forma a contornar o problema da excessiva confiança e dependência das notações, previu-se, ainda, a necessidade de os investidores deverem proceder à sua própria análise de risco e fiabilidade do crédito¹⁷⁰.

No que concerne à metodologia e pressupostos de notação, passou a ser obrigatória a respetiva divulgação pública, bem como, a utilização de metodologias de notação rigorosas, sistemáticas e contínuas, sujeitas a revisão periódica uma vez por ano (art. 8.º).

O mesmo se diga quanto à divulgação e apresentação de notações ou qualquer decisão de suspensão (art. 10.º), de forma atempada e não seletiva, com a obrigação de identificação e distinção clara entre as notações solicitadas e não solicitadas.

Quanto à transparência das agências, instituiu-se o dever de publicação anual de um relatório que inclua dados sobre a estrutura jurídica e propriedade da agência, sobre os mecanismos internos de controlo de qualidade das notações de risco, a política de conservação de registos e de gestão e rotação dos analistas e informações financeiras sobre as receitas da agência (art. 12.º).

Por fim, quanto à supervisão da atividade de notação de risco, para além do mencionado procedimento de registo regulado nos artigos 14.º a 20.º do Regulamento, estabeleceu-se uma articulação de poderes e competências entre o CARMEVM e as autoridades competentes dos respetivos Estados-Membros, de modo a supervisionar a atuação das agências de notação de risco e o cumprimento das obrigações fixadas por este Regulamento (arts. 21.º a 25.º). Entre alguns dos poderes de supervisão, compreendem-se a possibi-

¹⁷⁰ Vd. Regulamento N.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro de 2009, relativo às agências de notação de risco, p. 2.

lidade de ter acesso a documentos, exigir informações, realizar inspeções ao local e exigir a apresentação de registos telefónicos. Sendo que, do exercício destes poderes pode resultar a aplicação de medidas como: o cancelamento do registo, a proibição temporária de emissão de notações, a suspensão da sua utilização para fins regulamentares, entre outras. Ficou, também, a cargo dos respetivos Estados-membros a definição do regime de sanções aplicável em caso de infração às disposições previstas no regulamento.

Da exposição em análise resulta evidente a instituição de um quadro regulamentar sólido amplamente dirigido à melhoria da qualidade das notações de risco, seja por via da prevenção dos conflitos de interesse, do rigor das metodologias ou supervisão das agências.

Sucede que o enquadramento europeu desta matéria estava longe de acabado.

2.2 O Regulamento (UE) n.º 513/2011, de 11 de maio de 2011

Na sequência do Relatório de Larosière, de 25 de fevereiro de 2009, e da recomendação nele imbuída de reforma abrangente da estrutura de supervisão, concluiu-se que deveria ser criado um Sistema Europeu de Supervisores Financeiros (SESF), composto por três Autoridades Europeias de Supervisão, correspondendo uma delas ao setor dos valores mobiliários e dos mercados. Foi então que o Regulamento n.º 1095/2010, de 24 de novembro de 2010, veio criar a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) que, no entender do Conselho Europeu deveria ter poderes de supervisão sobre as agências de notação de risco.

A conjunção do exposto veio permitir que o Regulamento n.º 513/2011 de 11 de maio atribuisse à ESMA a responsabilidade geral pelas questões relacionadas com o registo e a supervisão permanente das agências de notação de risco registadas, alterando, por via disso, o Regulamento n.º 1060/2009 *supra* analisado.

Criava-se, assim, uma autoridade única de supervisão ao nível europeu, enquanto garante de aplicação coerente e uniforme das regras delineadas para as agências de notação de risco. Com efeito, a ESMA passou a deter a faculdade de: i) elaborar projetos de normas técnicas de regulamentação; ii) emitir e atualizar orientações não vinculativas sobre questões relacionadas com a aplicação do Regulamento n.º 1060/2009; iii) solicitar informações às agências de notação de risco; iv) realizar investigações e inspecções no local; v) impor sanções pecuniárias compulsórias e multas pelas infrações ao Regulamento; e vi) aplicar medidas de supervisão.

Apesar de o Regulamento n.º 1060/2009 ter vindo determinar, por um lado, “(...)*normas de conduta com o objetivo de minimizar eventuais conflitos de interesses e assegurar uma elevada qualidade e uma transparéncia suficiente para as notações de risco de crédito e para o próprio processo de emissão de notações*”¹⁷¹ e o Regulamento n.º 513/2011, ter vindo, por outro lado, delegar na ESMA as competências para o registo e supervisão das agências de notações de risco, o certo é que o enquadramento regulamentar só ficaria completo com a publicação do mais recente regulamento.

2.3 O Regulamento (UE) n.º 462/2013 de 21 de maio de 2013

Muito embora o Regulamento (ANR) tenha inaugurado o caminho da regulação europeia da presente atividade, houve necessidade de vir aperfeiçoar o enquadramento regulamentar *supra* analisado. Assim veio defender a Resolução do Parlamento Europeu de 8 de junho de 2011. Com efeito, problemas como o da excessiva dependência relativamente às notações de risco e o do risco de conflitos de interesses decorrentes do modelo de pagamento das agências de notação de risco permaneceram por resolver. Por outro lado, “(...) os problemas específicos levantados pela notação das emissões soberanas, que se tornaram evidentes durante a actual crise da dívida soberana”¹⁷² evidenciaram uma importante brecha na regulação ainda sem resposta.

É neste contexto que surge o mais recente Regulamento n.º 426/2013, de 21 de maio, que procedeu à segunda alteração do Regulamento n.º 1060/2009. Envidaram-se esforços para colmatar os problemas relatados através da implementação de medidas com vista à redução da excessiva dependência gerada em torno das notações e à revisão dos requisitos processuais e momento de publicação das notações soberanas – aqui em especial destaque.

Foquemo-nos no problema da excessiva dependência das notações de risco. O art.5.º-A veio impor às instituições financeiras a obrigação de deverem fazer as suas próprias análises de risco e não dependerem exclusiva e mecanicamente das notações de risco emitidas pelas agências. De igual forma, o art.5.º-B veio recomendar às Autoridades Europeias de Supervisão que não referissem as notações de risco nas suas orientações, recomendações e projetos se fossem suscetíveis de conduzir a uma maior dependência das mesmas. Por seu turno, também a legislação europeia deve ser expurgada até 1 de janeiro de 2020 de

171 Vd. Primeiro Considerando do Regulamento n.º 462/2013, de 21 de maio de 2013.

172 *Ibidem*, p. 2.

todas as referências a notações de risco utilizadas para efeitos regulamentares, desde que outras alternativas para a avaliação de créditos possam ser implementadas (art. 5.º-C). Até lá, as notações de risco continuam a presidir às estratégias de investimento dos investidores sujeitos a regulamentação. Razão pela qual, se mantém a necessidade de assegurar a transparência e a independência dos métodos utilizados pelas agências no combate à assimetria de informação.

Quanto a esta última matéria – prevenção de conflitos de interesses –, o novo Regulamento veio impedir os acionistas ou sócios de ANR que tenham uma participação igual ou superior a 5% do capital ou dos direitos de voto na referida agência de deter relativamente a qualquer outra agência: i) uma participação igual ou superior a 5%; ii) o direito ou o poder de exercer 5% ou mais dos direitos de voto; iii) o direito ou o poder de nomear ou destituir membros de um órgão de administração ou supervisão; iv) ser membro de um órgão de administração ou supervisão; v) exercer ou ter o poder de exercer controlo ou influência dominante (art. 6.º-A).

Por sua vez, em resposta ao problema que nos prende especialmente – a proteção das dívidas soberanas e dos respetivos Estados – foi reforçada a obrigação de revisão semestral das notações soberanas (art. 8.º/5). Em paralelo, cuidou-se de aumentar a transparência dos pressupostos subjacentes a estas notações (tendo em conta as especificidades de cada um dos Estados), bem como, proibir as declarações que anunciem a revisão de um grupo de países desacompanhadas de relatórios específicos por cada país – vd. art. 8.º-A. Este aumento da transparência é melhorado pela recolha e processamento de dados sobre a situação económica, financeira e orçamental de cada um dos Estados-Membros, enquanto tarefa prosseguida pela Comissão Europeia, para posterior publicação em proveito dos investidores.

Por outro lado, foi imposta a obrigação de as entidades notadas serem notificadas com a antecedência de um dia útil completo relativamente à publicação da notação. Notações, estas, que só poderão ser publicadas após o fecho das plataformas de negociação estabelecidas na União e pelo menos uma hora antes da sua abertura.

Mas a defesa dos Estados Membros impõe a equação da tão falada hipótese de criação de uma agência pública europeia de notação de risco, destinada a avaliar a qualidade creditícia da dívida soberana dos Estados-Membros e de uma fundação europeia de notação para as restantes notações, a que nos propomos dedicar no ponto seguinte.

3. Propostas de solução

Apesar dos esforços envidados na construção da nova “*arquitetura*” europeia de supervisão e regulação da atividade de notação de risco, advogam alguns que a notação das dívidas soberanas deveria ficar totalmente excluída do âmbito de atuação destas agências privadas.

Tal entendimento não pode, contudo, ser sufragado. São várias as razões que nos levam a concluir neste sentido. Em primeiro lugar, pelo facto de a notação da dívida soberana condicionar todas as restantes notações dentro de determinado Estado – o chamado *country ceiling*. Em segundo, porque sendo os títulos da dívida negociáveis com outros produtos financeiros no mercado, não podem ser objeto de regras especiais. E, por último, pelo simples facto de serem os próprios mercados a obrigar à notação da dívida para a sua colocação no mercado, pelo que sempre teria de ser objeto de notação, seja por estas ou outras entidades¹⁷³.

O exposto não obsta a que seja adiantada como alternativa à notação por estas agências, a ascensão de uma entidade autónoma que proceda à notação das dívidas soberanas europeias¹⁷⁴. Aliás, é o próprio Regulamento n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009, com as mais recentes alterações, que parece adiantar tal hipótese, ao prever no n.º 2 do art. 39.º-B que, tendo em conta a situação do mercado, a Comissão Europeia deve apresentar ao Parlamento Europeu e ao Conselho, até 31 de dezembro de 2014, um relatório sobre a oportunidade de efetuar uma avaliação europeia da qualidade creditícia da dívida soberana. Sendo que, em função das conclusões vertidas nesse relatório e da situação do mercado, deverá ser apresentado posteriormente – agora, até 31 de dezembro de 2016 – um relatório sobre a oportunidade e a viabilidade de apoiar uma agência de notação de risco europeia destinada a avaliar a qualidade creditícia da dívida soberana dos Estados-Membros e uma fundação europeia de notação de risco para todas as outras notações. Tudo isto, com o objetivo “(...) *de levar a cabo uma avaliação da capacidade creditícia europeia para permitir que os investidores efectuem uma avaliação imparcial e objectiva da capacidade creditícia dos Estados-Membros, tendo em conta a evolução económica e social concreta*”¹⁷⁵.

173 Acompanhamos, aqui, os argumentos expendidos por Feio & Carneiro, 2012: 111.

174 Já, Sousa (1989: 9) afiançava, em 1989, a possível convergência das sociedades de notação de risco dos respectivos Estados-Membros para a criação de um “*rating europeu*”.

175 Vd. Considerando 40 do Regulamento n.º 462/2013, de 21 de maio de 2013.

Entre as várias reflexões difusas pela literatura adiantam-se como hipóteses para a criação desta agência europeia¹⁷⁶: (i) a sua associação ao BCE, (ii) a criação de uma fundação europeia independente ou (iii) a criação de um fundo de *rating* europeu¹⁷⁷.

Sucede que, relativamente ao BCE, o estatuto de reputação e independência de que goza, não superaria, à partida, quer a difícil abertura do mercado internacional a uma instituição altamente especializada no mercado europeu, quer os potenciais conflitos de interesses relacionados com as notações dos respetivos Estados-Membros¹⁷⁸.

Já, a criação de uma fundação europeia independente¹⁷⁹ (*European Rating Foundation*), financiada por investidores, daria azo a novos conflitos de interesses e não melhoraria substancialmente a qualidade das notações existentes.

Em última instância, a criação de um fundo de *rating* europeu (*European Rating Funds*) apresenta-se como a alternativa que melhor consegue mitigar o problema dos conflitos de interesses, na medida em que o Fundo assumiria um papel de intermediário. Isto é, receberia os pedidos de emissão de notações e, em função da oferta mais baixa, contratualizaria uma agência de *rating*, sem que as partes negociais conhecessem a respetiva identidade uma da outra¹⁸⁰.

CONCLUSÕES

Centrados na problemática da notação da dívida soberana, procurou-se explicar porque urge tutelar adequadamente a atividade das agências de notação de risco, em defesa dos Estados, dos investidores e da estabilidade financeira mundial.

176 Por sua vez, entre as iniciativas de carácter internacional, constam a eventual atribuição desta tarefa ao Fundo Monetário Internacional (FMI) ou a criação de uma agência de *rating* internacional não lucrativa, de que são exemplo a INCRA (*International Non-Profit Credit Rating Agency*), promovida pela Bertelsmann Foundation e o *Credit Research Initiative* (CRI), junto do Instituto de Gestão do Risco da Universidade Nacional de Singapura.

177 Feio & Carneiro (2012: 112) avançam com a hipótese de o Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEEF), atual Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE) poder ser uma entidade com capacidade para proceder à análise das dívidas soberanas.

178 De qualquer forma, a presente hipótese já foi liminarmente rejeitada pelo BCE – vd. Feio &Carneiro, 2012: 112.

179 De que é exemplo a proposta lançada pela consultora alemã “*Roland Berger*”, que acabou por abortar por falta de financiamento.

180 De imediato se aponta como crítica a dificuldade na obtenção de informação privilegiada por parte do emitente, limitando a notação à informação de carácter público.

Assim, tendo como mote a prossecução do interesse público, demonstramos de que forma se procede aqui à satisfação de necessidades de cariz manifestamente público.

Para o efeito, destaca-se a excessiva dependência criada em torno da emissão de notações de risco, para o acesso por parte dos Estados, à obtenção de financiamento externo nas grandes praças financeiras internacionais. A este respeito, verifica-se que os efeitos da avaliação da qualidade de crédito dos Estados condicionam a política económico-financeira adotada pelos governantes, sujeitando o poder político à autoridade dos mercados.

Sucede, contudo, que esta submissão só foi possível pelo peso e importância conquistado pelas notações de risco nos mercados. Nascidas para colmatar a assimetria de informação existente entre emitentes e investidores, rapidamente se transformaram em entidades quase reguladoras, através da incorporação das notações em diplomas legislativos e regulamentares.

Facilmente se percebe, por isso, porque prosseguem estas agências claras atribuições de índole pública. Não só porque na sua própria essência a notação de risco serve para divulgar informar para os mercados, tornando-os mais transparentes e simétricos, mas porque passaram a deter parte dos poderes regulatórios tradicionalmente confiados a entidades públicas. Aliás, tendo em conta o seu contributo para a redução da assimetria de informação dos mercados, chegamos à conclusão que as notações de risco podem configurar-se mesmo como bens públicos (globais), que atuam em benefício da estabilidade financeira mundial.

Se estes reflexos constituem já fiéis traduções da prossecução do interesse público, a equação da notação da dívida soberana como um serviço de interesse público obriga-nos a concluir que, muito embora, as agências de *rating* se tratem de pessoas coletivas privadas com um claro escopo lucrativo, procedem atribuições de tal forma relevantes que a legislação veio mesmo sujeitá-las a “*obrigações de serviço público*”. Na verdade, apesar de a presente atividade se encontrar fora do alcance do tradicional conceito de serviço público, ou até mesmo do mais recente conceito de “*serviços de interesse económico geral*”, a previsão de “*obrigações de serviço público*” relativamente às agências de *rating*, vem refletir a necessidade última de proteger os Estados e os seus cidadãos perante as consequências nefastas da dificuldade de obtenção de financiamento externo. Pelo que, necessário será concluir que estamos perante uma atividade privada que lida diretamente com o interesse público.

O que vem dito permite fundamentar a necessidade de regulação das agências de notação de risco. Mas, por outro lado, é a identificação de falhas de mercado dentro desta atividade, que vem adensar a necessidade de proceder à sua regulação.

Neste sentido, analisado o mercado de notação financeira, observa-se que este é dominado por “Três Grandes” agências, assente numa estrutura de oligopólio, no qual ocorrem diversos conflitos de interesses, provocados em grande medida pelo respetivo modelo de remuneração.

Em resultado desta constatação, o apelo à responsabilização destas sociedades de notação, veio conduzir à definição de uma tutela *ex ante*, através da qual os investidores ou emitentes podem exigir à agência de notação de risco uma indemnização pelos danos que a emissão de uma notação de risco, emitida com dolo ou negligéncia grosseira, e em violação das normas comunitárias, lhes tenha causado.

Como deixa antever a instituição deste direito de recurso pelas instituições comunitárias, a comunidade internacional e europeia reagiu e procedeu à regulação desta atividade. Deste modo, destaca-se no quadro internacional, a elaboração do Código de Conduta das Agências de Rating, pela IOSCO e a aprovação dos diplomas federais norte-americanos *Credit Rating Agency Reform Act* e *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*.

Já, no que concerne ao enquadramento regulamentar europeu, analisou-se de que forma o Regulamento n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009, relativo às agências de notação de risco (com as alterações introduzidas pelo Regulamento n.º 513/2011, de 11 de maio de 2011, e pelo Regulamento n.º 462/2013, de 21 de maio), veio solucionar os problemas *supra* identificados.

Entre algumas das principais medidas introduzidas, salientam-se a imposição da obrigação de registo das ANR e a criação da ESMA, a quem compete a responsabilidade das questões relacionadas com o registo e a supervisão permanente das agências de notação de risco registadas na UE.

Por seu turno, quanto à resolução de um dos fundamentais problemas identificados no cerne da atividade de notação financeira, realçamos a importância da proibição de prestação simultânea de serviços de consultadoria e notação e a definição de regras específicas quanto às relações entre os acionistas das ANR com outras agências, de modo a prevenir eventuais conflitos de interesses. Já, quanto ao problema da excessiva confiança e dependência das notações, importa frisar que se procedeu à instituição da obrigação para os investidores e para as instituições financeiras de procederem às suas próprias análises de

risco, prevendo-se, ainda, a eliminação de todas as referências a notações de risco com efeitos regulamentares inseridas na legislação europeia. Mais, no que concerne à metodologia e pressupostos de notação, passou a ser obrigatória a divulgação pública das metodologias utilizadas e a sua revisão periódica uma vez por ano.

Por último, e em particular quanto a proteção das dívidas soberanas e dos respetivos Estados, cumpre sublinhar o esforço empreendido pelas instituições europeias ao incentivar o aumento da transparência dos pressupostos subjacentes às notações soberanas, tendo em atenção as especificidades dos Estados e a imposição da revisão semestral das notações soberanas. Note-se que, quanto à sua divulgação, passou a ser proibido o anúncio de revisão de notações soberanas desacompanhadas de relatórios específicos por cada país, assegurando-se que a publicação destas notações só deverá ocorrer após o fecho das plataformas de negociação estabelecidas na UE e uma hora antes da sua abertura.

Não obstante sejam de louvar os esforços empreendidos pelas instituições europeias no desenho da regulação e supervisão das ANR, imperioso será concluir que novos adventos se avizinharam. Não só porque problemas como o do modelo de financiamento das agências e o das infrações ao direito da concorrência ficaram por resolver, como pelos ecos que já se antecipam, clamando pela ascensão de uma agência pública europeia de notação de risco, responsável pela avaliação da qualidade creditícia da dívida soberana dos Estados-Membros. Crê-se, por isso, no reconhecimento categórico do indubitável interesse público subjacente à notação das dívidas soberanas, devolvendo às autoridades públicas, por mecanismos do direito internacional, a atividade de que as entidades privadas se apropriaram indevidamente.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALEXANDRE, Isabel & DINIZ, Ana

- 2011a “O Regulamento (CE) n.º 1060/2009 e o problema da qualidade e da necessidade das notações de risco: o caso particular da dívida soberana”, in *Revista do Ministério Público*, n.º 127, pp. 119-177.
- 2011b “O Regulamento (CE) n.º 1060/2009 e o problema da qualidade e da necessidade das notações de risco: o caso particular da dívida soberana”, in *Revista do Ministério Público*, n.º 128, pp. 9-82.

ALMEIDA, Margarida Azevedo

- 2010 *A Responsabilidade civil perante os investidores por realização defeituosa de relatórios de auditoria, recomendações de investimento e relatórios de notação de risco*, disponível em:
<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/Artigo-1Cadernos36.pdf>
[consultado a janeiro de 2013].

BHATIA, Ashok Vir

- 2002 *Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation*, IMF Working Paper, WP/02/170, 2002, disponível em:
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02170.pdf>
[consultado a 13 de outubro de 2012].

BONE, Rosemarie Bröker

- 2006 “Ratings soberanos e corporativos: mecanismos, fundamentos e análise crítica”, in *Perspectiva Econômica*, v. 2, n. 1, pp. 46-67.

BRUNER, Christopher M. & ABDELAL, Rawi

- 2005 *To Judge Leviathan: Sovereign Credit Ratings, National Law, and the World Economy*, disponível em:
<http://www.people.hbs.edu/rabdelal/to%20judge%20leviathan.pdf>
[consultado a dezembro de 2012].

CAETANO, Marcello

- 1980 *Manual de Direito Administrativo*, Tomo II, 9.ª Edição, Coimbra: Almedina.

CÂMARA, Paulo

- 2011 *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª ed., Coimbra: Almedina.

CANOTILHO, Gomes & MOREIRA, Vital

- 2010 Constituição da República Portuguesa Anotada, Volume II, 4.ª ed. revista, Coimbra: Coimbra Editora, p. 796.

CONFRARIA, João

- 2011 Regulação e Concorrência – Desafios do século XXI, 2.ª ed., Lisboa: Universidade Católica Editora.
- DEATS, Caleb**
- 2010 *Talk that isn't cheap: does the first amendment protect credit rating agencies' faulty methodologies from regulation?*, disponível em:
http://www.columbialawreview.org/wp-content/uploads/2010/11/110-7_Deats.pdf
[consultado a 3 de novembro de 2012].
- DUAN, Jin-Chuan & LAEREB, Elisabeth Van**
- 2012 *A public good approach to credit ratings – From concept to reality*, disponível em:
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S037842661200074X>
[consultado a 3 de março de 2013].
- EISENHARDT, Kathleen M.**
- 1989 *Agency Theory: An Assessment and Review*, disponível em:
<http://classwebs.spea.indiana.edu/kenricha/Oxford/Archives/Oxford%202006/Courses/Governance/Articles/Eisenhardt%20-%20Agency%20Theory.pdf>
[consultado a 5 de maio de 2013].
- FEIO, Diogo & CARNEIRO, Beatriz Soares**
- 2012 *O poder das agências*, 1.ª ed., Lisboa: Matéria-Prima Edições.
- FRADA, Manuel Carneiro da**
- 2012 “Sociedades e notação do risco (rating) – A protecção dos investidores”, in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra: Almedina, pp. 341-346.
- GAILLARD, Norbert**
- 2012 *Remettre la notation financière à sa juste place*, disponível em:
http://www.institutmontaigne.org/fr/publications/remettre-la-notation-financiere-sa-juste-place-0#publication_content
[consultado a 1 de dezembro de 2012].
- GONÇALVES, Pedro**
- 1999 “A concessão de Serviços Públicos”, Coimbra: Almedina.
- GONÇALVES, Pedro**
- 2008 “Entidades privadas com Poderes Públicos”, 2.ª ed., Coimbra: Almedina.
- GOUVEIA, Rodrigo**
- 2001 “Os serviços de interesse geral em Portugal”, *Direito Público e Regulação 2*, Coimbra: Coimbra Editora.
- GRAÇA, João Filipe**
- 2012 *Agências de Notação de Risco*, disponível em:
http://www.fd.uc.pt/cedipre/pdfs/online/public_14.pdf
[consultado a 13 de outubro de 2012].

- JR, John C. Coffee
- 2010 *Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly*, disponível em:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1650802
[consultado a 4 de novembro de 2012].
- LAROSIÈRE, Jacques
- 2009 *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, disponível em:
http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf
[consultado a 2 de abril de 2013].
- MINC, Alain
- 1995 *A embriaguez democrática*, Lisboa: Difel – Difusão Editorial, S.A.
- MITNICK, Barry M.
- 1973 *Fiduciary Rationality and Public Policy: The theory of agency and some consequences*, disponível em:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1020859
[consultado a 16 de julho de 2013].
- MONCADA, Luís Cabral
- 2012 *Manual Elementar de Direito Público da Economia e da Regulação*, Almedina.
- MOREDO SANTOS, Hugo
- 2010 “A notação de risco e os conflitos de interesses”, Conflito de interesses no Direito Societário e Financeiro, Coimbra, Almedina, pp. 471-563.
- MOREIRA, Vital & MARQUES, Maria Manuel Leitão
- 2008 *A mão visível – Mercado e Regulação*, Almedina.
- MOREIRA, Vital
- 2004 “Estudos de Regulação Pública – I”, Direito Público e Regulação 5, Cedipre, Coimbra: Coimbra Editora.
- MUNÓZ MACHADO, Santiago
- 2010 *Fundamentos e instrumentos jurídicos de la regulación económica*, Derecho de la regulación económica, Lustel.
- PAGLIARI, Stefano,
- 2012 *Who Governs Finance? The Shifting Public-Private Divide in the Regulation of Derivatives, Rating Agencies and Hedge Funds*, disponível em:
<http://www.stefanopagliari.net/j1468-0386201100585x.pdf>
[consultado a 1 de abril de 2013].
- PAIS, Sofia Oliveira
- 2011 *Entre Inovação e Concorrência em Defesa de Um Modelo Europeu*, Lisboa: Universidade Católica Editora.

PARTNOY, Frank

- 2009 *Rethinking regulation of credit rating agencies: an institutional investor perspective*, disponível em:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1430608
[consultado a 17 de julho de 2013].

PETIT, Nicolas

- 2011 *Credit Rating Agencies, The Sovereign Debt Crisis and Competition Law*, disponível em:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1909910
[consultado a 26 de janeiro de 2013].

PETITJEAN, Mikael

- 2012 *De l'(in)utilité des agences de notation*, disponível em:
<http://sites.uclouvain.be/econ/Regards/Archives/RE098.pdf>
[consultado a 6 de janeiro de 2013].

PIANESI, Luigi

- 2011 *Le agenzie di "rating" tra Privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private "geneticamente modificate"*, disponível em:
http://www.academia.edu/1228035/Le_agenzie_di_rating_tra_privatizzazione_di_funzioni_pubbliche_e_opinioni_private_geneticamente_modificate
[consultado a 15 de fevereiro de 2013].

REGULATORS, The Committee of European Securities

- 2008 *CERS's Second Report to the European Comission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and The role of credit rating agencies in structured finance*, disponível em:
http://www.esma.europa.eu/system/files/CESR_08_277.pdf
[consultado a 14 de janeiro de 2013].

SAMUELSON, Paul A. & NORDHAUS, William D.

- 1993 *Economia*, Décima Quarta Edição, McGraw-Hill.

SCHWARCZ, Steven L.

- 2002 *Private ordering of public markets: the rating agency paradox*, disponível em:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=267273
[consultado a 30 de março de 2013].

SILVA, João Calvão da

- 2008 *Mercado e Estado: serviços de interesse económico geral*, Coimbra: Almedina.

SMITH, Roy C & WALTER, Ingo

- 2001 *Rating Agencies – Is There an Agency Issue?*, disponível em:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1294460
[consultado a 4 de novembro de 2011].

- Sousa, Alfredo de
1989 “Informação, Risco e Rating”, in *Revista da Banca*, n.º 11.
- Staiouras, Panagiotis K.
2012 *Theoretical and Empirical Review of the EU Regulation on Credit Rating Agencies: In Search of Truth, Not Scapegoats*, disponível em:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2042942
[consultado a 13 de outubro de 2012].
- Sy, Amadou N. R.
2009 *The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*, disponível em:
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09129.pdf>
[consultado a 27 de outubro de 2012].
- TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS
2003 *Report on the activities of credit rating agencies*, disponível em:
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD153.pdf>
[consultado a 16 de julho de 2013].
- Tullock, Gordon
2005 *Public Goods, Redistribution and Rent Seeking*, Cheltenham/Northampton:
Edward Elgar Publishers.
- Vidal Santos, Delfim
2011 “As agências de notação de risco e a crise financeira planetária”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III, Número 1, Almedina, pp. 137-138.



LEGISLAÇÃO

Legislação Nacional

LEGISLAÇÃO NACIONAL

LEGISLAÇÃO NACIONAL – ABRIL A JUNHO DE 2014

elaborado por Nazaré da Costa Cabral

BANCO DE PORTUGAL

Aviso n.º 2/2014, de 22 de maio

Altera o Aviso do Banco de Portugal n.º 9/2012, de 29 de maio, que definiu os requisitos de informação em matéria de gestão do risco de branqueamento de capitais e de financiamento do terrorismo a reportar ao Banco de Portugal.

ANACOM – AUTORIDADE NACIONAL DE COMUNICAÇÕES

Lei n.º 28/2014, de 19 de maio

Primeira alteração à Lei n.º 55/2012, de 6 de setembro e ao Decreto-Lei n.º 9/2013, de 24 de janeiro (estabelece os montantes a serem transferidos anualmente pela ANACOM e pelos operadores de serviços de televisão por subscrição com vista ao financiamento e desenvolvimento da arte cinematográfica e do sector audiovisual).

Lei n.º 16/2014, de 4 de abril

Procede à segunda alteração à Lei n.º 17/2012, de 26 de abril, que estabelece o regime jurídico aplicável à prestação de serviços postais, em plena concorrência, no território nacional, bem como de serviços internacionais com origem ou destino no território nacional.

Decreto-Lei n.º 69/2014, de 9 de maio

Segunda alteração ao Decreto-Lei n.º 3/2012, de 16 de janeiro, que aprova a orgânica do Gabinete Nacional de Segurança, estabelecendo os termos do funcionamento do Centro Nacional de Cibersegurança.

IMT – AUTORIDADE DA MOBILIDADE E DOS TRANSPORTES

Decreto-Lei n.º 78/2014, de 14 de maio

Aprova os estatutos da Autoridade da Mobilidade e dos Transportes e altera o Decreto-Lei n.º 11/2014, de 22 de janeiro (alteração dos artigos 6.º e 19.º, aditamento do 23.º-B).

ERSAR – ENTIDADE REGULADORA DOS SERVIÇOS DE ÁGUAS E RESÍDUOS

Decreto-Lei n.º 96/2014, de 25 de junho

Estabelece o regime jurídico da concessão da exploração e da gestão, em regime de serviço público, dos sistemas multimunicipais de tratamento e de recolha seletiva de resíduos urbanos, atribuída a entidades de capitais exclusiva ou maioritariamente privados.

Lei n.º 34/2014, de 19 de junho

Segunda alteração à Lei n.º 54/2005, de 15 de novembro, que estabelece a titularidade dos recursos hídricos

Resolução do Conselho de Ministros n.º 36-A/2014, de 6 de junho

Determina os concorrentes admitidos a participar na fase de apresentação de propostas vinculativas do concurso público de alienação das ações da Empresa Geral de Fomento, S.A., detidas pela Águas de Portugal, S.G.P.S., S.A.

Portaria n.º 117/2014, de 30 de maio

Aprova a delimitação dos perímetros de proteção de várias captações de água subterrânea localizadas no concelho da Mealhada.

ERSE – ENTIDADE REGULADORA DOS SERVIÇOS ENERGÉTICOS

Decreto-Lei n.º 94/2014, de 24 de junho

Estabelece a disciplina aplicável à potência adicional e à energia adicional, ao sobre-equipamento e à energia do sobre-equipamento de centros electro-produtores eólicos cuja energia elétrica seja remunerada por um regime de remuneração garantida.

Decreto-Lei n.º 90/2014, de 11 de junho

Procede à terceira alteração ao Decreto-Lei n.º 39/2010, de 26 de abril, alterado pela Lei n.º 64-B/2011, de 30 de dezembro, e pelo Decreto-Lei n.º 170/2012,

de 1 de agosto, que estabelece o regime jurídico da mobilidade elétrica, aplicável à organização, acesso e exercício das atividades relativas à mobilidade elétrica, bem como as regras destinadas à criação de uma rede piloto de mobilidade elétrica.

Decreto-Lei n.º 55/2014, de 9 de abril

Cria, no âmbito do Ministério do Ambiente, Ordenamento do Território e Energia, o Fundo para a Sustentabilidade Sistémica do Sector Energético, doravante designado por FSSSE.

Portaria n.º 500/2014, de 26 de junho

Estabelece as regras para o dferimento da repercussão nas tarifas de energia elétrica de 2014 do montante não repercutido do ajustamento anual da compensação devida pela cessação antecipada dos contratos de aquisição de energia, referente ao ano de 2012, nos termos aprovados pelo Decreto-Lei n.º 32/2014, de 28 de fevereiro.

Portaria n.º 127/2014, de 25 de junho

Procede à alteração da Portaria n.º 59/2013, de 11 de fevereiro, alterando a data fixada para a extinção das tarifas transitórias para fornecimentos de gás natural aos clientes finais com consumos anuais superiores a 10 000 m³.

Portaria n.º 126/2014, de 25 de junho

Estabelece a proporção de substituição parcial dos operadores obrigados, pela ENMC, E. P. E., no cumprimento da obrigação de constituição de reservas de segurança, em concretização do disposto no artigo 13.º do Decreto-Lei n.º 165/2013, de 16 de dezembro, e o limite de reservas próprias a deter pela ENMC, E. P. E., para efeitos da aplicação do n.º 2 do artigo 14.º do Decreto-Lei n.º 165/2013, de 16 de dezembro.

ERS- ENTIDADE REGULADORA DA SAÚDE

Decreto-Lei n.º 73/2014, de 13 de maio

Procede à terceira alteração ao Decreto-Lei n.º 135/99, de 22 de abril, alterado pelos Decretos-Leis n.ºs 29/2000, de 13 de março, e 72-A/2010, de 18 de junho.



JURISPRUDÊNCIA

Comentário de Jurisprudência

Jurisprudência Geral

COMENTÁRIO DE JURISPRUDÊNCIA

GROUPEMENT DES CARTES BANCAIRES: RESHAPING THE OBJECT BOX

João Cardoso Pereira*

ABSTRACT: *The recent judgment issued by the European Court of Justice in Groupement des Cartes Bancaires v Commission has clarified the application of competition rules in two-sided markets. However, perhaps the biggest contribution of this judgment is the attempt to clarify the boundaries of the concepts of restrictions by object and restrictions by effect. The Court used insights from recent advances in the economic analysis of two-sided markets to conclude that the measures from Groupement did not have an anticompetitive object and that a detailed analysis of the possible anticompetitive effects was required. This paper analyses the Court's reasoning and tries to anticipate the practical implications for the enforcement of competition rules.*

SUMMARY: Introduction. 1. Background. 1.1. The Commission decision. 1.1.1. Overview. 1.1.2. The measures of the Groupement. 1.1.3. The anticompetitive object of the measures. 1.1.4. The anticompetitive effect of the measures. 1.1.5. Measures not justified by efficiency gains. 1.2. The judgment of the General Court. 1.3. The opinion of Advocate General Nils Wahl. 2. The Judgment of the European Court of Justice. 3. Analysis of the judgment. 3.1. The interplay between economics and competition law in two-sided markets. 3.2. The boundaries between restrictions by object and restrictions by effects. 4. Practical implications of the judgment.

Introduction

On 11 September 2014, the European Court of Justice (“ECJ” or simply “Court”) issued an important judgment in *Groupement des Cartes Bancaires v Commission*, a competition law case concerning the functioning of a payment card scheme in France.

The ECJ annulled the General Court’s finding that a series of pricing measures adopted by the Groupement des Cartes Bancaires (“the Groupe-

* João Cardoso Pereira works at the Portuguese Competition Authority. The views expressed in this article are personal.

ment”), an association of French banks that manages a card payment system in France, had the object of restricting competition.

This judgment shows how economic analysis plays an increasing role in shaping the boundaries of competition policy. In this judgment, the ECJ has taken insights from recent advances in the economic analysis of two-sided markets to reach the conclusion that the pricing measures adopted by the Groupement could not be treated as a restriction of competition by object.

The practical implications of this judgment for the enforcement of competition rules are currently being discussed among scholars and practitioners. The question as to whether the Court of Justice has created a stricter legal test that limits the application of the concept of restriction by object or whether it has simply reiterated and clarified previous case law has triggered an intense debate.

1. Background

The first section of this article provides an overview of the background surrounding the judgment of the ECJ. It will examine the Commission’s decision, the judgment of the General Court and the opinion of Advocate General Nils Wahl.

1.1. The Commission Decision

On 17 October 2007, the European Commission (“Commission”) adopted a decision in which it took the view that a series of measures adopted by the Groupement des Cartes Bancaires breached competition rules, notably Article 101 of the Treaty on the Functioning of the European Union (“TFEU”).

This decision followed a number of other investigations conducted by the European Commission in the card payment sector.¹

The decision ordered the Groupement to annul the measures concerned and to avoid taking any measures in the future with a similar object or effect. The decision did not impose any fines because Groupement notified the measures to the Commission.

1.1.1. Overview

The Groupement is an association that was created in 1984 by the main French banks and financial institutions to manage a card payment system in

¹ The Commission has also carried out other investigations in the card payment sector, notably COMP/34579 MasterCard and COMP/39398 Visa MIF.

France. In 2007, the Groupement had around 148 members, but it was actually controlled by the 11 main members, the major French banks, that were sitting on the board of directors of Groupement and had the power to adopt certain measures without consulting the other members.

The Groupement is by far the largest payment system in France. In 2004, the Groupement system accounted for over 75% of card payments in France. The Groupement payment cards benefit from a large acceptance network (payment terminals and ATMs) and from the possibility of using Visa and MasterCard abroad.

There are two distinct user groups in a card-based payment system, the merchants and the cardholders, that use the payment system to interact with each other. A card payment system needs to attract enough cardholders and merchants through issuing and acquiring activities.

Issuing is an activity whereby a bank or financial institution invites private individuals, in return for the payment of an annual fee, to become holders of a payment card. This activity usually involves services linked to use of the payment card, such as the sending of transaction statements or assistance in the event of loss or theft of the payment card.²

Merchant acquiring is an activity whereby a bank or financial institution offers banking services to merchants, such as the service of processing payment transactions and certain ancillary services.

The activities of issuing and acquiring are interdependent and indispensable to the functioning of the card payment system in general (two-sided market). Merchants would not agree to join the card payment system if the number of cardholders were insufficient. Similarly, consumers would not obtain a payment card that is not usable on a sufficient number of merchants' premises.³

1.1.2. The measures of the Groupement

The case concerns a decision by Groupement introducing a series of pricing measures that entered into force on 1 January 2003. A key measure was the so-called MERFA fee, which was levied on the members that were not sufficiently active on acquiring activities. The MERFA was therefore paid by banks primarily engaged in issuing activities and redistributed within the Grou-

² Commission Decision of 17 October 2007 relating to a proceeding pursuant to Article 81 of the EC Treaty in Case COMP/D1/38606 – Groupement des Cartes Bancaires “CB”, paragraph 165.

³ *Ibid.*, paragraph 180.

lement to acquiring banks on the grounds that acquiring activity should be encourage whereas issuing activity should not. For pure issuers (i.e. members that issue Groupement cards without undertaking any merchant acquiring activity) the MERFA would amount to €11 per card per year.

The other pricing measures adopted by the Groupement were: (i) a membership fee to new entrants of €12 per card for each new card issued during the first three years of membership, (ii) an additional membership fee of €12 per card if during its fourth, fifth and sixth years of membership a bank issued more than three times the number of cards it had issued at the end of the third year, and (iii) a ‘dormant wake-up fee’ of €12 per card applicable to members that were not very active in merchant acquiring activities before the date of entry into force of the new pricing measures.

All these measures were, according to Groupement, intended to protect the card system from opportunistic behaviour from banks that focused on card issuing activity, thus free-riding on the investments made by other members of the system on expensive merchant acquiring activities.

1.1.3. The anticompetitive object of the measures

According to the Commission, the measures at issue constitute a decision by an association of undertakings that had the object of restricting competition from smaller banks and new entrants in the card issuing market to the benefit of the major banks involved in the preparation of those measures.

The Groupement’s articles of association made a distinction between the major banks that were members of its board of directors and the other members. Since the board of directors had the power to adopt pricing measures, the major banks were able to implement these measures without consulting the remaining members.

The objective of hindering competition from new entrants was corroborated by statements made by the Groupement and the major banks during the period of preparation of the measures at issue.⁴ The documentary evidence gathered by the Commission during the inspections at the premises of the Groupement and ten large banks indicated that the pricing measures were designed to prevent competition from new entrants that were issuing cards at prices lower than those charged by the major French banks.

⁴ *Ibid.*, paragraph 251.

Moreover, the Commission's investigation found that the development of acquiring activities by a new entrant or a smaller bank was very difficult due to (*i*) the fact that the acquiring market was already controlled by the major French banks, (*ii*) the high investment costs required to engage in acquiring activities, and (*iii*) the fact that the most profitable retailers and the most profitable locations for ATMs had already been taken by the French major banks.⁵ As a result, smaller banks and new entrants were obliged to either reduce their issuing activities or pay the MERFA and the other pricing measures.

1.1.4. The anticompetitive effect of the measures

Although, according to Community case law, there is no need to take account of the concrete effects of an agreement when it is established that it has the object of restricting competition, the Commission has in any event examined the anticompetitive effects of the pricing measures at stake.⁶

While the measures at issue were applicable equally to all the Groupement members, in practice, they imposed significant additional costs on new entrants and smaller banks to the benefit of the major French banks. The Commission estimated that the pricing measures could increase the cardholder fees charged by new entrants and smaller banks by €28.50 per year.

Moreover, due to the high investment costs required to engage in the acquiring business, a bank must first attain a critical mass before it can carry on such business.⁷ Therefore, these pricing measures raised barriers to entry and expansion for smaller banks to the benefit of the major French banks that already had an established banking network.

1.1.5. Measures not justified by efficiency gains

The Groupement claimed that the measures were necessary to encourage acquiring activities and to prevent new entrants from free-riding on the investment on acquiring activities, which are more beneficial to the system overall (generating more positive externalities) than card issuing.

However, according to the Commission, due to the substantial barriers to entry in the acquiring market, the pricing measures were an incentive to reduce issuing activities, not to develop acquiring activities.

⁵ *Ibid.*, paragraph 203.

⁶ *Ibid.*, paragraph 252.

⁷ *Ibid.*, paragraph 278.

The Commission considered that the acquiring market in France was saturated, since the number of payment terminals being higher in France than in the rest of the Eurozone, while the issuing market still had potential to grow.

1.2. The judgment of the General Court

The Groupement sought the annulment of the Commission's decision before the General Court in Luxembourg.⁸ Several banking institutions, including BNP Paribas, BPC and Société Générale SA, intervened in the appeal in support of the Groupement.

The Groupement claimed in its appeal that the measures at issue did not constitute a restriction of competition by object since they had the legitimate objective of protecting the card system from opportunistic behaviour from banks that focused on card issuing activities, thus free-riding on the investments made by banks on expensive merchant acquiring activities.

The General Court dismissed this claim and held that possible legitimate objectives do not prevent measures from restricting competition by object. Nevertheless, the General Court recalled that these legitimate objectives could be taken into account when assessing whether a measure could be exempted under Article 101(3) TFEU.

The Groupement also argued that the Commission wrongly used some documents reporting discussions between the major banks as evidence of anti-competitive intent. The General Court recalled that, although the intention of the parties is not a necessary factor in determining the restrictive nature of a decision of an association of undertakings, nothing prevents the Commission or the European Courts from taking it into account.⁹

Finally, and perhaps most importantly, the General Court did examine the anticompetitive effects of the pricing measures of the Groupement since according to Community case law there is no need to take account of the concrete effects of an agreement when it is established that it has as its object the restriction of competition.¹⁰

On 29 November 2012, the General Court handed down its judgment on the appeal by the Groupement against the Commission decision. The judgment dismissed the appeal by the Groupement and upheld the 2007 Commission

⁸ Case T-491/07, *Groupement des cartes bancaires v. Commission*, EU:T:2012:633.

⁹ *Ibid.*, paragraphs 251 and 252.

¹⁰ *Ibid.*, paragraphs 269 to 272.

decision. The Groupement challenged the judgment of the General Court before the European Court of Justice (ECJ).

1.3. The opinion of Advocate General Nils Wahl

On 27 March 2014, AG Wahl delivered his opinion proposing to the European Court of Justice to set aside the judgment of the General Court in its entirety.

In his opinion, AG Wahl revisited the Community case law on the concept of restriction of competition by object and by effect and reached the conclusion that the boundaries of these concepts still remain blurred.¹¹

In an attempt to clarify the boundaries of these concepts, AG Wahl advocates that only conduct whose harmful nature is proven and easily identifiable, in the light of experience and economics, should be regarded as a restriction of competition by object. This naturally excludes agreements that, having regard to their legal and economic context, have ambivalent effects on competition.¹²

AG Wahl illustrates that experience and economics have established that, for instance, certain agreements between competitors that include obvious restrictions of competition, such as price fixing and market sharing, can be considered restrictive of competition by object.¹³

According to AG Wahl, the measures from the Groupement do not appear to present the degree of harm required by the case law for the application of the concept of restriction of competition by object.

According to his opinion, the General Court should have taken into account the two-sided nature of the market when ascertaining if the measures at issue entailed an inherent risk of a particularly serious harmful effects on competition.

AG Wahl considers that the measures at issue were intended to obtain a financial contribution from the banks that benefit directly, in terms of card issuing activity, from the contributions made by other banks in relation to acquiring activities. Therefore, those pricing measures, in particular the MERFA, essentially comprised a mechanism requiring a financial contribution from banks that were not very active in acquiring activities and, therefore, did not entail an anticompetitive object.¹⁴

¹¹ Opinion of AG WAHL delivered on 27 March 2014 in Case C-67/13 P *Groupement des cartes bancaires (CB) v European Commission*, EU:2014:1958; Case T-168/01, *GlaxoSmithKline Services v Commission* [2006] ECR II-2969; Case C-32/11, *Allianz Hungária Biztosító and Others* [2013] ECR.

¹² Opinion of AG WAHL, paragraph 56.

¹³ *Ibid.*, paragraphs 78 to 81.

¹⁴ *Ibid.*, paragraph 128.

According to AG Wahl, whilst it cannot be excluded that the result of the measures at issue would be the exclusion of certain banks, that question would in any event come under the examination of the potentially anticompetitive effects of those measures and not of their object.¹⁵

2. The Judgment of the European Court of Justice

On 11 September 2014, the ECJ issued its judgment following the appeal lodged by the Groupement.¹⁶

It this judgment, the ECJ explained that the central question when it comes to deciding whether a certain measure qualifies as a restriction of competition by object is to ascertain if it created a sufficient degree of harm to competition, thus rendering the analysis of its effects unnecessary.

The ECJ considered that, due to the two-sided nature of the card payment market and the need to restrict free riding, the General Court could not conclude that the measures were by their very nature restrictive of competition.

In particular, the General Court should have considered the economic and legal context of the measures taken by the Groupement, notably by taking into consideration the interactions between the two sides of the card payment market, before concluding that a restrictive object could be inferred from those measures.¹⁷

The ECJ also considered that the internal documents seized by the Commission, which indicated that the main members of the Groupement intended to impede competition from smaller banks, could not in themselves be sufficient to establish the existence of an anti-competitive object.¹⁸

An important point is the reference to the role of experience, which has established that horizontal price-fixing leads to negative effects on the price, quantity or quality of the goods and services.¹⁹ This position of the ECJ seems to be in line with the opinion of AG Wahl, which advocates for the use of experience and economics in the qualification of certain agreements as restrictions of competition by object.

15 *Ibid.*, paragraph 131.

16 Case C-67/13 P, Groupement des Cartes Bancaires vs. Commission, EU:C:2014:2204.

17 *Ibid.*, paragraphs 78 to 79.

18 *Ibid.*, paragraph 88.

19 *Ibid.*, paragraph 51.

Having upheld the first ground of appeal, the ECJ set aside the judgment and referred the case back to the General Court to determine whether the agreements at issue had the effect of restricting competition.

3. Analysis of the Judgment

3.1. The interplay between economics and competition law in two-sided markets

Due to the features of two-sided markets, the practices that may be welfare enhancing are also those that pose higher foreclosure risks. For that reason, two-sided markets pose unique practical problems that take competition law out of its comfort zone.

A fundamental characteristic of card payment systems is that every card transaction involves two distinct user groups, the cardholder and the merchant, that provide each other with network benefits. Cardholders benefit from holding a card only if their cards are accepted by a wide range of merchants (membership externality), and merchants benefit from the card only if enough consumers carry the card (membership externality) and use it frequently (usage externality). As a result, in order to function properly, a card payment system needs to get on board enough banks engaged in issuing activities (to attract cardholders) and in acquiring activities (to attract merchants).

This applies to card payment systems, but also to other types of two-sided markets, such as the software industry (e.g. operating systems need to attract both users and software developers), video games (i.e. consumers are more likely to purchase a video game console with a wider range of games), television channels (i.e. viewers typically prefer to watch a channel with fewer commercials, while an advertiser is prepared to pay more to place a commercial on a channel with more viewers), shopping malls (i.e. consumers are more likely to visit a shopping mall with a greater range of retailers, while a retailer is willing to pay more for renting space in the most-visited malls) and even night clubs (that only succeed if they attract enough men and women).²⁰

The cautious approach of the ECJ in the *Groupement des Cartes Bancaires* judgment reflects to a large extent the evolution of economic thinking with respect to two-sided markets. The ECJ understood that in two-sided markets the assessment of one side of the platform, in isolation of the other side, would lead to flawed conclusions.

20 See Armstrong, 2006; Evans, 2003.

Therefore, by recognising that the measures from the Groupement could be a plausible mean to fight free riding and to attract enough banks to issuing and acquiring activities, the judgment acknowledges the experience acquired over the past decades and the current state of economic literature on two-sided markets.

This judgment thus shows how economic analysis plays an increasing role in shaping the boundaries of competition policy. In this case, the ECJ has taken insights from recent advances in the economic analysis of two-sided markets to conclude that the measures at stake did not have an anticompetitive object.

This is not the first time that the ECJ rejects excessive formalism in the enforcement of competition rules and asks for an effects-based approach supported by sound economic analysis. There are several examples of ECJ judgments dealing with vertical agreements, abuse of dominance and merger cases where the Court has embraced the latest developments in economic thinking.

In 1991, in its landmark judgment *Delimitis* concerning brewery supply agreements, the ECJ has introduced the notion of cumulative anticompetitive effect and shaped the way competition policy should apply to networks of vertical agreements.²¹ In 2002, the ECJ judgments in *Airtours* and *Tetra Laval* reflected the development of economic thinking with respect to coordinated and conglomerate anticompetitive effects resulting from a merger.²² More recently, the ECJ endorsed the use of economic analysis through the application of the “*as efficient competitor test*” in the assessment of margin squeeze or predatory pricing practices by dominant undertakings.²³

In Groupement des Cartes Bancaires, the ECJ has once again set the path towards the use of more economic analysis in competition cases. The judgment, therefore, draws insightful conclusions that will be used by competition authorities to assess two-sided markets in the future.

21 See Case C-234/89, Stergios Delimitis v Henninger Bräu AG. [1991] ECR I-935.

22 See Case T-342/99 Airtours v Commission [2002] ECR II – 2585 and Case T – 5/02 Tetra Laval v Commission [2002] ECR II – 4381.

23 Case C-52/09, Konkurrensverket v TeliaSonera Sverige AB [2011] ECR I 527; Case C-280/08 P Deutsche Telekom v Commission [2010] ECR I 9555; Case C-209/10 Post Danmark A/S v Konkurrenceradet, EU:C:2012:172.

3.2. The boundaries between restrictions by object and restrictions by effect

While the judgment has clarified the application of competition rules in two-sided markets, perhaps the biggest contribution of this judgment is the attempt to clarify the boundaries of the concepts of restrictions of competition by object and restrictions by effect.

This particular aspect is triggering an intense debate among scholars and practitioners about the practical implications of the judgment for the enforcement of competition rules. The central question is whether the ECJ has created a stricter legal test that limits the application of the concept of restriction by object or whether it has simply reiterated and clarified previous case law.

The judgment is particularly important because both the Commission and national competition authorities tend to focus their enforcement of competition rules on cases involving restrictions by object. As a result, any changes in the boundaries of this concept have a major impact on antitrust intervention.

Moreover, the qualification of a practice as a restriction by object entails important consequences both for the investigated companies and for competition authorities.

For companies, the use of the concept of restriction by object creates a strong presumption that the agreement at issue breaches competition rules making it extremely difficult to successfully invoke an efficiency defence in these circumstances.

For competition authorities, the serious harm to competition resulting from a restriction by object relieves them from the need to show anticompetitive effects, which usually requires complex assessment of the relevant market, the market power of the companies involved and the appropriate counterfactual. For that reason, the concept of restriction by object is very attractive to antitrust enforcers since it creates a general prohibition rule that reduces enforcement costs.

The ECJ seems to be concerned with an uncontrolled extension of the concept of restriction by object. The concept of restriction by object relieves competition authorities from the need to show the existence of anticompetitive effects resulting from the practice and therefore overextending this concept would carry additional risks of type I errors (i.e. false positives).

The Court thus endorses a narrow interpretation of the concept of restriction by object and recommends the use of experience to ascertain whether a certain measure creates sufficient harm to competition.

The ECJ also reminds that the object of an agreement should be assessed taking into account its economic and legal context. The emphasis on the contextual analysis also reflects the cautious attitude of the ECJ with respect to the concept of restriction by object.

4. Practical Implications of the Judgment

The ECJ judgment on Groupement des Cartes Bancaires has brought clarity to the assessment under competition rules of practices occurring in two-sided markets. After this judgment, it is clear that competition authorities will have to carry out a detailed examination of the dynamics of two-sided markets based on sound economics before establishing a violation of competition rules.

The Court also recalled that only agreements that create sufficient harm to competition should be classified as restrictions by object. The ECJ proposes the use of experience to assess the degree of harm to competition. The ruling also confirms the importance of a detailed and thorough analysis of the economic and legal context of the agreement.

The Court appears to send a clear message to antitrust enforcers: if the harmful nature of the agreement is not clear, then it should not be qualified as a restriction by object. This judgment may therefore change the way the Commission and national competition authorities approach certain competition cases. As a result, after this judgment, competition authorities are more likely to think twice before classifying and prosecuting certain conduct as a restriction by object.

At the same time, investigated companies will certainly use this judgment over the coming years to challenge the qualification of restriction by object made by competition authorities. This may trigger litigation from the investigated companies that will likely lead to further clarification from the Court. This judgment may also reduce the incentives of investigated companies to offer commitments to competition authorities in cases where the harmful nature of the conduct is not clear.

However, it is important to note that the bulk of the competition authorities' intervention, notably cartel agreements, will not be affected by the judgment. According to the ECJ, experience has shown that horizontal price-fixing leads to negative effects on the price, quantity or quality of the goods and services. The implications of this judgment are therefore confined to non-cartel cases, especially cases tackling anticompetitive agreements under Article 101 TFEU where the negative effects on competition are unclear.

It will certainly be interesting to see how the ECJ judgment in *Groupeement des Cartes Bancaires* will influence the upcoming rulings of the General Court in non-cartel cases. Over the past 3 years, the Commission has issued 4 prohibition decisions in non-cartel cases that are currently pending before the General Court, notably case PT/Telefónica in the telecoms sector and cases Lundbeck, Fentanyl, Perindopril in the pharma sector.²⁴

The pharma cases tackle anticompetitive agreements to delay the market entry of cheaper generic medicines while PT/Telefónica concerns a non-compete agreement in the Iberian telecommunications markets.

The case PT/Telefónica merits a detailed analysis since it is likely to raise discussions concerning the qualification of the non-compete agreement between PT and Telefónica as a restriction by object.

The Commission's investigation in PT/Telefónica found that in July 2010, in the context of the acquisition of the Brazilian mobile operator Vivo by Telefónica, which was until then jointly owned by PT and Telefónica, the parties inserted a clause in the contract indicating that they would not compete with each other in Spain and Portugal from September 2010 to December 2011 (duration: 15 months).

The Commission's decision of January 2013 concluded that the non-compete agreement prevented PT from entering into the Spanish telecommunication market and prevented Telefónica from expanding its limited presence in the Portuguese electronic communications market.²⁵ Instead of behaving like rivals, Telefónica and PT deliberately agreed to exclude or limit competition on each other's home markets through a market sharing agreement. The Commission therefore concluded that the non-compete agreement between PT and Telefónica had an anticompetitive object.

However, PT and Telefónica argued that the non-compete agreement produced no effects since entry in the communications markets requires significant investments and the deployment of infrastructure, which would not be possible within the short duration of the non-compete agreement.

Therefore, PT and Telefónica asked the Commission to take into consideration the economic and legal context of the non-compete agreement.

²⁴ See Commission decision in cases COMP/39839 Telefónica and Portugal Telecom, COMP/39226 Lundbeck, COMP/39685 Fentanyl and COMP/39612 Perindopril (Servier).

²⁵ Commission Decision of 23 January 2013 addressed to Telefónica, S.A. and Portugal Telecom SGPS, S.A. relating to a proceeding under Article 101 TFEU in Case COMP/39839 – Telefónica / Portugal Telecom, C(2013) 306.

In particular, they requested an analysis that would take into account: *(i)* the objective capacity to enter the market and compete; *(ii)* the real (not hypothetical) incentives to enter the market; *(iii)* the likelihood of entry to the market in the short-medium term; and *(iv)* the likelihood for the entrant to be successful and modify the structure of the market in an appreciable manner.

The Commission however considers that the duration of the non-compete agreement would allow PT and Telefónica to enter each other's home markets through the acquisition of an existing telecommunications operator. Moreover, the Commission refers that the non-compete agreement is a recognition by the parties that they are at least potential competitors, since in the absence of potential competition between them there would be no reason to conclude a non-compete agreement.

Against this background, the General Court will have to decide whether the non-compete agreement between PT and Telefónica had an anticompetitive object. While experience and economics have shown that horizontal market sharing leads to consumer harm, the specificities of this case, notably the possibility of ruling out possible anticompetitive effects based on the short duration of the non-compete agreement, distinguish it from the classic market sharing agreement. Therefore, PT and Telefónica are likely to quote the ECJ judgment in *Groupement des Cartes Bancaires* at the oral hearings before the General Court in order to support their views that the agreement at stake, having regard to its economic and legal context, does not have an anticompetitive object.

The ECJ judgment in *Groupement des Cartes Bancaires* may also have implications for the enforcement of competition rules in abuse of dominance cases under article 102 TFEU.

The first case that comes to mind is the Intel judgment that is currently pending before the ECJ, a case where the General Court may have supported a restrictive standard for the assessment of exclusivity rebates under competition rules.²⁶

In this judgment, the General Court considered that exclusivity rebates are by their very nature capable of restricting competition as they are designed to prevent customers from obtaining their supplies from competing producers.²⁷

²⁶ Case T-286/09 Intel Corp v European Commission [2014], judgment of 12 June 2014. For further information on this judgment, see Cardoso Pereira, 2014, EU:T:2014:547.

²⁷ Intel judgment, paragraphs 85 and 86.

It is important to note that the General Court recognized that exclusivity rebates might have beneficial effects for competition. Therefore, in a competitive market (as opposed to markets where competition is already restricted due to the existence of a dominant firm), it is necessary to assess their effects on the market taking into consideration the specific circumstances of the case (e.g. the size of the rebate, the duration of the exclusivity, the part of the market affected by the conduct, etc.).

Consequently, it is only when exclusivity rebates are offered by dominant undertakings that they are by their nature capable of restricting competition. In these cases, the General Court considers that only in exceptional circumstances there may be an economic justification for exclusivity rebates.

In other words, the General Court adopted an object-based approach towards exclusivity rebates offered by dominant companies, which relieves competition authorities from the need to show anticompetitive effects.

However, there may be cases where exclusivity rebates offered by dominant firms are not capable of foreclosing competitors, for instance, due to the small size of the rebate, the short duration of the exclusivity or the small part of the market affected by the exclusivity.

While economic analysis has shown that exclusivity rebates can have anti-competitive effects in certain circumstances, it has provided no support for assuming exclusionary effects from the practice.

Therefore, it is difficult to reconcile this judgment of the General Court in Intel with the advances in economic analysis showing that the underlying motivation of exclusivity rebates, even when offered by dominant undertakings, is not necessarily to exclude rivals.²⁸

In line with the judgment Groupement des Cartes Bancaires, the ECJ may decide once again to reject excessive formalism in the assessment of exclusivity rebates and ask for an effects-based approach supported by sound economic analysis.

28 See Ibáñez Colomo, 2014.

REFERENCES

ARMSTRONG, M.

- 2006 “Competition in two-sided markets”, *RAND Journal of Economics*, Vol 37, No 3, pp. 668-691.

CARDOSO PEREIRA, J.

- 2014 “Intel and the Abuse of Dominant Position: the General Court Upholds the Highest Fine Imposed on a Single Company for a Competition Law Infringement”, *European Law Reporter*, 2014, No. 7-8.

EVANS, D.

- 2003 “The antitrust economics of two-sided markets”, *Yale Journal on Regulation*, Vol. 20, No 2, pp. 325-382.

IBÁÑEZ COLOMO, P.

- 2014 “Intel and Article 102 TFEU Case Law: Making Sense of a Perpetual Controversy”, *Society and Economy Working Papers*, 29/2014.

JURISPRUDÊNCIA GERAL

JURISPRUDÊNCIA NACIONAL DE CONCORRÊNCIA

– ABRIL A JUNHO DE 2014

elaborado por André Forte

Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa (9.^a Secção), de 24.04.2014, proferida no âmbito do Processo n.º 178/09.8TYLSB.L2 (reclamação para a conferência de decisão sumária do Relator do Tribunal da Relação de Lisboa – contraordenação).

Recorrente: AIPL – Associação dos Industriais de Panificação de Lisboa.

Sumário: decide confirmar a decisão sumária proferida pelo Relator e rejeitar o recurso; condena a recorrente em custas.

Normas relevantes: art. 3.º do RGIMOS; arts. 417.º e 420.º do CPP.

Decisão Sumária do Tribunal Constitucional (3.^a Secção), de 21.05.2014, proferida no âmbito do Processo n.º 121/14 (recurso de Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa – contraordenação).

Recorrente: Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas.

Sumário: decide não conhecer do recurso interposto; condena a recorrente em custas.

Normas relevantes: art. 50.º da Lei n.º 18/2003, de 11 de junho; arts. 70.º, 72.º e 78.º-A da LTC.

Acórdão do Tribunal Constitucional (2.^a Secção), de 11.06.2014, proferida no âmbito do Processo n.º 588/13 (recurso de Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa – contraordenação).

Recorrente: Ministério Público e Abbott – Laboratórios, Lda.

Sumário: decide indeferir as duas reclamações apresentadas; condena a recorrente Abbott – Laboratórios, Lda. em custas.

Normas relevantes: arts. 49.º, 50.º e 52.º da Lei n.º 18/2003, de 11 de junho; arts. 41.º e 73.º do RGIMOS; arts. 374.º, 379.º, 413.º e 425.º do CPP; art. 720.º do CPC; art. 84.º da LTC; art. 6.º do CEDH.

Acórdão do Tribunal Constitucional (2.ª Secção), de 12.06.2014, proferido no âmbito do Processo n.º 1238-A/13 (recurso de Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa – contraordenação).

Recorrente: ANEPE – Associação Nacional de Empresas de Parques de Estacionamento.

Sumário: decide indeferir o requerimento; condena a recorrente em custas.

Normas relevantes: artd. 7.º e 9.º do Decreto-Lei n.º 303/98 de 7 de outubro; artd. 77.º e 84.º da LTC.

Sentença do Tribunal da Concorrência, Regulação e Supervisão, de 30.06.2014, proferida no âmbito do Processo n.º 3/114.8YQSTR (recurso de decisão da Autoridade da Concorrência – controlo de operações de concentração).

Autora: LACTOGAL – Produtos Alimentares, S.A.

Sumário: julga a ação não procedente, por não provada, e absolve a Ré do pedido.

Normas relevantes: arts. 30.º, 31.º, 35.º da Lei n.º 18/2003, de 11 de junho; arts. 306.º, 591.º, 593.º e 595.º do CPC; arst. 6.º-A e 110.º do CPA; arts. 9.º, 10.º, 38.º, 39.º e 42.º do CPTA.

JURISPRUDÊNCIA DE CONCORRÊNCIA DA UNIÃO EUROPEIA
– DE ABRIL A JUNHO DE 2014
elaborado por Fernando Pereira Ricardo

Abuso de posição dominante

Acórdão do Tribunal Geral de 12.06.2014, proferido no âmbito do Processo T-286/09.

Partes: *Intel*/Comissão.

Acordos, decisões de associações de empresas e práticas concertadas

Acórdão do Tribunal Geral de 26.06.2014, proferido no âmbito do Processo T-564/10.

Partes: *Quimitécnica.com e de Mello*/Comissão.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 12.06.2014, proferido no âmbito do Processo C-578/11.

Partes: *Deltafina*/Comissão.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 10.06.2014, proferido no âmbito do Processo C-243/12.

Partes: *FLS Plast*/Comissão.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 05.06.2014, proferido no âmbito do Processo C-557/12.

Partes: *Kone e o./Comissão*.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 25.05.2014, proferido no âmbito do Processo C-37/13.

Partes: *Nexans e Nexans France*/Comissão.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 22.05.2014, proferido no âmbito do Processo C-36/12.

Partes: *Álvarez*/Comissão.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 22.05.2014, proferido no âmbito do Processo C-35/12.

Partes: *ASPLA*/Comissão.

Acórdão do Tribunal Geral de 21.05.2014, proferido no âmbito do Processo T-519/09.

Partes: *Toshiba*/Comissão.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 15.05.2014, proferido no âmbito do Processo C-90/13.

Partes: *Garantovaná*/Comissão.

Acórdão do Tribunal Geral de 14.05.2014, proferido no âmbito do Processo T-406/09.

Partes: *Donau Chemie*/Comissão.

Acórdão do Tribunal Geral de 14.05.2014, proferido no âmbito do Processo T-30/10.

Partes: *Reagens*/Comissão.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 08.05.2014, proferido no âmbito do Processo C-414/12 P.

Partes: *Bolloré*/Comissão.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 30.04.2014, proferido no âmbito do Processo C-238/12.

Partes: *FLSmidth*/Comissão.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 10.04.2014, proferido no âmbito do Processo C-247/11 P.

Partes: *Areva*/Comissão.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 10.04.2014, proferido no âmbito do Processo C-231/11.

Partes: Comissão/*Siemens Österreich e o.*

Auxílios de Estado

Acórdão do Tribunal Geral de 12.06.2014, proferido no âmbito do Processo T-488/11.

Partes: *Sarc*/Comissão.

Acórdão do Tribunal Geral de 06.06.2014, proferido no âmbito do Processo T-468/08.

Partes: *Tisza Erőmű*/Comissão.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 05.06.2014, proferido no âmbito do Processo C-547/11.

Partes: Comissão/Itália.

Acórdão do Tribunal Geral de 30.04.2014, proferido no âmbito do Processo T-179/09.

Partes: *Dunamenti Erőmű*/Comissão.

Acórdão do Tribunal Geral de 09.04.2014, proferido no âmbito do Processo T-150/12.

Partes: Grécia/Comissão.

Acórdão do Tribunal Geral de 08.04.2014, proferido no âmbito do Processo T-319/11.

Partes: *ABN Amro Group*/Comissão.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 03.04.2014, proferido no âmbito do Processo C-559/12

Partes: França/Comissão.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 03.04.2014, proferido no âmbito do Processo C-516/12.

Partes: *CTP*/Comissão.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 03.04.2014, proferido no âmbito do Processo C-224/12.

Partes: Comissão/Países Baixos.



BIBLIOGRAFIA

Novidades Bibliográficas

NOVIDADES BIBLIOGRÁFICAS

– ABRIL A JUNHO DE 2014

elaborado por Catarina Anastácio

CONCORRÊNCIA – ESTRANGEIRA

ANDREW I. GAVIL/HARRY FIRST – *The Microsoft Antitrust Cases: Competition Policy for the Twenty-first Century*, Cambridge (MA): The MIT Press, 2014.

ARIANNA ANDREANGELI – *Private Enforcement of Antitrust: Regulating Corporate Behaviour through Collective Claims in the EU and US*, Cheltenham/Northampton: Edward Elgar Publishing, 2014.

ARIEL EZRACHI – *EU Competition Law: An Analytical Guide to the Leading Cases*, Oxford/Portland: Hart Publishing, 2014.

DENIS ALVES GUIMARÃES/FABRIZIO CUGIA DI SANT ORSOLA/REHMAN NOORMOHAMED – *Communications and Competition Law. Key Issues in the Telecoms, Media and Technology Sectors*, New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2014.

HILA NEVO – *Definition of the Relevant Market: (Lack of) Harmony between Industrial Economics and Competition Law*, Cambridge: Intersentia, 2014.

HORACIO VEDIA JEREZ – *Competition Law Enforcement and Compliance Across the World. A Comparative Review*, New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2014.

JACQUES DERENNE/ERIC MORGAN DE RIVERY/NICOLAS PETIT – *Antitrust Damages in EU Law and Policy*, Brussels: Bruylant, 2014.

JOAQUIN ALMUNIA/JOSHUA WRIGHT/CHRIS FONTEIJN/LAURENCE IDOT/ALEXANDER ITALIANER/FREDERIC JENNY/GEORGE MILTON/ANDREAS MUNDT/WILLIAM KOVACIC/BRUNO LASSERRE – *New Frontiers of Antitrust 2014*, Brussels: Bruylant, 2014.

KATRINA GROSHINSKI/CAITLIN DAVIES – *Competition Law in Asia-Pacific. A Practical Guide*, New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2014.

MALGORZATA SADOWSKA – *Committed to Reform?: Pragmatic antitrust enforcement in electricity markets*, Cambridge: Intersentia, 2014.

MARC VAN DER WOUDE/CHRISTOPHER JONES (eds.) – *EU Competition Law Handbook 2015*, London: Sweet & Maxwell, 2014.

- NICOLAS CHARBIT/ELISA RAMUNDO – *William E. Kovacic Liber Amicorum: An Antitrust Tribute Volume II*, Institute of Competition Law, 2014.
- NICOLAS CHARBIT/MARTINE BEHAR-TOUCHAIS/RAFAEL AMARO – *A Quoi Sert La Concurrence ?*, Institut de Droit de la Concurrence, 2014.
- NINA BUCAN GUTTA – *The Enforcement of EU Competition Rules by Civil Law, Antwerpen*, Apeldoorn: Maklu Publishers, 2014.
- PETER WHELAN – *The Criminalization of European Cartel Enforcement: Theoretical, Legal, and Practical Challenges*, Oxford: Oxford University Press, 2014.
- PHILIP LOWE/MEL MARQUIS (eds.) – *European Competition Law Annual 2012: Competition, Regulation and Public Policies*, Oxford/Portland: Hart Publishing, 2014.
- ROGER D. BLAIR/D. DANIEL SOKOL (eds.) – *The Oxford Handbook of International Antitrust Economics*, Volume 1, Oxford: Oxford University Press, 2014.
- ROGER D. BLAIR/D. DANIEL SOKOL (eds.) – *The Oxford Handbook of International Antitrust Economics*, Volume 2, Oxford: Oxford University Press, 2014.
- THOMAS V. VAKERICS – *Antitrust Basics*, Law Journal Press, 2014.

EVENTOS

elaborado por Cristina Camacho e Nazaré da Costa Cabral

AUTORIDADE DA CONCORRÊNCIA

Círculo dos Advogados Portugueses de Direito da Concorrência

Lisboa, 4 de abril de 2014

O Presidente da Autoridade da Concorrência, António Ferreira Gomes, participou num almoço promovido pelo Círculo dos Advogados Portugueses de Direito da Concorrência, onde realizou uma intervenção sobre o procedimento de transação previsto na Lei da Concorrência (Lei n.º 19/2012, de 8 de maio). Mais informação disponível em:

http://www.concorrencia.pt/vPT/Noticias_Eventos/Intervencoes_publicas/Paginas/Discurso_CAPDC_4abril2014.aspx?lst=1&pagenr=4&Cat=Todas+Categorias

Dia Europeu da Concorrência

Atenas, 10-11 de abril de 2014

O Presidente da Autoridade da Concorrência, António Ferreira Gomes, participou no Dia Europeu da Concorrência organizado pela Presidência grega do Conselho da União Europeia. O Presidente da AdC interveio como orador na sessão “The use of economic tools to detect and assess collusive behavior”. Mais informação disponível em:

<http://gr2014.eu/events/other-events/european-competition-day-event>

2014 ICN Annual Conference

Marraquexe, 23-25 de abril de 2014

A Autoridade da Concorrência participou na Conferência Anual da Rede Internacional da Concorrência (ICN – International Competition Network), organizado pelo Conselho da Concorrência de Marrocos.

O Presidente da Autoridade da Concorrência, António Ferreira Gomes, moderou a sessão plenária sobre promoção da concorrência intitulada “A culture of competition... Are we there yet?”. A AdC participou também como orador ou moderador, nas sessões “Explaining the Benefits of Compe-

tition to Business”, “Les outils de lutte contre les cartels” e “New Tools and Approaches in Case Management”.

Mais informação disponível em:

<http://www.icnmarrakech2014.ma>

Seminário “Supermarkets and Competitive Bottlenecks: Competition Issues and Remedies”

AdC, 27 de maio de 2014

A AdC organizou um seminário intitulado “Supermarkets and Competitive Bottlenecks: Competition Issues and Remedies” em que foi orador o Dr. Javier Berasategi, fundador do escritório de advogados Berasategi & Abogados, em Madrid, e ex-Presidente do Tribunal Basco de Defesa da Concorrência.

Mais informação disponível em:

http://www.concorrencia.pt/vPT/Noticias_Eventos/Conferencias_e_Seminarios/Paginas/Agenda.aspx

8th Annual IMEDIPA Competition Law Conference “New Challenges in Competition Law Enforcement”

Istambul, 6 de junho de 2014

O Presidente da Autoridade da Concorrência, António Ferreira Gomes, participou na 8.^a Conferência Anual do IMEDIPA – Institute of Studies in Competition Law and Policy, onde interveio na mesa redonda “Competition Law in times of crisis and recent developments”.

Mais informação disponível em:

<http://www.imedipa.com/>

NOTAS CURRICULARES

FILIPE MATIAS SANTOS

Licenciado e Mestre em ciências jurídicas empresariais pela Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa. É pós-graduado em Direito da Energia pela Faculdade de Direito de Lisboa e docente no Instituto Superior de Gestão Bancária. Iniciou a carreira na sociedade de advogados Garrigues, foi jurista e advogado na CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2005-2013) e exerce, atualmente, funções de Diretor de Serviços Jurídicos na Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos (ERSE). Para além da tese de mestrado, com o título *Divulgação de Informação Privilegiada – O Dever de Divulgação de Informação Privilegiada no Mercado de Valores Mobiliários*, tem publicados artigos que se dedicam a temas com relevância regulatória.

Graduated in Law from the Nova University of Lisbon with a Master's degree in legal-economic sciences from the same University. He also has a Postgraduate in Energy Law awarded by the University of Lisbon Law School and is a guest teacher in the Portuguese School of Bank Management. He began his career in a law firm (Garrigues), then became legal advisor and lawyer at CMVM, the Portuguese Markets Commission (2005-2013), and is currently Head of Legal Affairs at the Energy Services Regulatory Authority (ERSE). In addition to his master's thesis, under the title Disclosure by Issuers Duty, he has published papers with regulatory relevance.

HARRY FIRST

É um especialista em política da concorrência e crime económico. É co-autor do manual *Free Enterprise and Economic Organization: Antitrust* (com John Flynn e Darren Bush), bem como de um manual sobre indústrias reguladas (com John Flynn). Lecionou política da concorrência como professor adjunto na Universidade de Tóquio. O trabalho académico recente de First centrou-se nos vários aspectos da implementação e teoria da política da concorrência, incluindo *The Microsoft Antitrust Cases: Competition Policy for the Twenty-first Century* (com Andrew I. Gavil), “Philadelphia National Bank, Globalization, and the Public Interest”, “Your Money and Your Life: The Export of U.S. Antitrust Remedies”, “Antitrust’s Democracy Deficit”, e dois capítulos em

The Design of Competition Law Institutions: Global Norms, Local Choices, um relativo aos EUA e o outro relativo ao Japão. First também é autor de um manual sobre crime económico e do artigo “Business Crime and the Public Interest: Lawyers, Legislators, and the Administrative State”. Colaborou como editor da *Antitrust Law Journal*, editor de política de concorrência do *Antitrust Bulletin*, membro da comissão executiva e investigador principal no *American Antitrust Institute*.

Is a specialist in antitrust and business crime. He is the co-author of the casebook “Free Enterprise and Economic Organization: Antitrust” (with John Flynn and Darren Bush), as well as a casebook on regulated industries (with John Flynn). He taught antitrust as an adjunct professor at the University of Tokyo. First’s most recent scholarly work has focused on various aspects of antitrust enforcement and theory, including “The Microsoft Antitrust Cases: Competition Policy for the Twenty-first Century” (with Andrew I. Gavil), “Philadelphia National Bank, Globalization, and the Public Interest”, “Your Money and Your Life: The Export of U.S. Antitrust Remedies”, “Antitrust’s Democracy Deficit”, and two chapters in “The Design of Competition Law Institutions: Global Norms, Local Choices”, one dealing with the United States, the other with Japan. First is also the author of a casebook on business crime and the article “Business Crime and the Public Interest: Lawyers, Legislators, and the Administrative State”. He is a contributing editor of the Antitrust Law Journal, foreign antitrust editor of the Antitrust Bulletin, a member of the executive committee of the Antitrust Section of the New York State Bar Association, and a member of the advisory board and a senior fellow of the American Antitrust Institute.

JOÃO CARDOSO PEREIRA

Licenciado em Administração e Gestão de Empresas (2005) e em Economia (2006) pela Universidade Católica Portuguesa. É Mestre em Estudos Económicos Europeus, com especialização em Direito Europeu e Análise Económica, pelo Colégio da Europa (2008). É atualmente economista na Autoridade da Concorrência. Anteriormente, foi instrutor na Direcção-Geral da Concorrência da Comissão Europeia (2008-2014) e estagiário no Banco Europeu de Investimento (2006).

Graduated in Business Administration (2005) and Economics (2006) from the Catholic University of Portugal. He also holds a Master of Arts in European Economic Studies, with the specialization on European Law and Economic Analysis, from the College of Europe (2008). He is currently an economist at the Portuguese Competition Authority. Previously, he was case-handler in the Euro-

pean Commission's DG Competition (2008-2014) and trainee at the European Investment Bank (2006).

JOSÉ GONZAGA ROSA

É licenciado em Economia e em Direito, e Pós-Graduado em Gestão de Instituições e Operações Financeiras, sendo de momento mestrando em Direito (Faculdade de Direito de Lisboa). Iniciou a sua carreira na banca comercial (Londres) e banca de investimento (Lisboa) e foi durante muitos anos responsável em Portugal pela área de assessoria financeira a transações numa das quatro principais firmas internacionais de auditoria e consultoria (Ernst & Young). Atualmente é responsável pela área de Financial Services (Banking & Capital Markets, Insurance, Asset Management) da PKF Portugal e investigador do “CIRSF – Centro de Investigação em Regulação e Supervisão do Sector Financeiro”. A sua área de investigação ocupa-se da relação entre a supervisão bancária prudencial inspirada nos Acordos de Basileia e a evolução dos sistemas financeiros. Neste contexto, investiga a razoabilidade da aplicação dos Acordos de Basileia II e III na África Subsariana, e as implicações no desenvolvimento dos respectivos sistemas financeiros.

Has Bachelor's Degree in Economics and in Law, and specialization studies in Management of Financial Institutions and Financial Transactions. He is currently enrolled in a MSc in Law from Lisbon Law University. He started his professional career in retail banking (London) and investment banking (Lisbon) and for many years he headed the transaction advisory services practice of one big four auditing and consulting international firms (Ernst & Young). He is currently heading the Financial Services practice (Banking & Capital Markets, Insurance, Asset Management) of PKF Portugal and a researcher in “CIRSF – Centro De Investigação em Regulação e Supervisão do Sector Financeiro”. His academic research addresses the link between bank prudential regulation (Basel Agreements) and the reshaping of financial systems. In this context, he challenges the rationale for the implementation of Basel II and Basel III agreements in Sub-Saharan Africa when these standards were designed for large international banks, and the implications for domestic financial systems of these countries.

NUNO CALAIM LOURENÇO

Licenciado em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa (1999). Pós-Graduado em Ciências Jurídicas pela Universidade Católica,

Lisboa (2000). Titular do grau LLM Masters of Law em Direito da Concorrência pela *Queen Mary, University of London* (2010). Mestre em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa (Curso de Mestrado Científico em Ciências Jurídico-Empresariais, 2012). Doutorando em Direito na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. Inscrito na Ordem dos Advogados em 2002. Mais recentemente exerceu funções junto Direcção-Geral da Concorrência da Comissão Europeia e da sociedade internacional de advogados White & Case LLP em Bruxelas. Colabora actualmente com a SRS Advogados.

Graduated in Law from the University of Lisbon Law School (1999). He holds the following academic post-graduate degrees: a post-graduate degree in legal sciences from Universidade Católica Portuguesa Law School (2000); a degree of LLM Master of Law in Competition Law from Queen Mary, University of London and a degree of Master in Law from the University of Lisbon Law School (2012). He is a Doctoral candidate at the University of Lisbon Law School. He has recently worked for the Directorate-General for Competition at the European Commission and at the international law firm White & Case LLP in Brussels. He is currently collaborating with the law firm SRS Advogados.

PEDRO LOBO XAVIER

Licenciado em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa (2007). Mestre em Direito e Gestão pelas Faculdades de Direito e Economia e Gestão da Universidade Católica Portuguesa (2009) com a tese “A Avaliação de Sociedades Comerciais num Processo de Fusão” (publicada). Pós-graduado no IDEFF em Reforma da Regulação Financeira (2013). É, desde 2010, consultor jurídico no Departamento de Serviços Jurídicos do Banco de Portugal, exercendo a sua atividade nas áreas do Direito Bancário e Financeiro, Resolução e *Crisis Management*. Em 2011, prestou aconselhamento jurídico ao Grupo de Trabalho nomeado pelo Governo Português que elaborou a proposta de estatutos do Conselho das Finanças Públicas. Tem vários artigos publicados. Advogado (com inscrição suspensa). De 2007 a 2010 realizou o estágio de advocacia no escritório de advogados Amaral Cabral & Associados, Sociedade de Advogados, RL.

Graduated in Law by Universidade Católica Portuguesa Law School (2007). Master in Law and Business by both Universidade Católica Portuguesa Law and Business and Economics Schools (2009) – Master thesis on the subject “Firm Valuation in a Merger” (published). Post-graduated at IDEFF in Reform and New

Trends of Financial Regulation (2013). He is, since 2010, Legal Counsel in the Legal Services Department of Banco de Portugal, and works mainly in the areas of Banking and Finance Law, Resolution and Crisis Management. In 2011, he gave legal advice to the Working Group nominated by the Portuguese Government that drafted the statute proposal of the Portuguese Fiscal Council. He published several articles. Lawyer (who temporarily suspended his registration on the Portuguese Bar Association). Between 2007 and 2010 he was trainee lawyer at Amaral Cabral & Associados, Sociedade de Advogados, RL.

SOFIA BRITO DA SILVA

Licenciada em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade do Porto (2011), onde obteve o grau de Mestre em Direito em Ciências Jurídico-Económicas (2013). Advogada na Amorim Pereira, Nuno Oliveira & Associados – Sociedade de Advogados, RL.

Graduated in Law from the University of Porto Law School (2011), where she also concluded her Master in Law and Economics (2013). Currently works as a Lawyer at Amorim Pereira, Nuno Oliveira & Associados – Sociedade de Advogados, RL.

SPENCER WEBER WALLER

É Professor e Diretor do Institute for Consumer Antitrust Studies da Loyola University Chicago School of Law. Desempenhou funções de referendário no Tribunal de Recursos da Sétima Circunscrição dos EUA. Também trabalhou no Departamento de Justiça dos EUA, inicialmente como advogado na Secção de Comércio Externo da Divisão de Concorrência e mais tarde como advogado especial na Divisão Criminal da Chicago Strike Force. Posteriormente, desempenhou funções na sociedade de advogados Freeborn & Peters em Chicago. Exerceu funções como membro do corpo docente a tempo inteiro da Brooklyn Law School durante dez anos até integrar a Loyola University em 2000.

Is Professor and Director of the Institute for Consumer Antitrust Studies of Loyola University Chicago School of Law. He served as a staff law clerk for the U.S. Court of Appeals for the Seventh Circuit. He also worked for the U.S. Department of Justice, first as a trial attorney in the Foreign Commerce Section of the Antitrust Division and later as a special attorney in the Chicago Strike Force of the Criminal Division. He then practiced at the Chicago firm of Freeborn & Peters. He was a full-time faculty member at Brooklyn Law School for ten years until joining Loyola in 2000.

Colaboração com a

REVISTA DE CONCORRÊNCIA E REGULAÇÃO

1. A *Revista de Concorrência e Regulação* (C&R) está aberta à colaboração dos seus Leitores, pelo que aceita para publicação artigos, estudos ou comentários de jurisprudência que se enquadrem na temática geral do Direito e Economia da concorrência e regulação e na temática específica de cada número, de acordo com um duplo critério de interesse informativo e qualidade científica.
2. Todos os textos a publicar na C&R são da responsabilidade exclusiva dos seus Autores. A publicação dos textos não significa a concordância da C&R com as posições neles expressas.
3. Os textos a publicar devem ser inéditos e podem ser apresentados em português, espanhol, francês ou inglês, sendo publicados na língua em que foram redigidos. Em casos excepcionais, poderão ser aceites textos não inéditos, devendo então o Autor indicar onde foram publicados anteriormente.
4. Os textos devem estar formatados em *Word* e não exceder, em regra, 70 mil caracteres (incluindo espaços). Devem também ser acompanhados de um resumo (“*abstract*”), com um máximo de 100 (cem) palavras, em inglês.
5. Aos textos, os Autores devem ainda juntar uma breve nota curricular (que não deverá exceder, para cada versão linguística, 950 carateres, incluindo espaços) em português e inglês, morada e endereço eletrónico.
6. A informação sobre as normas formais aplicáveis aos textos a submeter à *Revista de Concorrência e Regulação* deve ser solicitada, antes do envio do texto, através do endereço eletrónico revista@concorrencia.pt.
7. Os trabalhos devem ser remetidos em formato digital para o endereço eletrónico revista@concorrencia.pt ou para a morada: Autoridade da Concorrência – Avenida de Berna, 19, 1050-037 Lisboa, ao cuidado de Catarina Anastácio.
8. As provas tipográficas dos textos aprovados para publicação serão enviadas ao Autor para a morada ou endereço eletrónico por si indicados, para revisão.

Collaboration with

REVISTA DE CONCORRÊNCIA E REGULAÇÃO

- 1.** *Revista de Concorrência e Regulação* (C&R) welcomes submissions for publication from its readers, including papers, studies or case comments, related to Competition and Regulation Law and Economics and the specific theme of each issue, according to the interest and scientific quality of each contribution.
- 2.** Authors are exclusively responsible for their papers. Publication of papers does not mean that C&R endorses the views expressed therein.
- 3.** Papers must not have been published elsewhere and can be submitted in Portuguese, Spanish, French or English. Papers will be published in the original language. In exceptional cases, papers that have already been published may be accepted. In such circumstances the Author will be required to indicate where the paper has been published previously.
- 4.** Texts must be processed in Word, should not exceed 70,000 characters (including spaces) and must also be accompanied by an abstract, with a maximum of 100 words, in English.
- 5.** Authors must provide a short CV in Portuguese and English, (which should not exceed 950 character, including spaces, for each of the languages) as well as mailing and email addresses.
- 6.** Further information on the formal rules for submission of materials to the C&R must be requested in advance, by contacting revista@concorrencia.pt.
- 7.** Contributions must be sent in digital format to the email address revista@concorrencia.pt or to the address: Autoridade da Concorrência – Avenida de Berna, 19, 1050-037 Lisboa – Portugal, to the attention of Ms. Catarina Anastácio.
- 8.** Prior to publication, proofs will be sent to the Authors, to the mailing address or email address previously indicated.

ÓRGÃOS SOCIAIS

DIREÇÃO

Luís Silva Morais/Paulo de Sousa Mendes

CONSELHO CIENTÍFICO

Presidentes: António Ferreira Gomes/Eduardo Paz Ferreira

Membros:

António Avelãs Nunes	José António Veloso
António Menezes Cordeiro	José Danilo Lobato
Augusto Silva Dias	José Luís da Cruz Vilaça
Barry Hawk	José de Faria Costa
Bernardo Feijóo Sánchez	José de Oliveira Ascensão
Bo Vesterdorf	José Lobo Moutinho
Carlos Pinto Correia	José Manuel Sérvulo Correia
David Gerber	Jürgen Wolter
Diogo Rosenthal Coutinho	Keiichi Yamanaka
Donald Baker	Klaus Rogall
Douglas Rosenthal	Laurence Idot
Eleanor Fox	Luís Cabral
Fernando Borges Araújo	Luís Greco
Fernando Herren Aguillar	Manuel da Costa Andrade
Floriano Marques	Manuel Lopes Porto
François Souty	Marco Bronckers
Frederic Jenny	Maria Fernanda Palma
Geraldo Prado	Mark Zöller
Gerhard Dannecker	Miguel Moura e Silva
Germano Marques da Silva	Miguel Nogueira de Brito
Giorgio Monti	Miguel Poiares Maduro
Harry First	Nicolas Charbit
Heike Schweitzer	Oswald Jansen
Ioannis Kokkoris	Patrick Rey
João Ferreira do Amaral	Paulo Câmara
Jorge Braga de Macedo	Paulo de Pitta e Cunha
Jorge de Figueiredo Dias	Paulo Pinto de Albuquerque

Pedro Pais de Vasconcelos	Richard Wish
Pedro Pitta Barros	Rosa Greaves
Peter Freeman CBE, QC	Vasco Pereira da Silva
Philip Marsden	Vito Tanzi
Piet Jan Slot	William Kovacic
René Smits	Wouter Wils

CONSELHO CONSULTIVO

João E. Gata/Jorge Simões/Nuno Cunha Rodrigues

CONSELHO REDATORIAL

Presidente: Catarina Anastácio

Comissão Coordenadora:

Ana Perestrelo de Oliveira	João Cardoso Pereira
André Forte	José Renato Gonçalves
Cristina Camacho	Luís Vale Lima
Fernando Pereira Ricardo	Nazaré da Costa Cabral
Francisco Costa Cabral	Sérgio Gonçalves do Cabo
Helena Gaspar Martinho	

Editores:

Concorrência e regulação – Geral

Fernando Xarepe Silveiro/João Pateira Ferreira/Marco Capitão Ferreira

Direito da concorrência da União Europeia e comparado

Carlos Pinto Correia/Miguel Gorjão-Henriques

Concentrações

Margarida Rosado da Fonseca

Direito contraordenacional e processual penal

João Matos Viana/Vânia Costa Ramos

Regulação e concorrência no setor financeiro

Luís Máximo dos Santos

Regulação e concorrência no setor das comunicações eletrónicas
Ana Amante

Regulação e concorrência no setor energético
Gonçalo Anastácio

Regulação e concorrência no setor dos transportes terrestres
António Mendonça Mendes

Regulação e concorrência no setor da aviação civil
António Moura Portugal

Regulação no setor da proteção ambiental
António Sequeira Ribeiro/Carla Amado Gomes

Setor empresarial público/gestores públicos/privatizações
Tânia Cardoso Simões

Contratos económicos/contratos públicos
Nuno Cunha Rodrigues

Economia
António Pedro Santos/Paulo Gonçalves

Econometria
Jorge Rodrigues

Secretariado Executivo:
Manuela Oliveira
Natália Leite



**REVISTA DE
CONCORRÊNCIA
E REGULAÇÃO**

DIREÇÃO:

LUÍS SILVA MORAIS

PAULO DE SOUSA MENDES

CUPÃO DE ASSINATURA

4 NÚMEROS AVULSO €100

**ASSINATURA (4 NÚMEROS/ANO) €90 (DESCONTO DE 10%)
COM IVA E DESPESAS DE ENVIO INCLUÍDOS**

DESEJO ADQUIRIR A ASSINATURA DA REVISTA
DE CONCORRÊNCIA E REGULAÇÃO (4 NÚMEROS) DO ANO **20**

ASSINATURA _____ DATA --

ESTE CUPÃO DEVERÁ SER ENVIADO PARA
ASSINATURA DA REVISTA DE CONCORRÊNCIA E REGULAÇÃO – JOAQUIM MACHADO, S.A.,
Rua Fernandes Tomás, n.ºs 76, 78, 80, 3000-167 Coimbra, ou via email para assinaturas@almmedina.net.

PARA ESCLARECIMENTOS ADICIONAIS
Telefone: 239 851 903 Fax: 239 851 901 Email: editora@almmedina.net



AUTORIZAÇÃO DE DÉBITO DIRECTO (ADC)

ENTIDADE 1 0 6 4 4 4

NÚMERO DE AUTORIZAÇÃO

Na rede Multibanco poderá definir: A Data de expiração da autorização | O montante máximo de débito autorizado

AUTORIZAÇÃO DE DÉBITO EM CONTA PARA DÉBITOS DIRECTOS

EMAIL _____

Por débito na nossa/minha conta abaixo indicada queiram proceder ao pagamento das importâncias que lhes forem apresentadas pela empresa EDIÇÕES ALMEDINA SA

IBAN/NIB: PT 50 [] [] [] [] [] [] [] [] [] [] [] []

CONTRIBUINTE FISCAL

DATA = =

ASSINATURA(S) CONFORME BANCO

BENS/SERVIÇOS	VALOR	REGULARIDADE ⁽¹⁾	INICIA A MÊS	ANO	TERMINA A MÊS	ANO

(i) REGULARIDADE: MENSAL, TRIMESTRAL, SEMESTRAL, ANUAL

PROCEDIMENTOS

- Preencher completamente e assinar Autorização de Débito, de acordo com a ficha de assinatura de Banco. No caso de ser empresa carimbar ADC com carimbo da empresa.
 - Remeter a ADC para:
EDIÇÕES ALMEDINA SA, Rua Fernandes Tomás, n.ºs 76, 78, 80, 3000-167 Coimbra, ou via email para sdd@almedina.net.
 - Qualquer alteração que pretenda efectuar a esta autorização basta-
rá contactar as EDIÇÕES ALMEDINA SA por qualquer forma escrita
 - Também poderá fazer alterações através do Sistema Multibanco, conforme se apresenta seguidamente, ou no sistema de home banking, caso tenha essa opção. Também neste caso agradece-
mos informação escrita sobre as alterações efectuadas.
 - Esta autorização destina-se a permitir o pagamento de bens/serviços adquiridos à nossa empresa e só poderá ser utilizada para outros efeitos mediante autorização expressa do(s) próprio(s)
 - Dos pagamentos que vierem a ser efectuados por esta forma serão emitidos os recibos correspondentes.

INFORMAÇÕES

Através do Sistema Multibanco, relativamente a esta autorização de Débito em Conta, poderá, entre outras, efectuar as seguintes operações:

- Visualizar a Autorização Débito em Conta concedida;
 - Actualizar os Dados Desta Autorização de Débito em Conta;
 - Cancelar esta Autorização Débito em Conta;

Em cumprimento do aviso 10/2005 do Banco de Portugal, informa-se que é dever do devedor, conferir, através de procedimentos electrónicos, nomeadamente no multibanco, os elementos que compõem as autorizações de débito em conta concedidas.

PARA ESCLARECIMENTOS ADICIONAIS
Telefone: 239 851 903 Fax: 239 851 901 Email: sdd@almmedina.net