

AUTORIDADES DE SUPERVISÃO FINANCEIRA: UMA PERSPETIVA CRÍTICA DA REGULAÇÃO PÚBLICA EUROPEIA

Bernardo Borges Garcia

www.cedipre.fd.uc.pt

 [/fduc.cedipre](https://www.facebook.com/fduc.cedipre)

AUTORIDADES DE SUPERVISÃO FINANCEIRA: UMA PERSPETIVA CRÍTICA DA REGULAÇÃO PÚBLICA EUROPEIA

Bernardo Borges Garcia



TÍTULO	Autoridades de Supervisão Financeira: Uma Perspetiva Crítica da Regulação Pública Europeia
AUTOR(ES)	Bernardo Borges Garcia
IMAGEM DA CAPA	Coimbra Editora
COMPOSIÇÃO GRÁFICA	Ana Paula Silva
EDIÇÃO	CEDIPRE Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra 3004-528 COIMBRA PORTUGAL Tel.: +351 916 205 574 E-mail: cedipre@fd.uc.pt
PARA CITAR ESTE ESTUDO	Autoridades de Supervisão Financeira: Uma Perspetiva Crítica da Regulação Pública Europeia, CEDIPRE Online — 50, http://www.cedipre.fd.uc.pt , Coimbra, setembro de 2023

AUTORIDADES DE SUPERVISÃO FINANCEIRA: UMA PERSPETIVA CRÍTICA DA REGULAÇÃO PÚBLICA EUROPEIA

Bernardo Borges Garcia ^(*)

Sumário: 1. Introdução 2. O fenómeno da *agencificação* 3. Funções básicas das agências de regulação europeias 4. Evolução das agências de supervisão financeira 5. Sistema de Supervisão Financeira da União Europeia 5.1. Estrutura organizatória 5.2. Competências 5.2.1. Em particular as competências de supervisão direta e sancionatórias 5.2.2. Outras competências 6. Análise crítica da experiência ESMA 7. As agências europeias de supervisão financeira e a doutrina *Meroni* 8. Conclusões

Palavras-chave: regulação pública; agências europeias; mercados financeiros; competências "quase-regulatórias"; competências de supervisão; doutrina *Meroni*.

Keywords: public regulation; EU agencies; financial markets; quasi-regulatory powers; supervisory powers; *Meroni* doctrine.

Resumo: *O tema aqui estudado é um dos mais estruturantes para o fenómeno da "agencificação" no Direito Administrativo Europeu. As instituições da União Europeia na execução das suas políticas, nomeadamente para a correção das externalidades negativas dos vários setores económicos e sociais, procuraram agregar as entidades reguladoras nacionais dos Estados-membros nos órgãos que compõem as agências europeias. Embora o*

^(*) Licenciado em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. Mestrando em Direito/ Ciências Jurídico-Políticas com Menção em Direito Administrativo. Monitor na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra.

objetivo seja a uniformização na aplicação do Direito da União Europeia, a realidade é que este fenómeno tem passado por diferentes estádios e fases, num caminho auspicioso de desenvolvimento das competências centralizadas da regulação pública europeia, procurando um autêntico networking, coaching e policy, com especial destaque para as autoridades de supervisão financeira. Estas surgiram em consequência da crise financeira dos subprime, demonstrando uma clara evolução e tendência em relação às restantes agências europeias, inclusive as que detêm competências de decision-making. Procurámos, por isso, abordar as diversas competências das três autoridades de supervisão financeira, especialmente da ESMA que evidencia particularidades relativamente às restantes, salientando as dificuldades das mesmas em face da doutrina Meroni, assim como outros problemas relevantes na sua organização interna. Por sua vez, para uma completa visão das mesmas, é crucial uma reflexão sobre o importantíssimo contributo que estas autoridades têm na evolução das agências europeias.

Abstract: *The subject studied here is one of the most structured for the phenomenon of "agencification" in European Administrative Law. The institutions of European Union, in the implementation of their policies, in particular, to correct the negative externalities of the various economic and social sectors, have sought to aggregate the national regulatory authorities of the Member States in the bodies of the European regulatory agencies. Although the aim is to standardize the application of European Union law, this phenomenon has gone through different stages and phases in an auspicious path of development of the centralized competencies of European public regulation, seeking authentic networking, coaching, and policy, with particular emphasis on the financial supervisory authorities. These emerged as a result of the subprime financial crisis, showing a clear evolution and trend concerning the other European agencies, including those with decision-making competencies. Therefore, we have tried to address the various competencies of the three financial supervisory authorities, especially ESMA, which evidences unique particularities about the others, highlighting their difficulties in the face of the Meroni doctrine and other relevant problems in their internal organization. In turn, for a complete view of them, it is crucial to reflect on the extremely important contribution that these authorities have in the evolution of European agencies.*

1. Introdução:

A criação das três autoridades de supervisão financeira (EBA, ESMA e EIOPA) em consequência dos anteriores processos de comitologia, desencadeado pela crise dos *subprime* marcou uma nova fase na integração europeia. As agências europeias visam, precisamente, a redução do pluralismo na execução do Direito Administrativo Europeu e a intervenção do Estado na economia, assente numa estrutura em que se procura inserir, nos seus órgãos decisórios, as entidades reguladoras nacionais, atuando em "rede" ou conjuntamente com estas, assumindo uma lógica supranacional e federalista.

O fenómeno da regulação pública europeia visou, por isso, agregar as entidades reguladoras nacionais competentes daquele setor económico e social, mediante uma nova conceção de execução do Direito da União Europeia, em que as políticas das instituições da UE são prosseguidas por todas estas entidades, com destaque para o papel central das agências europeias que, por sua vez, surgem numa lógica horizontal e supranacional de trabalho constante para a regulação do mercado intracomunitário.

Este fenómeno contagiou os mercados financeiros que, após uma fase de enormes dificuldades, sentiu-se a necessidade de prevenir possíveis crises económico-financeiras, reduzindo as externalidades negativas que um setor tão sensível e essencial para o desenvolvimento da UE necessita. Assim, os mercados financeiros receberam *inputs* regulatórios das autoridades de supervisão financeira em estreita colaboração com outros organismos da UE (como constitui exemplo o BCE) e em contacto direto com a política monetária, imprescindível para o bom funcionamento do mercado interno. Por isso, estas três agências europeias, embora se insiram numa classificação funcional de agências de *decision-making*, receberam competências inovatórias, servindo de teste para o sucesso do fenómeno da *agencificação* e da integração europeia. Aqui com especial incidência surge a ESMA no âmbito dos seus poderes de supervisão direta e sancionatórios em agências de *rating*, monitorizando os resultados e as características dos mercados de capitais, abrindo, indubitavelmente uma autêntica caixa de pandora na regulação europeia.

O salto aqui dado foi particularmente revelador de uma aproximação e convergência com as competências das entidades reguladoras nacionais, algo que nunca se tinha visto na UE, essencialmente pelas limita-

ções impostas pela doutrina *Meroni*, no âmbito da delegação de competências e de poderes discricionários das agências europeias. Deste modo, a ESMA acoplou as competências de *networking*, *coaching*, *policy* e *enforcement*, procurando corrigir os mercados financeiros, mediante os seus conhecimentos técnicos nestas matérias.

Não obstante, o desenvolvimento qualitativo das competências e poderes destas agências europeias desencadeou uma sequela de questões difíceis de controlar e dar uma resposta concertada: se a regulação dos mercados financeiros *per se* desencadeia disputas nacionais, as estruturas organizatórias destas agências favoreceram uma autêntica campanha de cada entidade reguladora nacionais competente em salvaguardar os seus interesses nacionais – nomeadamente no Conselho dos Supervisores; e, por outro lado, o exercício destas competências fixou-se na linha ténue da doutrina *Meroni*, com as críticas de alguns autores, enquanto outros defendem uma aproximação do modelo norte-americano das *independent regulatory agencies*.

Estes são os principais pontos que nos comprometemos a corretamente abordar, sempre assente numa perspetiva crítica do futuro da regulação europeia. Fica, por isso, a seguinte questão em aberto: Qual o sucesso da EBA, ESMA e EIOPA na regulação pública europeia?

2. O fenómeno da *agencificação*:

No contexto da administração integrada e da formação e execução do direito e das políticas da UE, as agências europeias assumiram um papel de elevado relevo, nomeadamente na efetiva cooperação entre órgãos nacionais, supranacionais e comuns¹. Assim, no âmbito da execução do Direito da União Europeia, a par do sistema de execução direta e do sistema de execução indireta, aborda-se o fenómeno das agências europeias, enquanto cooperação formal e institucional das Administrações Públicas europeias e nacionais².

¹ JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA, *Agências de Regulação da União Europeia*, GESTLEGAL, 2017, p. 300.

² Por isso, dizemos que se trata de um fenómeno de *europeização* das administrações públicas nacionais. Trata-se, pois, de uma função administrativa desenvolvida, em regra, num sistema composto, que funciona numa lógica de continuidade, de "rede", de colaboração e de gestão partilhada, mediante um fenómeno de coadministração. Esta integração pode ser funcional (através de procedimentos administrativos) ou institucional (através das agências europeias, a título de exemplo). Cfr: PEDRO COSTA GONÇALVES, *Manual de Direito Administrativo – Vol 1*, Almedina, 2019, pp. 317-318.

SUZANA TAVARES DA SILVA define, deste modo, a *agencificação* como a “designação dada à criação de um leque de agências especializadas às quais são atribuídas missões e poderes de diferente natureza no âmbito do que se designa como “serviços horizontais”, ou seja, especialmente vocacionados para as soluções de aplicação transnacional do direito”³.

Atendendo ao facto do termo “agências europeias” não estar definido nos Tratados da UE, reproduzimos as características apontadas por JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA em relação a estas. A primeira característica é a existência de personalidade jurídica, da qual deriva a autonomia ou independência face à Comissão e aos Estados-membros⁴. A segunda característica diz respeito à sua criação pelo direito comunitário secundário (distinguindo-se das entidades criadas pelo direito comunitário originário, como BCE ou o Provedor de Justiça Europeu⁵). A terceira característica concerne com a descentralização e estabilidade institucional destas agências. As agências europeias são, portanto, organizações com sedes descentralizadas pelos vários Estados-membros e dotadas de estabilidade institucional, por não ser estabelecido nenhum prazo de vigência das mesmas, ao contrário do que sucedia com as agências executivas ou os comités de comitologia⁶. Por fim, a quarta característica respeita ao modelo de governação. Estas agências europeias ado-

³ Cfr: SUZANA TAVARES DA SILVA, *Direito Administrativo Europeu*, Imprensa da Universidade de Coimbra, 2010, p. 46.

⁴ A autonomia das agências europeias permite distingui-las das “agências de execução”, das direções-gerais e dos serviços da Comissão. Cfr: JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA, *Agências...*, cit., p. 304.

As agências de execução são criadas pela própria Comissão Europeia, com a finalidade de apoiar a administração direta dos programas da União Europeia. Cfr: MERIJN CHAMON, “The Influence of Regulatory Agencies on Pluralism in European Administrative Law”, in *Review of European Administrative Law*, vol. 5, Issue 2, pp. 61-91, 2012, p. 64.

⁵ A realidade é que algumas agências europeias têm previsão direta nos Tratados, como sucede em matéria de cooperação intergovernamental nas áreas da defesa e do armamento europeu, ou no âmbito do terceiro pilar da construção comunitária com o Serviço Europeu de Polícia. Aliás, uma nota que permite distinguir as agências europeias das agências de execução é, precisamente, que as primeiras são criadas pelo legislador europeu e não pela Comissão Europeia. Cfr: JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA, *Agências...*, cit., pp. 304-305.

⁶ Apesar da sua estabilidade institucional, muitos dos atos fundadores das agências europeias preveem cláusulas de revisão, que permitem uma avaliação dos respetivos desempenhos e da sua utilidade da continuação das suas tarefas, podendo conduzir à sua eventual reforma, fusão com outras agências ou mesmo o seu encerramento. *Ibidem*, p. 308.

tam um modelo monista, assentando num Conselho de Administração, composto maioritariamente por representantes dos Estados-membros e, por sua vez, por um Diretor Executivo, nomeado por este Conselho, com funções de representação e de gestão quotidiana da agência⁷. O facto dos Conselhos de Administração destas agências europeias integrarem os Estados-membros da União demonstra perfeitamente o nível avançado e centralizado de integração europeia que se pretende com a criação destas entidades reguladoras europeias, assente num plano supranacional e com a assumida pretensão de diminuir o pluralismo na aplicação do Direito Administrativo Europeu⁸.

No fundo, na aplicação do Direito da União Europeia colocou-se o problema de como as Administrações Públicas nacionais, com organizações administrativas diferentes, executariam os comandos normativos da legislação europeia. Atendendo que as instituições da UE necessitam de uma atuação coordenada das mesmas, as agências europeias tornam-se, por isso, soluções pragmáticas, estabelecendo um equilíbrio entre a aplicação do Direito Comunitário e o respeito pela soberania dos Estados-membros, em conformidade com o princípio do federalismo executivo⁹.

Posto isto, aponta-se que o fenómeno da *agencificação* apresenta efeitos particularmente importantes na diminuição do pluralismo jurídico europeu e, conseqüentemente, no auxílio das entidades reguladoras nacionais em aplicar corretamente o Direito da União Europeia, assumindo-se como um ator de extrema relevância na regulação pública.

3. Funções básicas das agências de regulação europeias:

Foi nos EUA que surgiram as primeiras entidades independentes de regulação: a *independent regulatory agency*¹⁰. Resumidamente, estas surgiram como tentativa do poder público de controlar e limitar os efeitos perversos da concorrência selvagem. Progressivamente, estas entidades reguladoras, ao se desprenderem do poder executivo, estenderam-se aos restantes setores económicos e sociais da vida norte-americana¹¹. As entidades reguladoras em análise apresentavam funções legislativas, executivas e (para) judiciais, dotadas de elevado grau de independência¹².

⁷ *Ibidem*, p. 309.

⁸ Cfr: MERIJN CHAMON, "The Influence of Regulatory...", cit., p. 65.

⁹ *Ibidem*, p. 67.

¹⁰ Cfr: JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA, *Agências...*, cit., p. 549.

¹¹ *Ibidem*, p. 551.

¹² *Ibidem*, pp. 551-552.

Naturalmente, com a privatização de certas atividades económicas, os vários Estados-membros tiveram a necessidade de importar o modelo de agências ou entidades reguladoras independentes norte-americana para a sua ordem jurídica nacional. Isto ocorreu porque os Estados precisavam de acompanhar e fiscalizar como o mercado se comportará em determinados setores económicos preponderantes para a organização da sociedade. Com a importação do modelo norte-americano, estas entidades reguladoras nacionais detêm competências normativas¹³, sancionatórias e, inclusive, têm poderes para resolver certos litígios entre privados.

No entanto, para se perceber quais as funções das agências de regulação europeias, assim como as suas competências no âmbito da supervisão e fiscalização dos mercados, importa atender aos ensinamentos de MOOR-VAN VUGT sobre as restrições à autonomia das Administrações Públicas nacionais. Numa primeira fase, a UE pretende uma certa coordenação entre os Estados-membros para a execução das políticas da União, pelo que deixa aos seus poderes executivos e às Administrações Públicas nacionais a incumbência desta tarefa¹⁴. Numa segunda fase, as instituições da União apercebem-se da necessidade de supervisão da execução da legislação comunitária pelos Estados, procurando fortalecer as relações e facilitando a troca de informações, ainda que num plano informal¹⁵. Na terceira fase, o progresso de redução do pluralismo no Direito Administrativo Europeu é lento, pelo que se começa a prescrever certas orientações aos Estados-membros, acompanhadas de sanções administrativas que os últimos devem aplicar em caso de incumprimento da legislação comunitária. O autor nota que se começarão a criar redes formais de cooperação sectorial¹⁶. Na quarta fase, a autonomia institucional dos Estados-membros é cada vez menor, dado

¹³ Não faz muito sentido referirmo-nos a poderes legislativos, porque, efetivamente, as entidades reguladoras nacionais têm competência para aprovar regulamentos administrativos. No domínio dos serviços energéticos, basta analisar os artigos 9º, 11º, 15º, 19º e 20º do Decreto-Lei nº 97/2002, de 12 de Abril que aprovou os Estatutos da Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos.

¹⁴ MOOR-VAN VUGT, "Netwerken en de europeanisering van het toezicht", in *Sociaal-economische Wetgeving: Tijdschrift voor Europees en Economisch Recht*, vol. 59, Issue 3, pp. 94-102, 2011, disponível em: <https://hdl.handle.net/11245/1.353488>, p. 100.

¹⁵ Ou seja, segue-se uma troca informal de informações, através de relatórios anuais, relatórios intercalares ou outros relatórios, para que a Comissão Europeia possa formular objetivos políticos na execução das suas políticas. *Ibidem*, p. 101.

¹⁶ No âmbito desta atuação em rede formal começam a surgir algumas agências reguladoras, assumindo um novo nível de supervisão. *Ibidem*, p. 101.

que se começam a criar entidades reguladoras independentes ao nível da União Europeia, agora com poderes regulamentares, de supervisão e fiscalização. Estas entidades reguladoras passam a serem titulares de competências para a resolução de litígios e aconselham sobre projetos de legislação europeia¹⁷. Por conseguinte, na quinta fase, os poderes e competências são centralizados nas agências reguladoras, sendo, posteriormente, delegados às autoridades que integram as Administrações Públicas nacionais. Como refere este autor, as entidades nacionais já não integram a organização administrativa do Estado-membro, mas, contrariamente, são um "braço" da Administração Pública da UE¹⁸.

Em função deste quadro traçado por MOOR-VAN VUGT, a realidade é que as agências europeias, por serem criadas pelo direito derivado, são estabelecidas "ad hoc"¹⁹. E, neste sentido, apenas se conseguirá assimilar criticamente as funções atribuídas às agências europeias, se as mesmas forem analisadas individualmente: no nosso caso centrar-nos-emos no Sistema Europeu de Supervisão Financeira. Não havendo, portanto, esta homogeneização de competências em relação às agências europeias, é importante analisar separadamente a agência *in casu*, de modo a perceber qual a sua influência na integração europeia e os seus efeitos na redução do pluralismo jurídico-administrativo europeu.

4. Evolução das agências de supervisão financeira:

Desde os anos 70 que surgiu a necessidade de integração financeira ao nível da UE, principalmente em vista à harmonização dos direitos societários e dos mercados de capitais, além de se ter dado os primeiros passos no sentido da liberalização dos setores bancários e dos seguros²⁰.

Assumindo a matéria financeira especial relevo para qualquer Estado-membro, com a dificuldade de acelerar o processo legislativo ordinário em curso, criou-se, em 2001, o comité dos sábios, liderado por LAMFALUSSY, com o intuito de acelerar este processo legislativo em relação ao mercado financeiro comunitário. O comité dos sábios propôs,

¹⁷ *Ibidem*, p. 101.

¹⁸ Aqui pode traçar-se o caminho inverso que aconteceu com a defesa da concorrência na União Europeia. Ao abrigo do artigo 3º do Regulamento (CE) nº 1/2003 adotou-se um modelo descentralizado (de *public enforcement*) da defesa da concorrência, enquanto, ao nível da execução da legislação europeia em vários setores económicos, adotar-se-ia um modelo centralizado. *Ibidem*, pp. 101-102.

¹⁹ Cfr: MERIJN CHAMON, "The Influence of Regulatory...", cit., p. 69.

²⁰ Cfr: JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA, *Agências...*, cit., p. 391.

assim, diferentes fases distintas para a legislação em matéria financeira. As quatro fases seriam as seguintes: discussão de problemas políticos que exigem um procedimento parlamentar complexo; discussão de questões técnicas, necessitando da intervenção do Parlamento quando assim se verificar; emissão de orientações técnicas e práticas para uma correta aplicação harmonizada da legislação; e a possibilidade de aplicação jurídica dos tratados²¹. Para cada fase, o comité dos sábios definiu diferentes papéis para quem intervinha no processo legislativo e na supervisão da implementação dessa mesma legislação, sendo que a contribuição das instituições que integram o setor financeiro seria feita através de processos de consulta pública. No âmbito do segundo nível do processo legislativo, este baseava-se nos procedimentos de comitologia, em que a Comissão Europeia poderia delegar um nível limitado de poderes legislativos ao Conselho e ao Parlamento²².

Foi criado um grupo de trabalho para monitorizar a eficácia e eficiência do processo LAMFALUSSY. Todavia, este grupo de trabalho iniciou numa altura em que se começou a sentir os efeitos da crise dos *subprime* de 2007-2013. Apesar do relatório ter sido positivo, este foi igualmente crítico, na medida em que os esforços até aí feitos não tinham colhido os frutos necessários para acompanhar o ritmo da inovação e de integração dos mercados financeiros europeus²³. O relatório DE LAROSIÈRE recomendava a substituição dos comités de supervisão instituídos no anterior relatório, por novas autoridades com poderes mais alargados. Estas autoridades deviam fazer parte de um sistema europeu de supervisão financeira. Logo, seguiu-se os conselhos deste último relatório, tendo sido criadas três autoridades europeias de supervisão financeira²⁴. A crise dos *subprime* de 2007-2013 foi extremamente importante na reforma da fase 3 do relatório de LAMFALUSSY, atendendo que uma estrutura puramente corporativa, apoiada pela Comissão Europeia, não foi capaz de lidar com os problemas financeiros transfronteiriços identificados no rescaldo da crise financeira.

Deste modo, em conformidade com o relatório DA LAROSIÈRE, aceitou-se a criação de novas autoridades, com poderes e competências

²¹ Cfr: ROEL THEISSEN, *EU Banking Supervision*, Eleven International Publishing, 2013, p. 1198.

²² No entanto, a possibilidade de delegação de poderes mediante procedimentos de comitologia foi raramente utilizada no setor dos mercados financeiros. *Ibidem*, pp. 1198-1199.

²³ *Ibidem*, p. 1200.

²⁴ *Ibidem*, pp. 1200-1201.

"quase-regulatórias" no setor financeiro, como na supervisão das instituições financeiras dos vários Estados-membros²⁵.

5. Sistema de Supervisão Financeira da União Europeia:

Na sequência do Relatório de DA LAROSIÈRE, o atual sistema europeu de supervisão financeira assenta em dois pilares fundamentais: o primeiro diz respeito ao Comité Europeu do Risco Sistémico (ESRB), que acompanha e avalia as potenciais ameaças para a estabilidade financeira decorrentes da evolução da situação macroeconómica e do sistema financeiro no seu todo (a denominada "supervisão macro-prudencial")²⁶; e o segundo traduz-se no Sistema Europeu de Supervisão Financeira (ESFS), através do trabalho "em rede" dos reguladores nacionais e das Autoridades Europeias de Supervisão, em articulação com o Comité Europeu do Risco Sistémico, com o fim de salvaguardar a solidez das empresas do setor financeiro e de proteger os consumidores de serviços financeiros (supervisão micro-prudencial)²⁷.

A EBA, ESMA e EIOPA são as três autoridades europeias de supervisão que foram criadas no âmbito do sistema europeu de supervisão financeira²⁸. Assim, para complementar o já referido sobre a criação destas autoridades europeias, é de destacar o memorando 8 do Regulamento (UE) nº 1095/2010 em que se reproduz o seguinte: "A União não pode continuar numa situação em que não existe qualquer mecanismo para assegurar que as autoridades nacionais de supervisão adotem as melhores decisões no que respeita à supervisão dos intervenientes nos mercados financeiros que desenvolvem atividades transfronteiriças; em que a cooperação e o intercâmbio de informações entre autoridades nacionais de supervisão são insuficientes; em que qualquer ação conjunta por parte dessas autoridades exige mecanismos complicados para tomar em con-

²⁵ Alguns Estados, com o Reino Unido em destaque, manifestaram-se contra esta possibilidade de adotarem decisões vinculativas, por se tratar de uma transferência de poderes das entidades reguladoras que integravam a Administração Pública dos Estados-membros, retirando-lhes, como tal, alguma soberania. *Ibidem*, p. 1201.

²⁶ Cfr: JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA, *Agências...*, cit., p. 482.

²⁷ *Ibidem*, p. 485.

²⁸ A Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) foi criada pelo Regulamento (UE) nº 1095/2010. A Autoridade Bancária Europeia (EBA) foi criada pelo Regulamento (UE) nº 1093/2010. E, por sua vez, a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (EIOPA) foi criada pelo Regulamento (UE) nº 1094/2010.

sideração a disparidade dos requisitos regulamentares e de supervisão; em que as soluções a nível nacional constituem na maior parte das vezes a única opção praticável para dar resposta aos problemas da União; e em que existem diferentes interpretações dos mesmos textos legais”.

As três autoridades europeias de supervisão referidas são agências europeias, que partilham os mesmos desafios que as entidades reguladoras nacionais, embora sejam diferentes em vários aspetos, entre os quais NIAMH MOLONEY destaca os seguintes: em primeiro lugar, estas estão organizadas como organismos que coordenam as agências nacionais e não como órgãos de decisão centralizada; em segundo lugar, o funcionamento, mandatos e capacidade para adotar decisões vinculativas são limitados; por sua vez, a sua organização e mecanismos de governação refletem a multiplicidade de princípios e preferências de delegação nacional envolvidos na construção destas agências²⁹. No entanto, a autora reconhece que as três autoridades europeias de supervisão – com particular destaque para a ESMA – são diferentes das restantes agências europeias, principalmente no que respeita às preferências intergovernamentais, supranacionais e transnacionais que moldam as agências de regulação europeias. Semelhantemente, estas autoridades destacam-se quanto às suas competências, coordenação e gestão do risco, bem como pela sua conceção e modelo de governação³⁰.

Precisamente, é neste sentido que se pode, previamente, afirmar que a EBA, a ESMA e a EIOPA representam um importante avanço qualitativo no fenómeno de *agencificação*, devido aos seus poderes de regulação/supervisão e pelo ênfase que o legislador europeu confere à sua independência³¹ e autonomia perante a Comissão Europeia, constituindo elementos essenciais para um processo imparcial e legitimado de aplicação de políticas públicas no setor financeiro³².

5.1. Estrutura organizatória:

Em primeiro lugar, compete-nos analisar a estrutura organizatória das autoridades de supervisão financeira. Deste modo, cumpre alertar para os principais pontos dos regimes jurídicos destas autoridades em

²⁹ Cfr: NIAMH MOLONEY, *The Age of ESMA: Governing EU Financial Markets*, Hart Publishing, 2018, p. 14.

³⁰ *Ibidem*, p. 14.

³¹ Cfr: MARTA BOŽINA BEROŠ, *Agencies in European Banking: A critical perspective*, Palgrave Macmillan Cham, 2018, p. 20.

³² *Ibidem*, p. 20.

comparação com as restantes agências europeias de outros setores económicos e sociais.

A EBA, ESMA e EIOPA apresentam uma estrutura similar, composta pelos seguintes quatro órgãos: o Presidente, o Diretor Executivo, o Conselho de Supervisores e o Conselho de Administração³³. A estrutura organizacional destas autoridades é parecida com a estrutura clássica das agências europeias, embora com uma diferença no que respeita à sua legitimidade representativa e à competência técnica: no Conselho de Supervisores, a Comissão Europeia é um membro sem direito a voto³⁴. Esta forma de organização favorece, por isso, as competências técnicas, assim como a independência e autonomia destas agências europeias, embora seja da participação direta da Comissão Europeia de que provém a sua legitimidade representativa³⁵.

O Conselho de Supervisores tem a seguinte constituição: pelos dirigentes das autoridades competentes de cada Estado-membro, presidido pelo Presidente da Autoridade (sem direito a voto, à luz dos arts. 40º, nº1, al. a) dos Regulamentos EBA, ESMA e EIOPA); representantes do BCE na EBA, representantes da Comissão Europeia, do ESRB e das outras duas autoridades europeias de supervisão financeira, com o intuito de assegurar a coordenação do conjunto destas autoridades, segundo os arts. 40º dos Regulamentos EBA, ESMA e EIOPA, ainda que apenas como membros observadores, sem direito a voto³⁶. As deliberações do Conselho de Supervisores são tomadas por maioria simples³⁷, apesar de nos termos dos artigos 44º dos Regulamentos EBA, ESMA e EIOPA, se apresentar como necessário a maioria qualificada nas seguintes situações: proposta de normas técnicas de regulamentação, emissão de orientações ou recomendações, ou em decisões de proibição de produtos ou atividades nos termos dos arts. 9º, nº5 dos Regulamentos³⁸.

Convém aqui tecer algumas reflexões. JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA alerta para a existência de possíveis conflitos de interesses neste órgão, devido ao facto de ser composto por representantes de reguladores nacionais e,

³³ *Ibidem*, p. 50.

³⁴ Cfr: NIAMH MOLONEY, *The Age of ESMA...*, cit., p. 58.

³⁵ *Ibidem*, p. 58.

³⁶ Cfr: JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA, *Agências...*, cit., p. 498.

³⁷ Nas decisões adotadas por maioria simples, apenas é necessário mais votos a favor do que contra, sendo que as abstenções não são contabilizadas. Cfr: NIAMH MOLONEY, *The Age of ESMA...*, cit., p. 60.

³⁸ *Ibidem*, p. 60.

simultaneamente, estes assumirem a responsabilidade de adotar decisões dirigidas às mesmas entidades³⁹. Atendendo que se trata de uma estrutura organizatória horizontal (e não vertical), a realidade é que as entidades reguladoras nacionais que integram o Conselho de Supervisores prosseguem uma “agenda própria”, preocupando-se com os seus mercados financeiros internos. Basta perceber que estudos da Comissão Europeia e do Parlamento Europeu já confirmaram que, nos processos de decisão, as entidades reguladoras nacionais são frustradas por visões nacionais⁴⁰. Por consequência, salienta-se que a atual organização do Conselho de Supervisores aponta para uma tendência de as entidades reguladoras nacionais competentes deterem uma posição forte, seja na elaboração de regras, como nas deliberações adotadas. E esta postura pode, por isso mesmo, alavancar graves prejuízos para a regulação deste setor no verdadeiro interesse comunitário.⁴¹ Verifica-se uma preocupação excessiva na independência dos órgãos que compõem estas três autoridades de supervisão financeira em relação às instituições e organismos da UE, mas, em sentido contrário, não se acautelou em desprender estas agências europeias das influências que algumas entidades reguladoras nacionais possam exercer. A reforma de 2017 das autoridades de supervisão financeira propunha, justamente, a adição de membros independentes e permanentes aos Conselhos de Supervisores, introduzindo uma perspetiva europeia exclusiva no processo decisório, compensando as opiniões dos representantes das entidades reguladoras nacionais competentes⁴².

³⁹ Cfr: JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA, *Agências...*, cit., p. 500. A preocupação com as disputas políticas e pela forma como o Conselho de Supervisores a conseguirá superar está, igualmente, presente em MARTA BOŽINA BEROŠ, *Agencies in European Banking...*, cit., p. 50.

⁴⁰ Coloca-se, por sua vez, o problema de se formarem “blocos” de votações entre várias entidades reguladoras de Estados membros, prejudicando o bom funcionamento destas agências europeias. Cfr: MARTA BOŽINA BEROŠ, *Agencies in European Banking...*, cit., p. 58.

⁴¹ Estes alertas já tinham sido apontados por MADALINA BUSUIOC em MADALINA BUSUIOC, “Rule-Making by the European Financial Supervisory Authorities: Walking a Tight Rope”, in *European Law Journal*, vol. 19, Issue 1, pp. 111-125, 2013, disponível em: <https://doi.org/10.1111/eulj.12016>, pp. 120-121.

⁴² Documento de Trabalho dos Serviços da Comissão, Síntese da Avaliação de Impacto que acompanha o documento Proposta do Parlamento Europeu e do Conselho que altera o Regulamento (UE) n° 1093/2010, Regulamento (UE) n° 1094/2010, Regulamento (UE) n° 1095/2010, Regulamento (UE) n° 345/2013, Regulamento (UE) n° 346/2013, Regulamento (UE) n° 600/2014, Regulamento (UE) n° 2015/760, Regulamento (UE) n° 2016/1011 e o Regulamento (UE) n° 2017/1129, disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=CELEX:52017SC0309>, p. 3.

Assim, as próprias instituições da UE (a Comissão Europeia e o Parlamento Europeu) estão consciencializados sobre a heterogeneidade do mercado financeiro e os interesses políticos existentes pelas entidades reguladoras nacionais competentes, que enfraquecem a governança destas agências europeias, pelo que, embora com um longo caminho pela frente, poderão surgir alterações em matéria de composição dos órgãos que as integram e, inclusive, nas regras sobre as votações⁴³. Todavia, neutralizar os interesses políticos de alguns Estados-membros na regulação do mercado financeiro, principalmente daqueles que têm mais capacidade de o influenciar, constitui uma tarefa difícil.

Por conseguinte, analisando os arts. 45º dos Regulamentos EBA, ESMA e EIOPA, o Conselho de Administração é composto pelo Presidente e por outros seis membros do Conselho de Supervisores, eleitos por e de entre os membros com direito a voto deste último órgão. Por sua vez, o Direito Executivo e a Comissão Europeia participam nas reuniões do Conselho de Administração, embora não tenham direito a voto, com exceção da Comissão quando estejam em causa a elaboração do orçamento, previsto nos arts. 63º dos Regulamentos. À semelhança do Conselho de Supervisores, o Conselho de Administração adota as suas deliberações por maioria simples, nos termos dos arts. 45º, nº2 dos Regulamentos. Este Conselho de Administração serve, essencialmente, para assegurar a prossecução das atribuições e exercício das competências da autoridade em causa (arts. 47º, nº1 dos Regulamentos).

O Presidente da EBA, ESMA e EIOPA é um profissional a tempo inteiro, sendo nomeado pelo Conselho de Supervisores, com base no mérito, nas competências e no conhecimento dos mercados financeiros e dos seus intervenientes, bem como na experiência no domínio da supervisão e regulação financeiras, segundo os arts. 48º dos Regulamentos. O mandato é de cinco anos, podendo ser prorrogado uma vez, sendo que só poderá este ser exonerado pelo Parlamento Europeu, na sequência de uma decisão do Conselho de Supervisores (arts. 48º, nº5 dos Regulamentos). O Presidente tem competências para preparar os trabalhos do Conselho de Supervisores, presidindo às suas reuniões e às reuniões do Conselho de Administrativo (arts. 48º, nº1 dos Regulamentos).

O Diretor Executivo é, igualmente, um profissional a tempo inteiro, sendo nomeado pelo Conselho de Supervisores na sequência de concurso e após confirmação pelo Parlamento Europeu, com base no mérito, nas competências e no conhecimento dos mercados e dos interve-

⁴³ Cfr: MARTA BOŽINA BEROŠ, *Agencies in European Banking...*, cit., p. 94.

nientes dos mercados financeiros, bem como na experiência no domínio da supervisão e regulação financeiras e na experiência de gestão (arts. 51º, nº1 e 2 dos Regulamentos). O mandato é de cinco anos, podendo ser prorrogado uma vez, só podendo ser exonerado por decisão do Conselho de Supervisores (arts. 51º, nº3 e 5 dos Regulamentos). O Diretor Executivo tem competências para se encarregar da gestão da respetiva autoridade e preparar os trabalhos do Conselho Executivo, além das competências imprescindíveis da sua função previstas nos arts. 53º dos Regulamentos.

Por fim, acentuar o elevado nível de independência conferido aos Presidentes e aos Diretores Executivos nos arts. 49º e 52º dos Regulamentos, o que evidencia que estes não estão sujeitos às instruções das instituições e organismos da União Europeia ou do Governo de qualquer outro Estado-membro⁴⁴.

5.2. Competências:

No âmbito das prerrogativas que estas autoridades de supervisão financeira detêm, a primeira a considerar diz respeito à possibilidade de exercer poderes de *soft law*. Como tal, estas autoridades têm competências para emitir orientações e recomendações dirigidas às entidades reguladoras nacionais ou a instituições financeiras nacionais, tal como se encontra previsto nos arts. 16º dos Regulamentos EBA, ESMA e EIOPA⁴⁵.

No entanto, caso não sejam acatados estes instrumentos de *soft law*, a instituição financeira ou a entidade reguladora do Estado membro em causa, fica sujeita a mecanismos de *comply or explain*, podendo conduzir à aplicação da sanção da divulgação pública de inadimplemento (*naming and shaming*), à luz dos nºs 3 e 4 dos arts. 16º dos Regulamentos⁴⁶.

Nesta linha, as autoridades de supervisão financeira podem emitir pareceres para as entidades reguladoras nacionais competentes, promovendo o intercâmbio de informações entre estas, estabelecer programas de formação, contribuir para o desenvolvido de normas de supervisão comuns de elevada qualidade e, ainda, analisar a aplicação das

⁴⁴ A EBA, ESMA e EIOPA apresentam uma maior preocupação em manter a sua independência, o que se verifica pelos vários preceitos regulamentares que a esta se referem, em comparação com outras agências europeias. Cfr: MADALINA BUSUIOC, "Rule-Making by the European Financial...", cit., p. 120.

⁴⁵ Cfr: JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA, *Agências...*, cit., p. 507.

⁴⁶ Devido à possibilidade de aplicação de sanções por inadimplemento, que alguns autores se referem que está em causa uma verdadeira *hoft law*. *Ibidem*, p. 508.

normas técnicas de regulamentação e de execução pertinentes adotadas pela Comissão Europeia e das orientações e recomendações emitidas por elas, nos termos dos arts. 29º dos Regulamentos⁴⁷. De destacar que estas agências europeias organizam e conduzem periodicamente avaliações das atividades das entidades reguladoras competentes, nomeadamente quanto ao grau de convergência alcançado no respeito pela aplicação da legislação da União e das práticas de supervisão, nos termos dos arts. 30º, nºs 1 e 2 dos Regulamentos⁴⁸.

Consequentemente, estas agências assumem uma função “quase-reguladora” e de adoção de decisões (*decision-making*) reforçadas⁴⁹. Desta forma, podem, não só, adotar decisões em relação a instituições financeiras, como, também, em relação a entidades reguladoras nacionais. Todavia, as situações em que poderão adotar decisões vinculativas para estes sujeitos serão as seguintes: por violação do Direito da UE (arts. 17º dos Regulamentos); em situações de emergência (arts. 18º dos Regulamentos) ou em situações de resolução de litígios (arts. 19º do Regulamento)⁵⁰. Sumariamente, se estiver em causa uma violação da legislação comunitária, a EBA, a ESMA e a EIOPA podem formular uma recomendação à entidade reguladora nacional, sendo que se esta não acatar o seu conteúdo, a Comissão Europeia poderá emitir um parecer formal dirigido à mesma. Se a situação de incumprimento se mantiver, as próprias autoridades de supervisão financeira poderão adotar decisões em relações às instituições financeiras que estão sob a regulação da autoridade nacional competente⁵¹. Em situações de emergência, as autoridades de supervisão financeira poderão adotar decisões em relação às instituições financeiras (pessoas coletivas privadas), embora não necessitem de um parecer formal da Comissão Europeia⁵². Torna-se apenas necessário que o Conselho declare a existência de uma situação de emergência, sendo que até à revogação da mesma declaração, estas agências europeias de supervisão financeira poderão adotar decisões diretamente sobre privados, caso as suas entidades reguladoras competentes em matéria financeira não façam cumprir as recomendações das

⁴⁷ *Ibidem*, p. 508.

⁴⁸ *Ibidem*, pp. 508-509.

⁴⁹ Cfr: MERIJN CHAMON, “The Influence of Regulatory...”, cit., p. 85.

⁵⁰ *Ibidem*, p. 85.

⁵¹ *Ibidem*, p. 86.

⁵² *Ibidem*, p. 86.

primeiras⁵³. No âmbito de resolução de litígios – competências (para) judiciais das agências europeias em análise –, havendo desacordo entre duas entidades reguladoras nacionais, as autoridades de supervisão financeira poderão, *ex officio*, atuar como mediador. Contudo, se a mediação falhar, estas autoridades poderão aplicar decisões vinculativas que, em caso de incumprimento, poderão ser as mesmas emitidas às instituições financeiras em causa⁵⁴.

Neste âmbito importa destacar os poderes “quase-normativos” destas agências europeias. À luz dos artigos 290º e 291º do TFUE, o sistema de comitologia foi substituído pelo sistema de atos delegados e de atos de execução⁵⁵. Nos termos destes preceitos dos tratados, os projetos de normas técnicas de regulamentação em matéria financeira são desenvolvidos por estas autoridades financeiras, limitando-se a Comissão Europeia à sua “aprovação”, no âmbito da delegação de poderes efetuada pelo Parlamento Europeu e pelo Conselho⁵⁶. Nas palavras de JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA “relevante aqui não é o mero facto de as agências europeias financeiras proporem regulamentações à Comissão, mas sim as circunstâncias muito restritas e excepcionais em que pode esta alterar os projetos de normas técnicas de regulamentação. De facto, tendo em conta a proximidade das autoridades supervisoras europeias com os mercados financeiros e o melhor conhecimento do seu funcionamento quotidiano, os projetos de normas técnicas de regulamentação por elas elaborados apenas poderão ser alterados pela Comissão se forem incompatíveis com a legislação da União, não respeitarem o princípio da proporcionalidade ou forem contrários aos princípios fundamentais do mercado interno dos serviços financeiros, refletidos no acervo comunitário na área dos serviços financeiros”⁵⁷. Inclusive, cumpre notar que

⁵³ *Ibidem*, p. 86.

⁵⁴ De notar que tal não prejudica a possibilidade de a Comissão intentar uma ação por incumprimento (arts. 258º a 260º do TFUE). *Ibidem*, p. 86.

JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA considera que estas soluções assentam numa certa descrença na eficácia da ação por incumprimento. Cfr: JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA, *Agências...*, cit., p. 522.

⁵⁵ Cfr: MERIJN CHAMON, “The Influence of Regulatory...”, cit., pp. 86-87.

⁵⁶ As condições de exercício de delegação de poderes estão previstas nos arts. 11º e 12º dos Regulamentos EBA, ESMA e EIOPA. Cfr: JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA, *Agências...*, cit., p. 509.

⁵⁷ JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA considera que este incentivo para que a Comissão não se afaste do proposto pela agência verifica-se quando o Parlamento Europeu e o Conselho gozam da faculdade de formular objeções no prazo de um mês a contar da data de notificação, prorrogável por mais um mês por iniciativa destes, se a Co-

não havendo aprovação ou se for alterado este projeto de norma técnica de regulamentação nos termos propostos pela agência, cabe à Comissão informar a mesma, o Parlamento Europeu e o Conselho, podendo estas instituições convocar o Comissário responsável, juntamente com o Presidente da Autoridade em causa para uma reunião *ad hoc* do Conselho ou da própria comissão competente do Parlamento Europeu, para que apresentem e expliquem as suas divergências⁵⁸.

Nos termos do artigo 291º do TFUE, no que respeita aos atos de execução, as agências europeias de supervisão financeira têm poderes quase-decisórios, competindo à Comissão Europeia a "aprovação" dos projetos preparados por estas⁵⁹.

Deste modo, mediante a atribuição de um papel central a estas autoridades europeias financeiras, assiste-se à criação de um *rule-book* comunitário e à formação de um *level playing field* para as entidades reguladoras nacionais, com forte impacto na redução do pluralismo na execução do Direito Administrativo Europeu em matéria financeira⁶⁰.

5.2.1 Em particular as competências de supervisão direta e sancionatórias:

As autoridades de supervisão financeira não dispõem, contudo, de competências de supervisão direta sobre os mercados financeiros, uma vez que estas cabem às entidades reguladoras nacionais competentes, com o devido auxílio do colégio de supervisores, no caso de se tratar de questões relativas a instituições financeiras que desenvolvem operações transfronteiriças na UE (arts. 21º dos Regulamentos EBA, ESMA e EIOPA)⁶¹.

Esta ideia parece estar de acordo com a dificuldade da intervenção por parte destas agências europeias, nomeadamente, pela dificuldade de compatibilização com o princípio da subsidiariedade, a doutrina *Meroni* e, principalmente, pela variedade de situações concretas e específi-

missão Europeia adotar uma norma técnica de regulamentação idêntica ao projeto apresentado pela agência europeia em causa, à luz do art. 13º, nº1 dos Regulamentos. *Ibidem*, pp. 510-511.

⁵⁸ Parece que se confirma a possibilidade de o legislador recorrer a outras formas de controlo da delegação de poderes, além do direito de revogação e o direito de formular objeções, expressamente previstas no art. 290º, nº1 do TFUE. *Ibidem*, p. 511

⁵⁹ Ver os arts. 15º dos Regulamentos EBA, ESMA e EIOPA. *Ibidem*, p. 512.

⁶⁰ *Ibidem*, pp. 512-513 e, ainda, ver em MERIJN CHAMON, "The Influence of Regulatory...", cit., pp. 87-89.

⁶¹ Cfr: JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA, *Agências...*, cit., p. 523.

cas que cada mercado financeiro nacional apresenta, assim como a organização, funcionamento e atuação das várias entidades reguladoras nacionais competentes⁶².

Por isso mesmo, surge como necessário, antes de abordar criticamente esta questão, analisar os poderes que a ESMA apresenta em relação às agências de *rating*⁶³.

De acordo com o art. 21º do Regulamento (CE) nº 1060/2009 – alterado pelo Regulamento (UE) nº 513/2011, a ESMA é encarregue de registrar as agências de *rating*, de acordo com os procedimentos estabelecidos neste regulamento, garantindo que o mesmo é efetivamente aplicado. Para isso, a ESMA é titular de poderes de supervisão direta, podendo solicitar informações – seja mediante pedido simples ou por decisão, sendo que o incumprimento deste último pode levar a que seja imposta alguma sanção pecuniária (arts. 23º, nº 2, al. b) e nº3, 23º-C e 23º-D do Regulamento (CE) nº 1060/2009). Por outro lado, a ESMA detém poderes de investigação, posto que esta agência europeia está habilitada a conduzir todas as investigações necessárias de pessoas relevantes nomeadamente em instalações comerciais⁶⁴. De referir que a ESMA pode delegar certas competências específicas às entidades reguladoras nacionais competentes – como a solicitação de informações e inspeções ao local – embora essa possibilidade não poderá afetar a capacidade da ESMA de garantir a correta aplicação do Regulamento (CE) nº 1060/2009⁶⁵.

Não obstante, as competências da ESMA não se cingem às referidas. O Regulamento em análise confere a esta agência europeia pode-

⁶² Cfr: PIERRE SCHAMMO, "EU Day-to-Day Supervision or Intervention-Based Supervision: Which Way Forward for the European System of Financial Supervision?", in *Oxford Journal of Legal Studies*, vol. 32, Issue 4, pp. 771-797, 2012, disponível em: <http://www.jstor.org/stable/41811711>, pp. 786-787.

⁶³ As agências de *rating* são empresas que avaliam o risco de um país, empresa ou de um produto financeiro, sendo que essa avaliação de risco de crédito tem o nome de notação. Ou seja, estas empresas avaliam a capacidade das entidades que emitem dívidas em pagar o que lhes foi emprestado, além dos juros que crescem.

⁶⁴ Pode inclusive examinar gravações, obter cópias e outros materiais, requerer explicações, entrevistas pessoas ou requerer a consulta do telemóvel pessoal, ao abrigo do art. 23º, 3º, al. c) e d) do Regulamento nº 1060/2009. Cfr: NIAMH MOLONEY, *The Age of ESMA...*, cit., pp. 261-262.

⁶⁵ Contudo, algumas competências não poderão ser delegadas, nomeadamente no que respeita às responsabilidades de registo. NIAMH MOLONEY afirma que, na prática, a delegação de competências não é amplamente utilizada pela ESMA, que procura atuar exclusivamente no âmbito dos seus poderes de supervisão direta nas agências de *rating*. *Ibidem*, p. 261.

res de *enforcement*, se estiverem em causa sérios indícios da existência de factos suscetíveis de configurar uma das infrações enumeradas no Anexo III (art. 23º-E do Regulamento (CE) nº 1060/2009) no âmbito de uma própria investigação a correr nesta entidade (através de um inquiridor independente para investigar o assunto), sendo que a adoção da decisão final cabe ao Conselho de Supervisores⁶⁶. Todavia, a ESMA poderá exigir as seguintes medidas de administração de carácter não monetário às agências de *rating*, no âmbito de um procedimento de *enforcement*: remoção do registo; proibição temporária de emissão de notações em toda a UE ou, contrariamente, a suspensão da utilização de notações para fins regulamentares até que seja colocado termo à infração; exigir que a mesma ponha termo à infração; avisos públicos (art. 24º do Regulamento (CE) nº 1060/2009). Estando em causa uma infração em que a ESMA possa aplicar uma sanção pecuniária, este Regulamento em análise detalha ao pormenor o procedimento de aplicação da sanção, assim como o seu volume, demonstrando uma certa preocupação com a possível violação da doutrina *Meroni*⁶⁷.

Em face das competências de supervisão direta da ESMA sobre as agências de *rating*, relativamente à EBA e à EIOPA, pode apontar-se as seguintes três explicações para a concessão destes poderes: a ausência de responsabilidades orçamentais para o Estado-membro em caso de falência da agência de *rating*; o facto de o mercado de notações ser dominado por três grandes grupos internacionais, sendo, como tal, um setor que presta uma supervisão centralizada no espaço europeu; e, por sua vez, esta centralização não envolve a deslocação de poderes das autoridades nacionais, atendendo que é uma novidade para a maior parte dos Estados-membros as tarefas de registo e de supervisão das agências de notação de risco⁶⁸.

Importa destacar a competência de supervisão da ESMA em relação aos repositórios de transações, cujo regime foi estabelecido pelo Regulamento (UE) nº 648/2012 (EMIR). O regime aqui instituído é baseado no modelo do Regulamento (CE) nº 1060/2009, em que a ESMA tem

⁶⁶ Embora o Regulamento em análise não preveja sanções criminais, a prática de um crime deverá ser reencaminhada para as autoridades nacionais relevantes, quando houver sérios indícios de uma possível existência da prática de um crime. *Ibidem*, p. 261.

⁶⁷ A determinação do montante da multa, assim como os critérios que lhes estão subjacentes estão previstos nos arts. 36º e ss do Regulamento (CE) nº 1060/2009. Para melhores considerações sobre estes mesmos critérios ver em *Ibidem*, pp. 262-263.

⁶⁸ Cfr: JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA, *Agências...*, cit., p. 524.

poderes para registar os repositórios de transações, além de ser titular de competências de solicitar informações, realizar investigações, inspeções ao local, adotar decisões e aplicar sanções pecuniárias⁶⁹. A ESMA é, por isso, responsável pela receção, processamento e acesso à vasta massa de relatórios de transações que devem ser elaborados pelas contrapartes da negociação, ao abrigo do regime de relatórios derivados estabelecido pelo Regulamento EMIR. Portanto, mais de 40 entidades reguladoras nacionais e bancos centrais acedem a estes dados, através de, pelo menos, um repositório de transações da UE, pelo que se pode afirmar que a supervisão da ESMA nesta matéria é o epicentro do sistema de dados da UE desde o pós-crise⁷⁰.

5.2.2. Outras competências:

Apesar de menos relevantes para a discussão que aqui se pretende trazer, há algumas outras competências ou poderes destas agências europeias que importa mencionar. Assim, estas podem prestar uma particular atenção aos riscos sistémicos e de coordenação geral entre as entidades reguladoras nacionais competentes, em especial sempre que a evolução negativa da situação financeira possa colocar em causa o bom funcionamento e a integridade dos mercados financeiros ou a estabilidade do sistema financeiro da UE. Nestas situações, estas agências – em consulta com o ESRB – poderão desenvolver critérios para a identificação do risco sistémico e um sistema de testes de esforço (art. 32º dos Regulamentos EBA, ESMA e EIOPA), que deverá incluir uma avaliação do potencial de aumento deste risco apresentado pelos intervenientes nos mercados financeiros em situações de esforço (arts. 22º a 24º dos Regulamentos)⁷¹.

Por conseguinte, as agências europeias em análise participam ativamente no desenvolvimento e coordenação de planos de recuperação e resolução eficazes e coerentes, em procedimentos para situações de emergência e medidas preventivas para minimizar o impacto sistémico de qualquer falência (arts. 25º dos Regulamentos), contribuindo para o reforço do sistema europeu de regimes nacionais de indemnização dos investidores (art. 26º do Regulamento ESMA), para a avaliação da necessidade de criação de uma rede europeia de regimes nacionais de

⁶⁹ Cfr: NIAMH MOLONEY, *The Age of ESMA...*, cit., p. 272.

⁷⁰ *Ibidem*, p. 272.

⁷¹ Cfr: JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA, *Agências...*, cit., pp. 526-527.

garantia de seguros (art. 26º do Regulamento EIOPA) e para o reforço do mecanismo europeu de sistemas nacionais de garantia de depósitos (art. 26º do Regulamento EBA)⁷².

Por fim, vigora um caráter dinâmico e evolutivo das competências destas autoridades de supervisão financeira, dado que a Comissão Europeia avalia a pertinência de lhes atribuir novas responsabilidades, mediante relatórios anuais (arts. 81º dos Regulamentos), além de se destacar a importância da celebração de acordos administrativos de delegação entre os reguladores nacionais e estas agências europeias de supervisão financeira – como enunciado *supra* em relação à ESMA (arts. 28º dos Regulamentos)⁷³.

6. Análise crítica da experiência ESMA:

A ESMA assumiu a responsabilidade pela supervisão direta das agências de *rating* em julho de 2011, sendo que, em 2018, a sua competência abrangia 26 agências registadas na UE. A reação inicial parece ter sido positiva, já que a sua atuação não foi particularmente contestada, pelo que esta experiência veio a influenciar a sua abordagem no exercício dos seus poderes de supervisão em relação aos repositórios de transações⁷⁴.

O mercado de agências de *rating* é dominado por três agências, que correspondem a 93% do mercado europeu. Logicamente, isto implica que a estratégia de supervisão da ESMA tenha em consideração o desenvolvimento de agências de *rating* com menos implementação no mercado, em adição a trazer para o seu campo de aplicação a regulação de concorrência e de preços, algo que não é muito comum nas agências reguladoras da UE⁷⁵. Por essa razão, a ESMA tem assumido um papel de intervenção direta neste setor, quando assim é necessário, para garantir o bom funcionamento dos mercados financeiros, procurando estabilidade e credibilidade numa área tão complexa como a que está em causa⁷⁶. Neste sentido, pode adiantar-se que a ESMA assume-se como um regulador proativo quanto às agências de *rating*.

Enquanto o seu foco inicial era abordar as fraquezas estruturais destas agências, à medida que estas respondiam a um ambiente “recém-regulado”, a ESMA concentrou-se na qualidade e no fortalecimento da sua

⁷² *Ibidem*, p. 527.

⁷³ *Ibidem*, p. 527.

⁷⁴ Cfr: NIAMH MOLONEY, *The Age of ESMA...*, cit., p. 263.

⁷⁵ *Ibidem*, p. 264.

⁷⁶ *Ibidem*, p. 264.

abordagem da sua supervisão, envolvendo-se com as partes interessadas. E, conseqüentemente, à medida que a qualidade da sua supervisão aumentou, passou a centrar-se em aspetos mais complexos, como o cumprimento das obrigações de preços não discriminatórias impostas a estas agências de *rating*. Não obstante, mais recentemente, a ESMA concentrou-se nos seus planos de contingência relacionados com o *Brexit*⁷⁷.

Em matéria de poderes de *enforcement*, NIAHM MOLONEY salienta a dificuldade da ESMA em aplicar sanções pecuniárias. A possibilidade de as aplicar e, por sua vez, produzir efeitos dissuasivos da prática de infrações, é limitada pelo regime regulamentar, que estabelece limites demasiadamente baixos para estas sanções, em face do poder financeiro das três principais agências de *rating*. Noutra perspetiva, a autora aponta que existem algumas preocupações da ESMA na dificuldade em obter autorizações judiciais pelos órgãos nacionais para a realização de investigações e inspeções, diminuindo a sua capacidade de exercer os poderes de supervisão direta⁷⁸.

Apesar destas considerações, em 2017, a Comissão Europeia propôs algumas reformas para o setor financeiro, especialmente conferindo competências de supervisão direta à ESMA. A intenção da Comissão é, deste modo, funcional e integradora: as reformas são projetadas para transferir a supervisão de certas atividades e entidades com particular importância para a UE, ou com um número significativo de negócios transfronteiriços na UE, de entidades reguladoras nacionais para a ESMA, com uma abordagem diferente⁷⁹.

Estas reformas foram projetadas para que a ESMA assumira poderes de supervisão direta em relação a certas atividades relacionadas com os mercados de capitais, seja pela sua dimensão transfronteiriça, complexidade técnica ou riscos de arbitragem na supervisão, com o objetivo de tornar a supervisão mais eficiente. Por outro lado, estas competências da ESMA seriam estreitamente baseadas no atual modelo de agências de *rating* e de repositórios de transações, como as seguintes: solicitar informações; realização de investigações e inspeções ao local; delegação de certas competências para as entidades reguladoras nacionais; aplicar medidas administrativas, como multas ou avisos públicos; ou mesmo a aplicação de taxas pela supervisão da ESMA⁸⁰.

⁷⁷ *Ibidem*, p. 267.

⁷⁸ *Ibidem*, p. 269.

⁷⁹ *Ibidem*, p. 311.

⁸⁰ *Ibidem*, p. 311.

Sem especificar aprofundadamente outras propostas de reforma da Comissão Europeia⁸¹, a realidade é que o objetivo das mesmas passaria por proporcionar à ESMA oportunidades de aprendizagem, de aperfeiçoamento da sua abordagem e de reforço da sua credibilidade enquanto agência reguladora europeia com poderes de supervisão direta, embora possa potencialmente perturbar as relações com as entidades reguladoras nacionais, devido à sobreposição de competências entre a ESMA e estas⁸².

A doutrina parece salientar as seguintes fraquezas às reformas propostas para as competências de supervisão da ESMA: ausência de um pensamento estratégico sobre o seu papel na governança do mercado financeiro e sobre o modelo ideal de supervisão, que assume diferenças em relação a certas atividades nos mercados de capitais (nomeadamente quanto a *benchmarks*, fornecedores de serviços de dados, determinados fundos de investimento e de *crowdfunding*) e a ameaça à legitimidade do exercício de competências da ESMA, devido à adoção de medidas legislativas com base nos relatórios de regulação das entidades reguladoras nacionais, que apenas trabalham com entidades supervisionadas nacionais, de pequena e dispersa natureza⁸³.

As críticas aqui apontadas, embora sejam relevantes para um melhor *design* do modelo de regulação que se pretende construir, devem ser mitigadas.

A realidade é que o papel atual da ESMA é relevante para o sucesso da regulação pública europeia – que é reconhecido por NIAMH MOLONEY –, sendo a única das três entidades de supervisão europeia financeira com poderes de supervisão direta e sancionatórios. O alargamento destas competências a outras atividades sob a regulação da ESMA demonstra que a experiência de regulação europeia nos mercados financeiros tem sido positiva, pelo que o aumento na confiança, credibilidade e legitimidade desta agência não deverá ser colocada em causa. Talvez se possa testar um modelo de competências semelhante para a EBA e a EIOPA, pela experiência positiva que o Direito Administrativo Europeu – em particular a regulação pública – tem vivido com a ESMA.

⁸¹ Para melhores considerações ver em *Ibidem*, pp. 312-313.

⁸² *Ibidem*, p. 313. Não nos parece, não obstante, que esta última crítica seja relevante para não se concretizar o aprofundamento de competências desta agência europeia, em virtude de se pretender uma melhor atuação pela UE nos mercados de capitais, enquanto integrante numa das quatro liberdades e relevante para o desenvolvimento económico no espaço europeu.

⁸³ *Ibidem*, p. 315.

Contra a ameaça da falta de legitimidade desta agência europeia, pode afirmar-se que as competências regulatórias de supervisão direta permitirão a centralização de poderes ao nível da UE, sendo estes interesses comunitários os que serão prosseguidos durante toda atuação da agência europeia. Além de que, se em última análise, as entidades reguladoras nacionais tiverem de se transformar num autêntico “braço” da ESMA, não nos parece que isso seja um problema juridicamente relevante, porque estas têm interesse em que os mercados financeiros funcionem corretamente, principalmente após a experiência da última crise⁸⁴. Inclusive, estas mesmas entidades reguladoras nacionais já estão sujeitas a fortes instruções da parte da ESMA, como é comprovado pela larga escala de competências demonstradas.

Portanto, embora não sejamos ingênuos ao acreditar que esta transferência de poderes em relação às restantes autoridades de supervisão financeira – em especial a EBA e a EIOPA – e a outras atividades da ESMA será feita muito em breve, as reformas propostas pela Comissão Europeia em 2017 poderão ser um forte indicador da pretensão da evolução das agências europeias do setor financeiro, com poderes mais centralizados e com melhorias na governação e estruturação orgânica das mesmas⁸⁵.

7. As agências europeias de supervisão financeira e a doutrina Meroni:

No Acórdão do Tribunal de 13 de junho de 1958, *Meroni e o. c. Alta Autoridade da CECA, C-9/56*, em matéria de *agencificação*, o TJUE não exclui a possibilidade de haver delegação de poderes pelas instituições da UE a estes organismos. Porém, é necessário que essa delegação se

⁸⁴ E com a vantagem de limitar a interferência dos interesses políticos de cada Estado-membro nos processos de decisões das agências de supervisão financeira. Cfr: PIERRE SCHAMMO, “EU Day-to-Day Supervision...”, cit., pp. 796-797.

⁸⁵ Apesar de NIAMH MOLONEY reconhecer que a ESMA tem sido um ator fundamental na supervisão dos mercados de capitais, explica que as evidências limitadas tornam difícil avaliar o alargamento das competências da ESMA, nomeadamente em relação aos seus poderes de supervisão vinculativos para terceiros, colocando em causa a legitimidade desta agência europeia, que é suscetível a imensos ruídos políticos. Cfr: NIAMH MOLONEY, *The Age of ESMA...*, cit., p. 314.

Percebemos estes argumentos, mas as especificidades do setor financeiro impõem que as competências regulatórias de supervisão das agências europeias sejam reforçadas, em vista a uma melhor colaboração na aplicação do Direito da União Europeia e no correto funcionamento destes mercados financeiros, com enorme impacto no crescimento económico da UE.

restringa a poderes meramente executivos, não envolvendo competências de ampla discricionariedade⁸⁶. O problema associado à delegação de competências que envolva poderes discricionários é o de que, nestes casos, a delegação comporta verdadeiramente uma transferência de responsabilidades, podendo mesmo tornar possível o desenvolvimento de uma verdadeira política económica, afetando o equilíbrio dos poderes institucionais⁸⁷.

A doutrina exposta neste acórdão moldou as competências das agências europeias, com especial incidência para as restrições ao seu exercício pela EBA, ESMA e EIOPA.

Reconhecemos que as agências europeias de supervisão financeira representam um salto qualitativo em relação às restantes agências, mesmo as de *decision-making*. Não que sejam inéditas, considerando que existem outras com competências para adotar decisões (v.g. Agência Europeia de Substâncias Químicas, Agência Europeia para a Segurança da Aviação; Instituto Comunitário das Variedades Vegetais)⁸⁸, todavia estas autoridades de supervisão financeira assumem-se como uma novidade, principalmente pela possibilidade de adotarem decisões diretamente em relação a instituições financeiras nacionais (e não apenas aos reguladores nacionais). Além do mais, no domínio da própria ESMA, no que respeita às agências de *rating* e de repositórios de transações, esta goza de poderes de supervisão direta e sancionatórios (mediante a aplicação de sanções pecuniárias compulsórias).

Assim, relativamente ao exercício destas competências pela ESMA, esta é particularmente vulnerável a uma possível contestação por violação da doutrina *Meroni*, uma vez que envolve a delegação de poderes discricionários⁸⁹. No entanto, esta violação não é tão líquida quanto poderia parecer, porque estão em causa competências delegadas limi-

⁸⁶ Cfr: JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA, *Agências...*, cit., p. 605.

⁸⁷ *Ibidem*, p. 606.

⁸⁸ *Ibidem*, p. 528 e, ainda, ver em NIAMH MOLONEY, "The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part (2) Rules in Action", in *European Business Organization Law Review*, vol. 12, Issue 2, pp. 177-225, disponível em: <https://doi.org/10.1017/S1566752911200016>, p. 222 .

⁸⁹ Cfr: NIAMH MOLONEY, "The European Securities...", cit., p. 223. Embora a autora reconheça que a preocupação com a violação da doutrina *Meroni* poderia desincentivar a ESMA a exercer os seus poderes de supervisão, a realidade é que à medida que esta se adaptou ao exercício das suas competências em coerência com o conteúdo desta doutrina, este risco diminuiu.

tadas, por serem habilitadas a adotar decisões, cujas apreciações técnicas estão devidamente especificadas nos atos legislativos e regulamentares em causa.

Em contrapartida, associada a esta vulnerabilidade, MERIJN CHAMON alerta para a possível violação do princípio da subsidiariedade, enquanto princípio estruturante do Direito da União Europeia⁹⁰. Não obstante, não nos parece que esta crítica possa proceder, atendendo que a livre circulação de capitais (enquanto uma das quatro liberdades) e o bom funcionamento do sistema financeiro, numa economia de mercado e de livre circulação, serão melhor alcançáveis pelos órgãos e organismos da UE e não, isoladamente, a cargo de cada Estado, tendo sido esta a lição que se retirou da crise dos *subprime* e do falhanço do anterior projeto de comitologia. Não obstante, esta crítica pode ser mitigada pela atual composição dos órgãos das autoridades de supervisão financeira – em particular pelo Conselho de Supervisores – que integra as entidades reguladoras nacionais competentes em matéria financeira, assumindo particular destaque na adoção das suas deliberações.

Por outro lado, superando a possível violação da doutrina *Meroni* e do princípio da subsidiariedade, no plano da evolução jurídica das agências europeias, embora limitada pela doutrina *Meroni* (com as críticas que lhes são inerentes)⁹¹, JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA afirma que se trata de um passo gigante, “mas a não permitir falar-se de um salto verdadeiramente revolucionário no plano das agências europeias, como sucederia, por exemplo, com a criação de autoridades revestidas de poderes similares àqueles que dispõem os vários organismos reguladores de Estados-membros ou dos Estados Unidos da América” (com poderes do tipo regulamentar⁹². LUÍS GUILHERME CATARINO sendo contra esta tendência de transpor o modelo das agências reguladoras norte-americanas para as agências europeias, defende que o federalismo “derivado” ou “executivo” em que se consubstancia a UE levanta profundas tensões no conceito de Estado-Nação, ao contrário do que sucede nos EUA (com particular destaque para o princípio da subsidiariedade e para os me-

⁹⁰ Cfr: MERIJN CHAMON, “The Influence of Regulatory...”, cit., p. 90.

⁹¹ LUÍS GUILHERME CATARINO enuncia os dois contra-argumentos contra a doutrina vertente no Acórdão em causa: esta apenas se aplica a Tratados-regra, como a CECA, e não a Tratados-quadro como a CEE; o escopo da decisão impede a delegação em pessoas coletivas de direito privado e não de direito público. Cfr: LUÍS GUILHERME CATARINO, “A “Agencificação” na Regulação Financeira da União Europeia: Novo Meio de Regulação?”, in *Revista da Concorrência e Regulação*, nº 9, pp. 147-202, 2012, p. 194.

⁹² Cfr: JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA, *Agências...*, cit., p. 531.

canismos como processos legislativos de co-decisão entre instituições governamentais e instituições supranacionais para obstar a um caminho federalizante)⁹³. Em adição, invoca que as realidades constitucionais são diferentes (entre os EUA e a EU), estando subjacente, para os defensores desta visão de aproximação dos modelos, uma substituição da axiologia jurídica dos Estados-membros da UE pela mera eficiência e eficácia econômica de tecnocratas⁹⁴⁻⁹⁵.

São notórias as diferentes características que a regulação pública norte-americana apresenta em relação às agências europeias: as agências reguladoras respondem e dependem do Congresso, reduzindo a discricionariedade na sua atuação (ao contrário do que sucede nas agências europeias que não têm uma relação tão próxima com o Parlamento Europeu)⁹⁶; o controlo judicial atua nos limites do conhecimento científico do momento, o que implica uma sindicabilidade contenciosa mais ténues, com processos altamente participados e contraditados, elaborados por peritos com profundos conhecimentos sobre os temas⁹⁷.

Todavia, não podemos desconsiderar que os motivos de criação das agências europeias são os mesmos que conduziram à criação das *independent regulatory agencies*⁹⁸. Por isso, em matéria de regulação financeira, as competências das autoridades de supervisão financeira repre-

⁹³ Cfr. LUÍS GUILHERME CATARINO, "A "Agencificação" na Regulação Financeira...", cit., pp. 195-196.

⁹⁴ *Ibidem*, pp. 196-197.

⁹⁵ LUÍS GUILHERME CATARINO oferece alguns argumentos para sustentar a sua posição. Entre eles, nos EUA a estrutura administrativa não decorre do poder legislativo, nem o poder executivo lidera a estrutura partidária do poder legislativo, além de a estrutura burocrática divergir na sua génese. Por sua vez, os fatores de incerteza política, de compromisso político e receio do Estado, que levaram a moldar as formas de intervenção pública regulatória nos EUA, são mais fortes pela especificidade assumida pela separação de poderes e falta de uma tradição de intervenção pública, traduzindo-se na assunção de teias procedimentais e burocráticas de autoproteção. Ver em *Idem*, *Regulação e Supervisão dos mercados de instrumentos financeiros: fundamento e limites do governo e jurisdição das autoridades independentes*, Almedina, 2010, p. 110.

⁹⁶ *Idem*, "A "Agencificação" na Regulação Financeira...", cit., p. 106 e, ainda, *Idem*, *Regulação e Supervisão...*, cit., p. 110.

⁹⁷ Embora isso não signifique uma falta de atuação jurisdicional na análise da legalidade das decisões adotadas pelas agências reguladoras independentes. No entanto, estas têm sido alvos de crítica pela falta de transparência decisória e pelo elevado grau de discricionariedade normativa. Ver em *Idem*, *Regulação e Supervisão...*, cit., pp. 110-111.

⁹⁸ Esses motivos estão expostos em *Ibidem*, p. 109.

sentam um “salto qualitativo”, seja nos seus poderes de supervisão – no caso da ESMA –, poderes “quase-regulatórios” e “quase-normativos”, que sempre nos limites impostos pela doutrina *Meroni*, enunciam uma clara aproximação destas com as *independent regulatory agencies*.

Já abordamos *supra* a possibilidade de centralizar as competências regulatórias do setor financeiro na ESMA, EBA e EIOPA. No entanto, em relação às restantes agências europeias – principalmente aquelas que não se limitam a uma *regulation by information* – talvez este salto qualitativo não possa ser assim tão evidente.

De facto, as agências europeias de supervisão financeira poderão servir de fundamento a uma re-compreensão da doutrina *Meroni*, para que outras agências possam evoluir no sentido de realizarem funções de *coaching* das entidades reguladoras nacionais e do mercado interno do setor em causa, de *enforcement*, de adoção de regulamentação técnica, de decisões vinculativas a particulares, da coesão intracomunitária e da redução do pluralismo administrativo europeu, com claros ganhos de eficiência para os privados, para as entidades reguladoras nacionais e para os Estados-membros, que têm de estar nos centros de decisões dos órgãos das agências europeias – apesar de mitigado com visões imparciais das instituições da UE. Estas autoridades têm o mérito de “abrir a porta” para uma nova interpretação de alguns dogmas da regulação pública europeia, como a doutrina *Meroni*, permitindo uma nova fase da mesma, com maior pendor tecnocrata e de especialização para corrigir as externalidades negativas de alguns setores económicos.

Contudo, e na linha de LUÍS GUILHERME CATARINO referida *supra*, apesar da EBA, ESMA e EIOPA se aproximarem das *independent regulatory agencies* norte-americanas, naturalmente respeitando as suas diferenças constitucionais (e relação com as restantes instituições, como com a Comissão Europeia), afirmar que todas as agências europeias existentes possam trilhar este mesmo caminho é, naturalmente, irrealista. Não apenas pelas realidades jurídicas diferentes, mas porque as autoridades de supervisão financeira assentam numa lógica histórica e jurídico-económica com particularidades que permitiram esta aproximação, ainda que não *totalmente revolucionária*⁹⁹.

Portanto, se alguma agência europeia conjugar os elementos que serviram de fundamento à previsão das competências das autoridades de supervisão financeira, então, estas últimas, abriram meritoriamente o

⁹⁹ Concordamos, portanto, com JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA em JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA, *Agências...*, cit., p. 531.

caminho para que essas outras agências possam evoluir nas suas competências e poderes de supervisão e regulação, sem medo de uma possível violação da doutrina *Meroni*¹⁰⁰ ou do princípio da subsidiariedade.

8. Conclusões:

Ao longo do caminho que percorremos, procurámos debater a principal questão inicialmente referida, segundo a qual se estruturou o presente estudo. As agências europeias, na sua maioria, assentam na mesma lógica das *independent regulatory agencies* norte-americanas e das entidades reguladoras nacionais: na sua essência preocupam-se com a intervenção do Estado em certos setores estratégicos para a economia comunitária, *in casu*, o mercado financeiro intracomunitário – que, após a crise dos *subprime* de 2007-2013, se desencadeou uma reforma que a UE há muito necessitava; e na redução do pluralismo jurídico na execução do Direito Administrativo Europeu no setor em causa.

A EBA, ESMA e EIOPA surgiram num contexto particularmente complexo, numa época de dificuldades económicas e financeiras para a maioria dos Estados-membros, principalmente em corrigir as falhas e as externalidades negativas do mercado. Por isso, estas apresentaram, como já referido, um salto ou um passo qualitativo em matéria de competências das agências europeias, nomeadamente: na possibilidade de adotarem decisões vinculativas diretamente às instituições financeiras (e não apenas a entidades reguladoras nacionais); na possibilidade de supervisão direta, com poderes de *enforcement* e *policy* (como sucede com a ESMA); além das suas competências “quase-normativas”, de *soft law* e de *networking*.

A ESMA assumiu-se como o expoente máximo deste avanço gradual e substancial nas agências europeias, de forma inovadora e com resultados positivos para a intervenção da UE nos mercados financeiros. O peso desta agência poderá ser determinante para o desenrolar de novas competências centralizadas de supervisão direta da EBA e da EIOPA. Por outro lado, esta permitiu que se reconfigurasse a tradicional interpretação da doutrina *Meroni* – muito limitativa sobre os poderes conferidos às agências europeias – e superou o teste do princípio da subsi-

¹⁰⁰ A favor desta opinião está a autora NIAMH MOLONEY. No entanto, em coerência com as suas opiniões, entende que a linha traçada entre as competências da ESMA e das entidades reguladoras nacionais nos mercados financeiros ainda está longe de uma total centralização de competências ao nível europeu. Cfr: NIAMH MOLONEY, “The European Securities...”, cit., p. 225.

diariedade. A ESMA fez *jus à* aqueles que ansiavam por uma intervenção supranacional coordenada e positiva, ainda que diretamente em relação aos regulados, reduzindo o pluralismo na execução o do Direito Administrativo Europeu e melhorando a coesão no mercado interno.

Embora não se salientem apenas pontos positivos – lamentamos a formação de blocos de interesses políticos dos vários Estados-membros nos respetivos Conselhos de Supervisores, dificultando o processo de *rule-making* destas agências –, podemos destacar que, ainda sem defendermos uma autêntica transposição integral e desajustada da realidade regulatória norte-americana para a europeia, as autoridades de supervisão financeira traçaram um marco positivo no futuro dos mercados financeiros, de outras agências europeias com elementos semelhantes e da integração europeia.

Bibliografia:

- BEROŠ, Marta Božina, *Agencies in European Banking: A critical perspective*, Palgrave Macmillan Cham, 2018.
- BUSUIOC, Madalina, "Rule-Making by the European Financial Supervisory Authorities: Walking a Tight Rope", in *European Law Journal*, vol. 19, Issue 1, pp. 111-125, 2013, disponível em: <https://doi.org/10.1111/eulj.12016>.
- CATARINO, Luís Guilherme, *Regulação e Supervisão dos mercados de instrumentos financeiros: fundamento e limites do governo e jurisdição das autoridades independentes*, Almedina, 2010.
- CATARINO, Luís Guilherme, "A "Agencificação" na Regulação Financeira da União Europeia: Novo Meio de Regulação?", in *Revista da Concorrência e Regulação*, nº 9, pp. 147-202, 2012.
- CHAMON, Merijin, "The Influence of Regulatory Agencies on Pluralism in European Administrative Law", in *Review of European Administrative Law*, vol. 5, Issue 2, pp. 61-91, 2012.
- Documento de Trabalho dos Serviços da Comissão, Síntese da Avaliação de Impacto *que acompanha o documento* Proposta do Parlamento Europeu e do Conselho que altera o Regulamento (UE) nº 1093/2010, Regulamento (UE) nº 1094/2010, Regulamento (UE) nº 1095/2010, Regulamento (UE) nº 345/2013, Regulamento (UE) nº 346/2013, Regulamento (UE) nº 600/2014, Regulamento (UE) nº 2015/760, Regulamento (UE) nº 2016/1011 e o Regulamento (UE) nº 2017/1129, disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=CELEX:52017SC0309>.
- GONÇALVES, Pedro Costa, *Manual de Direito Administrativo – Vol 1*, Almedina, 2019.
- MOLONEY, Niamh, *The Age of ESMA: Governing EU Financial Markets*, Hart Publishing, 2018.

- MOLONEY, Niamh, "The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part (2) Rules in Action", in *European Business Organization Law Review*, vol. 12, Issue 2, pp. 177-225, disponível em: <https://doi.org/10.1017/S156675291120001>.
- MOOR-VAN VUGT, A.J.C., "Netwerken en de europeanisering van het toezicht", in *Sociaal-economische Wetgeving: Tijdschrift voor Europees en Economisch Recht*, vol. 59, Issue 3, pp. 94-102, 2011, disponível em: <https://hdl.handle.net/11245/1.353488>.
- THEISSEN, Roel, *EU Banking Supervision*, Eleven International Publishing, 2013
- SCHAMMO, Pierre, "EU Day-to-Day Supervision or Intervention-Based Supervision: Which Way Forward for the European System of Financial Supervision?", in *Oxford Journal of Legal Studies*, vol. 32, Issue 4, pp. 771-797, 2012, disponível em: <http://www.jstor.org/stable/41811711>.
- SILVA, João Nuno Calvão da, *Agências de Regulação da União Europeia*, GESTLEGAL, 2017.
- SILVA, Suzana Tavares da, *Direito Administrativo Europeu*, Imprensa da Universidade de Coimbra, 2010.