

A REVISÃO DAS DIRETIVAS DO ABUSO DE MERCADO: NOVO ÂMBITO, O MESMO REGIME*

Helena Magalhães Bolina

Maestría en Ciencias Jurídico-criminales, investigadora del CEDIS, doctoranda en la Facultad de Derecho de la Universidad Nova de Lisboa
Directora del Departamento de Contencioso de la Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios

INTRODUÇÃO

Em 16 de abril de 2014 foi publicado o regulamento (UE) n.º 596/2014 (adiante MAR¹) e a diretiva (do Parlamento e do Conselho) 2014/57/UE (adiante nova MAD²) que vieram substituir a anterior diretiva sobre abuso de mercado (adiante MAD) e respetivos diplomas comunitários de concretização.

A publicação destes dois novos diplomas traduz a conclusão de um processo de avaliação do regime comunitário sobre abuso de mercado que teve início em 2007, pouco tempo após a sua transposição pelos Estados membros.

O presente texto tem como objetivo relatar as principais questões sobre que incidiu esse debate e enunciar as alterações introduzidas pelo novo regime comunitário que entrou em vigor em 2016.³

I. A HISTÓRIA DO REGIME COMUNITÁRIO DO ABUSO DE MERCADO

O pacote comunitário sobre abuso de mercado, agora revisto, data de 2003 e é constituído por um diploma de nível 1 - a diretiva 2003/06/CE (MAD) - e quatro diplomas de nível 2: três diretivas e um regulamento.⁴

A publicação, em 2003 e 2004, deste conjunto de diplomas comunitários sobre este tema inseriu-se no âmbito do objetivo de criação do mercado financeiro único. À data (maio de 2001) em que a Comissão Europeia apresentou uma proposta de diretiva sobre o abuso de mercado,⁵ não existia um regime europeu harmonizado sobre manipulação de mercado, uma vez que o único diploma comunitário vigente nesta matéria era a diretiva 89/592/CE que tinha exclusivamente como âmbito o abuso de informação privilegiada.

Foi o objetivo de estabelecer um *level playing field* ao nível europeu também quanto à prevenção da manipulação de mercado que esteve na origem da criação deste regime,⁶ para

¹ Sigla de *Market Abuse Regulation*.

² Sigla de *Market Abuse Directive*, expressão pela qual é comumente designada a diretiva sobre abuso de mercado de janeiro de 2003. A distinção no presente texto da diretiva de 2014 relativamente à de 2003 é efetuada, utilizando-se para a diretiva de 2014 a expressão «nova MAD». Esta opção assenta exclusivamente na facilidade de identificação dos diplomas, uma vez que, em rigor, o diploma que verdadeiramente veio substituir a MAD foi o MAR, o regulamento comunitário de 2014 e não a nova MAD, cujo âmbito se limita ao enquadramento criminal das condutas.

³ Todavia, a transposição das normas relativas à definição das sanções aplicáveis aos ilícitos no âmbito destes diplomas foi efetuada em Portugal com a publicação da Lei 28/2017, de 30 de maio. Na verdade, tratando-se embora de um Regulamento comunitário (e, por conseguinte, não carecendo de transposição), os Estados membros têm de elaborar as normas que preveem as sanções, uma vez que estas não estão definidas no Regulamento. Do MAR apenas consta a indicação de montantes mínimos de sanções pecuniárias que os Estados membros devem respeitar nessa definição. Assim, muito embora não haja lugar a produção legislativa nacional quanto à definição dos comportamentos ilícitos, pois esta já consta do MAR, as sanções têm de ser definidas pelos Estados membros.

⁴ Diretivas da Comissão 2003/124/CE, 2003/125/CE e regulamento da Comissão (CE) 2273/2003, todos de 22 de dezembro e diretiva 2004/72/CE, de 29 de abril, também da Comissão.

⁵ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52001PC0281&from=EN> (acedido em 24.06.2015)

⁶ Mais desenvolvidamente sobre as características do pacote comunitário sobre abuso de mercado de 2003-2004, Bolina, Helena «Market manipulation and Insider Dealing in the new Market Abuse Directive (2003/6/EC)», in

além de preocupações de reforço da supervisão desta matéria e da repressão dos respetivos ilícitos.

A designação abuso de mercado abrange, assim, o conjunto de normas destinadas a proteger a transparência e a regularidade do funcionamento do mercado e contempla os seguintes temas: abuso de informação privilegiada, manipulação de mercado, deveres de informação ao público e às entidades de supervisão, deveres de elaboração de listas de *insiders* e regulação da matéria relativa à divulgação das recomendações de investimento.

Em 2007, após a entrada em vigor na maioria dos Estados membros dos diplomas de transposição das diretivas, a Comissão Europeia solicitou a um grupo de peritos - o ESME, European Securities Markets Expert Group⁷ - que emitisse um parecer sobre a MAD que foi concluído em julho de 2007⁸ e onde são já enunciadas algumas dúvidas quanto a certos aspetos do regime, designadamente no que respeita à definição de informação privilegiada e aos critérios do diferimento de divulgação da informação.

Em novembro de 2007, o CESR⁹ elaborou, a pedido da Comissão, uma lista das sanções na área do abuso de mercado em todos os Estados membros,¹⁰ da qual resultava alguma disparidade ao nível das sanções definidas: as sanções pecuniárias previstas nas várias legislações nacionais oscilavam entre um máximo de 1200 euros e sanções pecuniárias ilimitadas e, no caso dos países em que o abuso de informação e a manipulação de mercado eram criminalizadas, entre o máximo de um ano de pena de prisão e um máximo de 15 anos.¹¹

Finalmente em novembro de 2008, a Comissão Europeia organizou uma conferência subordinada ao tema «Reviewing Market Abuse Regime» onde estiveram presentes participantes do mercado, supervisores e investidores, para debater o regime, a aplicação das diretivas e a necessidade da sua revisão.¹²

Na sequência destes contactos e das respostas que a Comissão Europeia foi recebendo sobre a matéria, em abril de 2009, a Comissão Europeia divulgou uma *call for evidence*¹³ sobre a eventual revisão das diretivas do abuso de mercado enunciando as questões que tinham sido debatidas ao longo do processo e que a Comissão incluiu nesse inquérito destinado a delimitar a necessidade e o âmbito de uma eventual revisão.¹⁴

EUREDIA (Revue Européenne de Droit Bancaire et Financier), 2001-2002/4, pp. 555-576 e «A manipulação de mercado e o abuso de informação privilegiada na nova directiva sobre abuso de mercado (2003/6/CE)», *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 18 (agosto de 2004), pp. 62-71.

⁷ «Grupo Europeu de Peritos de Valores Mobiliários para prestar aconselhamento jurídico e económico no âmbito da aplicação das diretivas da UE em matéria de valores mobiliários» criado por decisão da Comissão de 30 de Março de 2006 (2006/288/CE).

O grupo - que se manteve em funções até 2009 - era constituído por 20 membros, a maioria dos quais eram representantes de intermediários financeiros europeus. A composição do grupo está disponível em:

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/list_experts_en.pdf (acedido em 24.06.2015)

⁸ http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/mad_070706_en.pdf (acedido em 24.06.2015).

⁹ Committee of European Securities Regulators (Comité das Autoridades de Regulação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários) era um comité de natureza consultiva da Comissão Europeia, criado pela Decisão da Comissão Europeia n.º 2001/527/CE, de 06/06, onde estavam representados as autoridades de supervisão do Estado membros. A decisão pode ser consultada em (acedido em 24.06.2015):

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32001D0527&from=PT>

¹⁰ http://www.esma.europa.eu/system/files/07_693_2_.pdf (acedido em 24.06.2015).

¹¹ Para uma comparação mais detalhada das sanções existentes à data nos vários países, veja-se o sumário executivo e as estatísticas realizadas pelo CESR no documento CESR/08-99, de fevereiro de 2008, disponível em http://www.esma.europa.eu/system/files/08_099.pdf (acedido em 24.06.2015).

¹² A conferência teve lugar em Bruxelas em 12 de novembro de 2008 e o resumo das intervenções pode ser consultado em http://www.eurocapitalmarkets.org/system/files/Report_MAD%20Conference.pdf (acedido em 24.06.2015).

¹³ O conteúdo da consulta, a descrição do processo e as respostas recebidas pode ser acedido em http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/market_abuse_en.htm (acedido em 24.06.2015).

¹⁴ Não obstante, a afirmação inicial constante do documento, no sentido de que este não constitui qualquer tomada de posição sobre o conteúdo de eventuais futuras propostas da Comissão, o documento adianta a posição da Comissão Europeia quanto aos aspetos que carecem de revisão.

As principais questões identificadas nesse processo como carecendo de revisão incidiam essencialmente sobre os seguintes temas: o âmbito de aplicação das diretivas, a definição de informação privilegiada e de manipulação de mercado e a questão do reforço da supervisão.¹⁵

A Comissão Europeia apresentou a primeira proposta de Regulamento¹⁶ e de nova Diretiva¹⁷ sobre abuso de mercado em outubro de 2011. Em julho de 2012 a Comissão apresentou propostas alteradas¹⁸ e, finalmente, em abril de 2014 foram publicados ambos os diplomas.

A revisão incidiu sobre os temas identificados nas consultas e no debate prévio. Todavia, como se verá, nos pontos seguintes, muitas das alterações inicialmente propostas para dar resposta a essas questões acabaram por ser revertidas e, em relação a muitos aspetos, o texto final do Regulamento é exatamente idêntico àquele que constava da MAD de 2003.

II. OS TEMAS DA REVISÃO

1. O âmbito de aplicação do regime comunitário sobre Abuso de Mercado

O âmbito de aplicação das diretivas do abuso de mercado de 2003-2004 encontra-se definido no artigo 9.º da MAD. Em função do objetivo expresso na diretiva de defesa da integridade dos mercados regulamentados, a definição desse âmbito fazia-se essencialmente em função dos instrumentos financeiros admitidos à negociação em mercado regulamentado.¹⁹ É o que resulta dos artigos 1.º, n.º 3 e 9.º da MAD.

Ainda assim, existia uma diferença entre, por um lado, o âmbito de aplicação do abuso de informação e o da manipulação de mercado.

Com efeito, no que respeita ao abuso de informação, o artigo 9.º da MAD referia instrumentos financeiros admitidos à negociação em mercado regulamentado, em relação aos quais se detenha informação privilegiada mas também outros instrumentos financeiros não admitidos mas cujo valor depende do valor de instrumentos financeiros admitidos a mercado regulamentado – artigo, 9.º, §2º.

O mesmo não sucedia relativamente à manipulação de mercado a que é feita referência apenas no §1 e não no §2, ou seja, ou seja apenas a parte em que o artigo refere instrumentos financeiros admitidos à negociação em mercado regulamentado.

Quer no caso do abuso de informação, quer no caso da manipulação de mercado o âmbito de aplicação da diretiva abrange quaisquer operações realizadas sobre instrumentos admitidos à negociação em mercado regulamentado, independentemente de onde tais operações se realizem. Ou seja, as operações sobre os instrumentos financeiros não têm de ser realizadas em mercado regulamentado.

¹⁵ Esta questão do reforço da supervisão foi tratada transversalmente em relação a todos os diplomas comunitários recentes na área do mercado financeiro, não sendo específica do novo regime do abuso de mercado.

¹⁶ Disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52011PC0651> (acedido em 24.06.2015).

¹⁷ Disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52011PC0654> (acedido em 24.06.2015).

¹⁸ Disponíveis em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52012PC0421> e <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52012PC0420> (acedido em 24.06.2015).

¹⁹ É certo que a MAD era um diretiva de harmonização mínima, o que significa que os Estados membros poderiam alargar o respetivo âmbito de aplicação. É esse o caso da definição dos crimes de abuso de informação e de manipulação de mercado no Código dos Valores Mobiliários, da qual não consta qualquer condição relativa à admissão à negociação a mercado regulamentado dos valores mobiliários em causa nessas normas. Tais crimes já se encontravam definidos com esse âmbito antes da transposição da MAD. Todavia, as demais normas incluídas no âmbito da prevenção do abuso de mercado, como é o caso do dever de divulgação de informação privilegiada previsto no artigo 248.º do CódVM, já restringem a sua aplicação aos valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado.

Atendendo à redação do artigo 9.º da MAD de 2003, no caso da manipulação de mercado, suscitava-se a dúvida sobre se estariam abrangidas no âmbito da manipulação de mercado operações que incidissem sobre instrumentos financeiros não admitidos à negociação em mercado regulamentado.

Assim, a questão acerca do âmbito de aplicação do regime do abuso de mercado contempla, na verdade, dois aspetos distintos:

Um, relativo ao mercado ou sistema onde os instrumentos financeiros devem ser negociados para estarem abrangidos pelo âmbito do diploma e pela aplicação de todos os deveres nele previstos.

Outro, relativo ao facto de as proibições de abuso de informação e manipulação de mercado poderem ser preenchidas através de operações sobre quaisquer instrumentos financeiros, ainda que não sejam negociados em qualquer mercado mas apenas fora dele, como é o caso de alguns derivados, desde que entre estes e os instrumentos financeiros abrangidos exista uma relação de influência.

a) Alargamento do âmbito a MTF e OTF

Quanto ao primeiro aspeto apontado, a restrição do âmbito de aplicação das diretivas aos instrumentos admitidos a mercado regulamentado foi uma das principais dificuldades apontadas às diretivas, tendo a vista a necessidade de um sistema eficaz de tutela do regular funcionamento do mercado.

Com efeito, conforme se enuncia na *call for evidence*²⁰, desde a publicação da MAD registou-se um aumento dos volumes transacionados fora de mercado regulamentado (*market shift*), designadamente em MTFs²¹ após a DMIF, sendo que estes não estavam abrangidos pelos requisitos da MAD.

Cumprido, todavia, precisar o que significa o facto de os MTFs não estarem abrangidos no âmbito da MAD, uma vez que tal afirmação não é inteiramente rigorosa.

Na verdade, os MTF só não estão abrangidos pela proibição de transações constante da MAD relativamente aos instrumentos financeiros que não estejam também admitidos à negociação em mercado regulamentado. Ou seja, as operações sobre instrumentos financeiros admitidos a mercado regulamentado e que sejam simultaneamente negociados num MTF estavam sempre abrangidas no âmbito da MAD, nos termos do disposto no artigo 9.º, n.º 1, quer na parte em que são realizadas em mercado regulamentado, quer na parte em que são realizadas em MTF ou em qualquer outro local.

Em rigor, o que não estava abrangido no âmbito da MAD, não é o MTF em si mas os instrumentos financeiros que não estão admitidos à negociação em mercado regulamentado, nem em relação a eles foi solicitada a admissão.

Para além das normas que proíbem o abuso de informação e a manipulação de mercado, há que ter em conta que o regime do abuso de mercado abrange um conjunto de deveres que têm uma função preventiva dessas infrações. É o caso do dever a cargo dos emitentes de divulgação de informação privilegiada previsto no artigo 6.º, n.º 1 da MAD de 2003 e no artigo 248.º do Código do Valores Mobiliários (adiante CódVM), da elaboração de listas de insiders, da comunicação de transações de dirigentes, da comunicação de operações suspeitas.

Ora, nos termos da MAD de 2003, este conjunto de deveres apenas se aplicava a valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado. Esse âmbito objetivo de aplicação tinha, assim, consequência sobre a delimitação do próprio âmbito subjetivo dos

²⁰ Cit., p.4.

²¹ *Multilateral Trading Facility* ou Sistema de Negociação Multilateral, definido no artigo 4.º, n.º 1, ponto 22 da Diretiva 2014/65/EU (nova DMIF) e, entre nós, no artigo 200.º do CódVM.

deveres: só os emitentes de valores mobiliários admitidos a mercado regulamentado e os seus dirigentes ficavam abrangidos por estas disposições.

Alargar o âmbito de aplicação do regime do abuso de mercado a instrumentos não admitidos a mercado regulamentado mas admitidos, designadamente, a MTFs significa estender também esses deveres aos emitentes de instrumentos financeiros não admitidos a mercado regulamentado e, relativamente à comunicação de transações, aos respetivos dirigentes. Esta circunstância poderia não se revelar muito adequada ou proporcionada a certos segmentos de mercado, sobretudo tendo em conta que a seleção para negociação em MTF independe por vezes da vontade do próprio emitente que, por ato alheio, ficaria onerado com o cumprimento de deveres de informação e respetivas consequências infracionais em caso de incumprimento.

A solução adiada pelo novo regime europeu de 2014 pretende alcançar um equilíbrio entre as preocupações descritas.

Por um lado, o artigo 2.º do MAR delimita o âmbito de aplicação do regime em função dos instrumentos financeiros admitidos à negociação a mercado regulamentado ou negociados num MTF ou num OTF.²²

Por outro lado, a propósito de cada dever preventivo, o MAR acautela aquelas outras preocupações, impondo esses deveres quando estejam em causa instrumentos financeiros admitidos à negociação em mercado regulamentado mas acrescentando outras condições para a aplicação desses deveres nos casos de instrumentos financeiros admitidos exclusivamente a MTF ou OTF.

Com efeito, no artigo 17.º, que regula o dever a cargo do emitente de divulgação de informação privilegiada, no artigo 18.º quanto à elaboração de listas de *insiders* e no artigo 19.º, quanto à comunicação de transações de dirigentes, quanto a emitentes cujos valores mobiliários sejam negociados exclusivamente em MTF ou OTF, o MAR restringe a aplicação dos deveres àqueles casos em que os emitentes tenham aprovado essa admissão à negociação num MTF ou num OTF ou a tenham solicitado eles próprios (artigo 17.º MAR, n.º 1, §3, 18.º, n.º 7 e 19.º, n.º 4, alínea b).

O MAR prevê também algumas adaptações no caso de emitentes admitidos à negociação num mercado de PME em crescimento²³: o artigo 17.º, n.º 9 do MAR prevê, em relação ao dever de disponibilizar a informação privilegiada no *site* do emitente, que este possa ser substituído pela divulgação no próprio *site* da plataforma de negociação e, no artigo 18.º, n.º 6, dispensa estes emitentes da elaboração de listas de *insiders*, verificadas certas condições.

b) Alargamento do âmbito da manipulação de mercado a instrumentos financeiros negociados fora de mercado (OTC)

A segunda questão relativa ao âmbito prende-se com a determinação do âmbito de aplicação das proibições.

Com efeito, ainda que os mercados que se visa proteger sejam os mercados regulamentados no caso da MAD de 2003, e também os MTFs e OTFs no caso do MAR, a questão que se coloca é a de saber se as infrações de abuso de informação e de manipulação de mercado apenas são concretizadas quando os agentes transacionem diretamente os instrumentos financeiros abrangidos pelo âmbito de aplicação ou se tais proibições se estendem também a outros instrumentos financeiros.

Como se referiu, a MAD de 2003 incluía expressamente no âmbito do abuso de informação privilegiada a proibição de transacionar instrumentos financeiros não negociados em mercado mas cujo valor dependia de instrumentos admitidos a mercado regulamentado.

²² *Organised Trading Facility* ou Sistema de Negociação Organizada definido no artigo 4.º, n.º 1, ponto 23 da Diretiva 2014/65/EU (nova DMIF).

²³ Previsto no artigo 33.º da nova DMIF.

No artigo 9.º da MAD não se referia expressamente que o mesmo fosse aplicado à manipulação de mercado, razão pela qual tal veio a ser expressamente consagrado no artigo 2.º do MAR.

Todavia, esta consagração não parece ser mais do que um esclarecimento (útil), uma vez que o âmbito da aplicação das proibições incluídas na manipulação de mercado não era exclusivamente recortado pelo disposto no artigo 9.º da MAD de 2003.

Diferentemente do que sucedia com o abuso de informação, em que a MAD, no seu artigo 2.º, reportava a proibição de transações expressamente aos instrumentos financeiros em relação aos quais se detinha informação privilegiada (portanto, os negociados em mercado regulamentado), o âmbito das proibições da manipulação não continha essa restrição.

E, por as proibições de manipulação de mercado não conterem essa restrição, não havia necessidade de alargar o seu âmbito, como se fazia para o abuso de informação, no n.º 2 do artigo 9.º, que dispunha constituir também abuso de informação as operações sobre instrumentos financeiros não admitidos, cujo valor dependia dos admitidos a mercado regulamentado.

No caso do abuso de informação, se não houvesse a extensão do artigo 9.º, a proibição não se aplicava às transações de instrumentos financeiros não admitidos porque o artigo 2.º, n.º 1 refere a proibição à transação de instrumentos financeiros a que a informação privilegiada diz respeito. No caso da manipulação, o âmbito definido no artigo 1.º da MAD não estava restringido a transações sobre instrumentos admitidos e, se o âmbito não estava à partida restringido, não havia necessidade de o alargar no artigo 9.º, como se fez para o abuso de informação.

Nestes termos, a ausência de referência no §2 do artigo 9.º à manipulação de mercado não significava uma restrição do âmbito da manipulação mas apenas uma desnecessidade dessa referência.

Com efeito, o artigo 1.º, n.º 2, da MAD, quando define manipulação de mercado nunca afirma que as operações proibidas são as realizadas sobre instrumentos financeiros admitidos à negociação em mercado regulamentado mas apenas que são proibidas as operações ou ordens que sejam suscetíveis de originar indicações falsas ou enganosas quanto à oferta ou à procura desses instrumentos. Desde que as operações sejam suscetíveis de produzir este efeito sobre instrumentos admitidos à negociação em mercado regulamentado, não há qualquer razão para exigir (uma vez que tal não está na norma) que essas ordens tenham de ser dadas sobre os próprios instrumentos admitidos.

Aliás, a manipulação pode, até, ser realizada sem que se adquiram quaisquer instrumentos financeiros, como é o caso da manipulação ruidosa.

Assim sendo, qualquer ordem ou operação, seja sobre que instrumento for (e, até, simplesmente a divulgação de informação na comunicação social) que seja suscetível de produzir esse efeito sobre os instrumentos financeiros admitidos a mercado regulamentado já seria proibida à luz das regras da manipulação de mercado da MAD de 2003.

O que significa que, mesmo à luz do disposto na MAD de 2003, a realização de transações sobre derivados não admitidos a mercado regulamentado apta a produzir indicações enganosas sobre a oferta ou a procura de instrumentos financeiros admitidos (situação hoje expressamente referida no artigo 2.º, n.º 1, alínea d) do MAR) estava incluída no âmbito da previsão de manipulação de mercado do artigo 1.º.

Contudo, as dúvidas que sempre foram suscitadas acerca do âmbito de aplicação das proibições de manipulação de mercado concorrem claramente para afirmar a bondade deste esclarecimento do MAR.

c) Outros alargamentos de âmbito: licenças de emissão, contratos de mercadorias à vista e índices de referência

Para além dos aspetos já enunciados, o MAR, no n.º 1 do seu artigo 2.º, inclui no seu âmbito de aplicação, as licenças de emissão de gases com efeito de estufa, na sequência da sua qualificação como instrumentos financeiros pela nova DMIF,²⁴ estabelecendo ao longo do diploma previsões específicas para as licenças de emissão quanto à definição de informação privilegiada (7.º), ao abuso de informação (8.º), à manipulação de mercado (12.º), à divulgação de informação privilegiada (17.º), à elaboração de listas de *insiders* (18.º) e à comunicação de transações de dirigentes (19.º).

Já quanto aos contratos de mercadorias à vista e índices, a sua inclusão respeita unicamente às condutas proibidas no âmbito da manipulação de mercado - artigos 2.º, n.º 2 e 12.º, n.º 1, alínea d).

2. A definição de informação privilegiada

Um dos temas que mais dúvidas gerou no regime comunitário do abuso de mercado foi o da definição de informação privilegiada.

A definição de informação privilegiada na MAD de 2003, em si, não sofreu grande alteração relativamente ao conceito da anterior diretiva 89/592/CEE e que entre nós constava já do disposto no artigo 378.º do CódVM.

Os requisitos da informação privilegiada mantiveram-se idênticos: para ser qualificada como privilegiada, a informação tem de ser específica, precisa, *price sensitive* e não pública. O que o regime comunitário de 2003 veio acrescentar, no que à definição respeita, foi uma definição mais detalhada da definição do carácter preciso e *price sensitive*.²⁵

A questão colocada quanto à definição de informação privilegiada introduzida pela MAD não está, assim, relacionada com a definição do conceito mas com a dupla relevância que esse conceito de informação privilegiada passou a ter.

O que sucede é que, no regime anterior à MAD de 2003, o conceito de informação privilegiada tinha relevo exclusivamente para a infração de abuso de informação.

O dever de divulgação de informação a cargo dos emitentes era recortado pelo conceito de factos relevantes que o artigo 248.º do CódVM, na redação anterior à transposição da MAD de 2003, definia, em linha com o disposto na diretiva 2001/34/CE, como sendo factos ocorridos na esfera de atividade de um emitente que não sejam do conhecimento público e que, devido à sua incidência sobre a situação patrimonial ou financeira ou sobre o andamento normal dos seus negócios, sejam suscetíveis de influir de maneira relevante no preço.

A grande alteração do regime comunitário de 2003, no que à informação privilegiada respeita, foi a eliminação do conceito de factos relevantes e a sua substituição, para efeito do dever de divulgação de informação, pelo conceito de informação privilegiada.

Ou seja, o conceito de informação privilegiada passou a ter uma dupla relevância: como pressuposto da infração de abuso de informação e como pressuposto do dever de divulgação de informação por parte dos emitentes.

É certo que, quanto a este dever, o conceito sofre uma restrição de âmbito, na medida em que os emitentes apenas têm de divulgar a informação que lhes diga diretamente respeito mas, ainda assim, a substituição do pressuposto do dever de divulgação implicou para os emitentes que tal dever se constituísse mais cedo do que sucedia no caso dos factos relevantes.

A isto acresce o facto de a MAD de 2003 tomar claramente partido quanto à questão da divulgação de negociações, na medida em que possam constituir já informação privilegiada,

²⁴ Diretiva 2014/65/EU, de 15/05, relativa aos mercados de instrumentos financeiros.

²⁵ Com detalhe sobre a definição destas características e as concretizações levada a cabo pela MAD de 2003, veja-se Santos, Filipe Matias, *Divulgação de Informação privilegiada*, Coimbra: Almedina, 2011, pp. 58-87.

conforme decorre do que se dispõe no artigo 3.º, n.º 1, alínea a) da diretiva (de concretização da MAD) n.º 2003/124/CE.

Esta situação de divulgação mais prematura poderia naturalmente causar dificuldades aos emitentes, ao impor a divulgação de informação relativa a fases negociais, na medida em que tal divulgação poderia prejudicar o bom andamento e o sucesso de tais negociações.

Assim sendo e como forma de equilibrar o regime, a MAD de 2003 previa a possibilidade de diferimento da divulgação subordinada a três condições: a divulgação pudesse prejudicar os legítimos interesses do emitente, o diferimento não fosse suscetível de induzir o público em erro e o emitente fosse capaz de assegurar a confidencialidade da informação (artigo 6.º, n.º 2).

As críticas a este regime incidiram sobre os dois aspetos: a dupla relevância do conceito de informação privilegiada e as condições exigidas para o diferimento que se consideravam difíceis de satisfazer, especialmente no caso da não suscetibilidade de induzir o público em erro.²⁶

Houve várias propostas no sentido do retorno ao modelo anterior à MAD: o conceito de informação privilegiada relevaria apenas como pressuposto do abuso de informação e voltaria a usar-se um conceito semelhante ao dos factos relevantes como pressuposto do dever de divulgação. Foi também intensamente debatida a necessidade de reformulação das condições exigidas para o diferimento.

A proposta de Regulamento inicialmente apresentada pela Comissão Europeia tentava dar acolhimento a algumas destas críticas fazendo uma distinção, na alínea e) do n.º 1 do artigo 6.º, quanto ao conceito de informação privilegiada, falando, de modo não inteiramente compreensível, de informação não abrangida pelo conceito geral de informação privilegiada mas «relativa a um ou mais emitentes de instrumentos financeiros ou a um ou mais instrumentos financeiros, que, em geral, não é divulgada ao público mas que, caso fosse posta à disposição de um investidor razoável que negocia regularmente no mercado e no instrumento financeiro ou num contrato de mercadorias à vista com eles relacionado, seria considerada por essa pessoa como pertinente para determinar as condições de execução das operações sobre esse instrumento financeiro ou de um contrato de mercadorias à vista com ele relacionado».

Ou seja, na verdade, uma definição que em nada se afastava do conceito de informação privilegiada previsto na alínea a) desse artigo e dando, assim, lugar a uma construção, algo peculiar, de informação que é privilegiada e, ao mesmo tempo, não é.

Desta modalidade especial de informação privilegiada estavam os emitentes dispensados de divulgação no n.º 3 do artigo 12.º da proposta inicial de regulamento, embora a mesma contasse como pressuposto da infração de abuso de informação no artigo 7.º da mesma proposta.

Este ensaio de distinção entre a informação privilegiada para efeito da infração de abuso de informação e como pressuposto do dever de divulgação de informação pelos emitentes veio a soçobrar nas discussões subsequentes, mantendo-se na versão final do MAR a dupla relevância do conceito de informação privilegiada nos mesmos exatos termos em que constava da MAD de 2003.

Não há, assim, no novo regime qualquer distinção no conceito de informação privilegiada ou na sua relevância relativamente ao regime que a MAD dispunha.

O MAR veio, inclusivamente, reforçar certos aspetos da qualificação de informação privilegiada no que respeita a fases negociais, estabelecendo claramente no artigo 7.º relativo à definição de informação privilegiada, no seu n.º 3 que «um passo intermédio num

²⁶ Veja-se com detalhe o relato dessas objeções em Di Noia, Carmine e Gargantini, Matteo, «The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions», *Rivista delle Società*, n.º 4/2009, pp. 782-835.

processo continuado no tempo pode constituir informação privilegiada se, por si só, cumprir os requisitos da informação privilegiada». Este entendimento entre nós tinha já sido afirmado pelo Tribunal da Relação de Lisboa logo em 2004, no âmbito de um processo sobre abuso de informação.²⁷ O mesmo entendimento sufragou aquele Tribunal, no âmbito de recursos de contraordenação por violação do dever de divulgação de informação privilegiada.²⁸

Quanto às condições do diferimento, o MAR manteve também, no n.º 4 do seu artigo 17.º, as condições de diferimento tal e qual estavam definidas na MAD, acrescentado o dever de informar a autoridade competente desse diferimento imediatamente após a cessação do diferimento e a correspondente divulgação. Ou seja, a decisão de diferimento continua exclusivamente na responsabilidade do emitente e o regulador não tem de ser informado nesse momento mas apenas quando a informação é divulgada.²⁹

Esta situação apenas é excecionada quando se trate de um emitente que seja uma instituição de crédito ou outra instituição financeira e esteja em causa a estabilidade do sistema financeiro (n.ºs 5 e 6 do artigo 17.º). Nesse caso, as condições do diferimento são diferentes: risco de comprometer a estabilidade financeira do emitente, em lugar do prejuízo para os seus legítimos interesses; o diferimento ser do interesse público, em lugar da insusceptibilidade de induzir o público em erro. As exigências de confidencialidade mantêm-se mas o emitente tem de obter o consentimento da autoridade competente a fim de poder diferir a informação.

Pelo que, em relação ao regime geral do diferimento previsto no n.º 4 do artigo 17.º do MAR, continua a ser exigido que o diferimento não seja suscetível de induzir o público em erro.

A dificuldade de interpretação dessa condição reside no facto de, tratando-se de informação privilegiada, um dos requisitos consistir em ser informação «que um investidor razoável utilizaria normalmente para fundamentar em parte as suas decisões de investimento» (artigo 7.º, n.º 4 do MAR). Não será fácil considerar que a omissão da divulgação deste tipo de informação não é suscetível de induzir os investidores em erro.

Perante idêntico regime da MAD de 2003 e por forma a dar alguma utilidade ao regime do diferimento, alguns autores sugeriram interpretar esta condição no sentido de a suscetibilidade de induzir o público em erro existir somente nos casos em que a informação não divulgada seja de sentido contrário às expectativas que o mercado tem sobre aquele emitente.³⁰

Em conclusão, com a exceção da necessidade de informar (*a posteriori*) o regulador da decisão de diferimento e dos casos de risco para a estabilidade do sistema financeiro quando se trate de emitentes que sejam instituições de crédito ou outras instituições financeiras, o dever de divulgação de informação e as condições do diferimento mantêm-se exatamente igual ao regime que constava da MAD de 2003.

3. Definição de abuso de informação:

a) A “conduta legítima”

²⁷ Acórdão de 24.12.2004 e também de 22.06.2006 e de 23.10.2007.

²⁸ Acórdãos de 01.02. 2011 (Proc. 1022/09, 3ª Secção), 06.07.2011 (Proc. 1485/08, 3ª Secção), 25.10.2011 (Proc. 464/09, 5ª Secção), 15.11. 2011 (Proc. 575/10, 5ª Secção), 09.02.2012 (Proc. 705/09, 9ª Secção) e de 17.02.2013 (Proc. 575/10, 5ª Secção).

²⁹ Pode duvidar-se da utilidade deste dever mas ele tem, pelo menos, a virtualidade de permitir estabelecer que a não divulgação se deveu a uma situação de diferimento de informação privilegiada e não a um entendimento do emitente de que não havia informação privilegiada a divulgar, assim dispensando o debate sobre a qualificação da informação, bastando que seja submetidas a análise a questão da verificação das condições do diferimento.

³⁰ É a sugestão que consta do Relatório do ESME (cit., p. 9). Todavia, Di Noia (cit., p. 22) entende que essa é apenas uma solução de recurso, atenta a dificuldade de avaliar as expectativas do mercado.

A descrição das condutas proibidas, quando em presença de informação privilegiada, é idêntica à da MAD de 2003, o que poderia conduzir à conclusão de que a definição da infração se mantém idêntica.

Todavia, o MAR utiliza, a propósito do abuso de informação, uma técnica - que não constava da MAD - que é a definição de exceções e exclusões do âmbito de aplicação da infração e que consta do artigo 9.º do MAR, subordinada à epígrafe «conduta legítima».

Nos números 1 e 2 desse artigo, o MAR enuncia um conjunto de situações que afastam a qualificação como abuso de informação (mas apenas, numa primeira linha, como se verá adiante) de atuações levadas a cabo por pessoas coletivas ou por quem as represente.

No número 2 do artigo, identificam-se especificamente as situações em que a pessoa coletiva em causa é um criador de mercado ou tem como atividade a prestação do serviço de execução de ordens, desde que as transações sejam feitas no normal exercício da sua atividade.

No número 1, o objetivo parece ser o de evitar a comunicação da responsabilidade à pessoa coletiva das transações efetuadas por pessoas singulares que agem em seu nome, quando existam mecanismos adequados e eficazes para garantir que a pessoa singular que realiza as transações (e as pessoas que possam ter tido influência nessa decisão) não estava na posse de informação privilegiada (alínea a)) e que a pessoa coletiva não induziu, recomendou ou influenciou por qualquer modo a pessoa singular a fazer essas transações (alínea b)).

Os requisitos são cumulativos e suscitam algumas dificuldades de interpretação.

Quanto ao que se dispõe na alínea a), parece claro que, se se vier a demonstrar que a pessoa singular que efetuou as transações estava na posse de informação privilegiada, tal circunstância impede a consideração de que a condição foi respeitada. Com efeito, se a pessoa que realiza as transações está na posse da informação privilegiada, tal evidencia que os procedimentos instituídos para evitar esse acesso não foram eficazes. Sendo a eficácia dos procedimentos um requisito desta condição (e não apenas a existência de procedimentos adequados), esta falha a sua verificação se a pessoa singular em causa, de facto, detiver a informação.

Já a exigência da alínea b) do nº 1 de que a pessoa coletiva não influencie a decisão de aquisição é mais difícil de configurar, uma vez que, se a pessoa singular age em nome da pessoa coletiva, realizará as transações, não por sua iniciativa, mas por indicação da pessoa coletiva em nome de quem age. Pelo que não se vislumbra facilmente uma situação em que uma pessoa realiza transações em nome de outra, sem que esta tenha qualquer influência sobre essa decisão.

O número 3 do referido artigo abrange pessoas singulares e coletivas e contém alguns aspetos que constituem, na verdade, apenas esclarecimentos de situações que já anteriormente não eram consideradas abrangidas no âmbito do abuso de informação.

A primeira delas consiste numa situação de desfasamento temporal entre o momento em que é tomada a decisão de transacionar e é dada a ordem (em que a pessoa não estava na posse de informação privilegiada) e o momento em que os instrumentos financeiros são efetivamente transmitidos (em que já detém informação privilegiada). Naturalmente que a prática da infração pressupõe uma coincidência temporal entre a ordem de transacionar e a detenção de informação privilegiada, pelo que, ainda que o MAR não dispusesse desta referência, esta situação não poderia ser enquadrada, uma vez que o regime do abuso de informação não impõe que quem está na posse de informação privilegiada tenha de alterar as decisões que previamente tomou e que o virão beneficiar em função da superveniência de novos factos.

A proibição de abuso de informação não visa evitar que os investidores tenham ganhos com o facto de acontecerem situações que valorizam os emitentes, mas sim evitar que esses

ganhos surjam em virtude de assimetria informativa, à data da decisão de investimento, entre o investidor que realiza esses ganhos e os demais investidores.

Se a decisão de investir ou desinvestir foi tomada num momento em que não existia assimetria informativa, como é o caso das duas alíneas deste número 3, não há razão para que o investidor venha a ser penalizado pelas transações.

O MAR acrescenta, todavia, a exigência de que essas transações sejam feitas de boa fé e não para contornar a proibição de abuso de informação (9.º, n.º 3). Sendo justamente a característica destas duas situações o facto de o investidor não estar na posse da informação privilegiada quando tomou a decisão, não se compreende inteiramente em que medida é que poderia contornar a proibição de abuso de informação privilegiada, quando não estava na posse desta. Todavia esta condição, não acrescentando aparentemente nada de relevante àquilo que já serão, em si, as características das condições descritas, tem a virtualidade de constituir um *fecho de segurança* perante a variedade das situações da vida que podem vir a enquadrar-se nestes casos, garantindo que a exclusão do âmbito do abuso de informação se fará sempre num contexto de atuação de boa fé.

A maior dificuldade interpretativa suscitada por este artigo reside no facto de, por um lado, boa parte destas exclusões incluírem uma salvaguarda no sentido de referir que estas atuações não consistem necessariamente em abuso de informação mas abrindo a possibilidade de o serem. O que significa que não constituem propriamente *safe harbours* no mesmo sentido em que o são as normas relativas aos programas de recompra ou a estabilização (artigo 5.º).

A ideia de que estas situações não constituem necessariamente abuso de informação mas podem ser consideradas como tal é também afirmada pelo que dispõe o n.º 6 do mesmo artigo 9.º, onde se estabelece que as situações descritas podem constituir abuso de informação, se a autoridade competente determinar que existiu uma razão ilegítima subjacente às ordens.

Esta parte do artigo carece de interpretação cuidadosa, uma vez que este artigo releva também para o crime de abuso de informação previsto no artigo 3.º da nova MAD, por via do disposto no n.º 8 desse artigo.

Atendendo à vigência do princípio da legalidade na definição das infrações (e especialmente dos crimes) não pode a definição do que seja uma infração depender daquilo que a autoridade administrativa defina, caso a caso, como sendo uma razão ilegítima para transacionar, fora do quadro da previsão legal do abuso de informação.

A maioria das situações previstas na norma são situações em que, ou a pessoa que transaciona não tem qualquer informação privilegiada quando dá a ordem, ou a detenção de informação privilegiada não releva para a transação.

Parece, assim, poder concluir-se que a razão de ser da previsão deste conjunto de condutas é a de não penalizar aquelas situações em que aquilo que se visa evitar com a repressão do abuso de informação não é colocado em causa. Nesse sentido concorre o que o MAR afirma no considerando 24 quanto ao objetivo do regime do abuso de mercado «que consiste em proteger a integridade do mercado financeiro e reforçar a confiança dos investidores, baseada, por seu lado, na garantia de que os investidores se encontram em pé de igualdade e protegidos da utilização ilícita de informação privilegiada».³¹

Assim, a razão ilegítima que a autoridade administrativa pode determinar existir nos termos do n.º 6 deste artigo 9.º é a verificação de que existiu efetivamente uma situação de

³¹ Noutro considerando, o 23, afirma-se no MAR que a característica do abuso de informação consiste na obtenção de um benefício indevido a partir da informação privilegiada em detrimento de terceiros que desconhecem tal informação. Há que precisar que, não obstante esse ser um fundamento da previsão desta conduta como infração, a obtenção de benefício não é um pressuposto da infração: a infração é cometida independentemente do facto de o agente vir ou não a retirar um benefício da sua atuação. Aliás, este pressuposto da obtenção de um benefício foi uma das alterações de relevo na definição da infração que a MAD introduziu em 2003.

assimetria informativa em relação a informação privilegiada que esteve na origem da atuação dos agentes.

Circunstância que sempre estaria abrangida pela definição de abuso de informação do artigo 8.º.

Será o caso, por exemplo, da necessária conjugação entre a previsão da alínea b) do n.º 2 deste artigo 9.º, relativa à execução de ordens de clientes, quando esteja em causa a atuação com informação privilegiada sobre as próprias ordens dos clientes, tal como definida no artigo 7.º, n.º 1, alínea d).

Ou seja, mesmo que um intermediário financeiro se limite a executar ordens de clientes no exercício da sua atividade, se organizar essa execução de ordens em função da informação privilegiada que detém quanto à ordem de um cliente (como é o caso nas condutas de *front running*) pratica abuso de informação, ainda que o faça no exercício da sua atividade profissional.

Isto significa que, não obstante estar descrita no artigo 9.º como não sendo necessariamente abuso de informação a execução de ordens de clientes quando o intermediário financeiro detém informação privilegiada, caso seja precisamente a detenção dessa informação privilegiada que determina a sua atuação, a exclusão não se aplica. E não se aplica porque efetivamente a razão para a atuação é ilegítima, à luz das proibições do abuso de informação.

Em função do princípio da legalidade, a autoridade administrativa não pode considerar, para efeito da imputação do crime (ou da contraordenação) de abuso de informação outras razões ilegítimas para as transações - designadamente evasão fiscal ou branqueamento de capitais - que não os próprios pressupostos da definição da infração em causa.

Poderá naturalmente, caso verifique que tais razões estão subjacentes às transações, denunciar as suspeitas desses outros crimes às autoridades competentes, mas não poderá considerar essas razões ilegítimas como parte dos pressupostos da infração de abuso de informação.

b) Abuso de informação e transações de dirigentes

O artigo 19.º, n.º 11, do MAR veio introduzir uma proibição de os dirigentes transacionarem ações ou instrumentos de dívida do emitente durante o período de 30 dias que antecede a divulgação de um relatório financeiro intercalar ou de um relatório anual.

A instituição de um período fechado a transações de dirigentes havia já sido considerada quando da elaboração da MAD de 2003 mas a opção legislativa final consistiu em deixar essas situações no âmbito da proibição geral de abuso de informação: os dirigentes que detivessem informação privilegiada estavam, nos termos da previsão geral, proibidos de transacionar, independentemente de o fazerem 29, 30 ou 31 dias antes da divulgação da informação.

Esse enquadramento dependia, todavia, da verificação do facto da detenção da informação por parte do dirigente.

Esta nova previsão contempla uma proibição simples de transacionar, independentemente do facto de o dirigente deter ou não a informação.

Todavia, as normas do abuso de informação não deixam de ser aplicáveis, pelo que a infração de abuso de informação sempre se verificará naquelas situações em que em que, detendo informação privilegiada, o dirigente transaciona e, neste caso, independentemente da definição de qualquer período. Isto significa que, o facto de o dirigente transacionar fora do período fechado (a 31 ou 32 dias da divulgação das contas, por exemplo) exime-o da aplicação desta disposição mas não das normas relativas ao abuso de informação: em todas as situações em que verifiquem os respetivos pressuposto, as normas que proíbem o abuso de informação serão aplicáveis.

4. Definição de manipulação de mercado

a) Práticas de Mercado Aceites

No que respeita à definição de manipulação de mercado, o essencial das preocupações residia na possibilidade prevista na MAD de cada Estado membro poder definir práticas de mercado aceites específicas para o seu mercado e que os participantes no mercado entendiam ser geradora de incerteza quanto à definição dos comportamentos ilícitos.

Com efeito, a aceitação de uma prática de mercado implica a exclusão desse comportamento do âmbito da definição de manipulação de mercado, constituindo, assim, um *safe harbour* naquele ordenamento específico (mas não nos demais).

Esta possibilidade poderia afetar a harmonização do regime do abuso de mercado, na medida em que, em relação a um aspeto central do regime como é a manipulação de mercado, a definição do comportamento ilícito não seria coincidente.

Durante os anos de vigência do regime do abuso de mercado houve lugar à definição de dez práticas de mercado aceites.³²

A Comissão Europeia suscitou a questão da introdução de mecanismos que permitissem uma maior convergência das práticas adotadas. O artigo 13.º do MAR manteve as mesmas condições para a definição da prática mas reforçou os procedimentos quanto ao acordo (ou melhor, não oposição) dos vários reguladores e também da ESMA relativamente à aceitação da cada prática.

b) A divulgação de informações falsas ou enganosas

A definição de manipulação de mercado da anterior MAD contemplava uma modalidade de manipulação que é a divulgação de informações suscetíveis de dar indicações falsas ou enganosas. Esta modalidade, entre nós, encontrava-se prevista no artigo 379.º do CódVM relativo à manipulação de mercado, ainda antes da transposição das diretivas.

O regime da MAD de 2003, na parte final do n.º 2 do artigo 1.º, enunciava três exemplos de manipulação, um dos quais consiste no facto de alguém «tirar proveito do acesso pontual ou regular aos meios de comunicação social [...] emitindo opiniões sobre um instrumentos financeiro [...], tendo previamente tomado posições nesse mesmo instrumento financeiro e tirando seguidamente proveito do impacto dessa opinião no preço do instrumento financeiro, sem simultaneamente haver revelado ao público, de forma adequada e eficaz, o conflito de interesses existente».

Esta matéria era também abordada a propósito da divulgação de recomendações de investimento (diretiva nível 2 da MAD, n.º 2003/125/CE), através das regras que impõem a divulgação de conflitos de interesses subjacentes à recomendação. Tais regras constam hoje do Regulamento Delegado (UE) 2016/958 da Comissão, de 9 de março de 2016.³³

A inclusão deste comportamento no âmbito da manipulação de mercado pressupõe a identificação de um elemento apto a dar indicações falsas ou enganosas, tal como se descreve na alínea c) do n.º 2 da MAD de que este comportamento é exemplo. Não se exige, todavia, que a opinião emitida seja falsa pelo que esse elemento enganatório resulta, não tanto da qualidade da opinião emitida, mas do facto de ser omitido ao público que quem a emite detém em carteira os instrumentos financeiros sobre que está a emitir opinião.

Este regime não foi alterado no novo MAR que mantém o exemplo na alínea d), do n.º 2 do artigo 12.º, relativo à manipulação de mercado. Contudo, do considerando 28 do

³² Divulgadas no *site* da ESMA: <http://www.esma.europa.eu/page/accepted-markets-practices>.

³³ Em concretização das normas constantes do MAR, foram já publicados 13 diplomas, entre diplomas de execução e regulamentos delegados. Os mesmos podem ser consultados em: http://eur-lex.europa.eu/search.html?lang=en&SUBDOM_INIT=ALL_ALL&DTS_DOM=ALL&type=advanced&DTS_SUBDOM=ALL_ALL&qid=1496749660847&LB=32014R0596&SELECT=LB_DISPLAY&locale=pt (acedido em 06.06.2017). O MAR sofreu também já alterações introduzidas pelos regulamentos do Parlamento Europeu e do Conselho (UE) 2016/1033, de 23 de junho de 2016 e (UE) 2016/1011, de 8 de junho de 2016.

Regulamento parece resultar que o conhecimento sobre a futura divulgação dessa opinião pode constituir informação privilegiada e que a negociação com base nesse conhecimento pode constituir abuso de informação, na medida em que seja expectável que a divulgação dessas opiniões contribua para a formação dos preços.

Estes comportamentos continuam, além disso, a ser abarcados pela violação de deveres específicos, seja quanto à divulgação de conflitos de interesses nas recomendações de investimento (artigo 20.º do MAR), seja quanto a proibições de transações por parte das pessoas envolvidas na elaboração de recomendações que constam do conjunto de normas destinadas a regular a atividade dos intermediários financeiros (artigo 309.º-D do CódVM).

Assim, há que delimitar, quanto a este caso, o âmbito de aplicação, respetivamente, do abuso de informação e da manipulação de mercado, atenta a aparente sobreposição de enquadramento.

O considerando 28 da diretiva, ao referir este comportamento, reporta-o a «opiniões de um comentador ou de uma instituição de mercado reconhecidos que podem influenciar os preços dos instrumentos financeiros com elas relacionados».

A informação que se qualifica como privilegiada é, então, a divulgação da opinião enquanto facto que é apto a produzir um efeito sobre o preço do instrumento financeiro - e que portanto, diz respeito a um instrumento financeiro - na medida em que concorre para a definição do respetivo preço. O abuso de informação consistira em transacionar, estando na posse do conhecimento acerca dessa divulgação.

A distinção entre o âmbito de aplicação da manipulação de mercado e do abuso de informação deverá, então, ser realizada em função do comportamento que se está a considerar.

Sendo a opinião emitida apta a dar indicações falsas ou enganosas, através da omissão de transparência quanto às participações detidas por quem emite a opinião, o comportamento que deverá ser enquadrado como manipulação de mercado - em função da presença do elemento enganatório que consiste em omitir essas participações - é a própria divulgação de opinião, tirando seguidamente proveito do impacto sobre o preço do instrumento financeiro decorrente da divulgação dessa opinião.

O que poderá ser enquadrado como abuso de informação (mesmo que haja cumprimento dos deveres de transparência quanto às participações detidas) não é a própria divulgação da opinião mas o comportamento que consiste em transacionar antes dessa divulgação, com o conhecimento de que essa divulgação irá ter lugar.

Os comportamentos abrangidos são diferentes e pode bem suceder que os agentes também não sejam os mesmos: a pessoa que comete o abuso de informação pode não ser aquela que emite a opinião mas apenas uma pessoa que tem conhecimento do conteúdo da opinião que vai ser divulgada e da sua futura divulgação.

E, para que esse conhecimento traduza a detenção de informação privilegiada, será necessário que essa informação (a divulgação da opinião) seja apta a produzir um efeito sobre o preço dos instrumentos financeiros.

Este impacto é usual quando se trata de recomendações dadas por instituições ou analistas que o fazem profissionalmente e é, ainda mais notório, quando se trata de notações de risco. Com efeito, a divulgação de notação de risco relaciona-se com o valor do instrumento financeiro de tal modo que é um elemento da sua classificação, com consequências relevantes, não só quanto à avaliação que os investidores fazem do instrumento financeiro, como também quanto a outros aspetos, como é o caso da aplicação de regras de composição de carteiras de fundos de investimento quanto aos ativos que podem ser elegíveis.

Quanto ao âmbito de aplicação da manipulação de mercado e das regras relativas à divulgação de conflitos de interesses constantes do artigo 20.º do MAR e do Regulamento

Delegado (UE) 2016/958 da Comissão, de 9 de março de 2016, a distinção assenta também nos comportamentos envolvidos.

Para o enquadramento no tipo de manipulação de mercado previsto na alínea d) do n.º 2 do artigo 12.º do MAR, é necessária a verificação de um comportamento complexo. O agente tem de ter uma posição nos instrumentos financeiros, emitir a opinião sem divulgar essa posição e seguidamente tirar proveito do impacto da divulgação dessa opinião.

A violação das regras relativas à omissão de divulgação de conflitos de interesses nas recomendações de investimento dá-se pelo facto simples dessa omissão, ainda que, após a divulgação, não haja qualquer aproveitamento do impacto causado com a divulgação (ou, até, independentemente de qualquer impacto).

c) Negociação algorítmica: artigo 12.º, n.º 2 alínea c)

Não obstante a manutenção da definição de manipulação de mercado que constava da MAD de 2003, o MAR acrescenta um exemplo de manipulação na alínea c) do n.º 2 do seu artigo 12.º destinado a abranger estratégias de negociação algorítmica e de alta frequência.

A novidade deste exemplo é que a estratégia é qualificada como manipuladora, não apenas nas situações em dela resultem indicações falsas ou enganosas quanto à oferta ou procura dos instrumentos financeiros, mas também naqueles casos em que a referida estratégia tenha como efeito perturbar a negociação ou dificultar a identificação por outras pessoas de verdadeiras ordens – 12.º, n.º 2, alínea c), pontos i) e ii).

III. SÍNTESE DAS ALTERAÇÕES

A alteração de relevo no conteúdo do regime do abuso de mercado é a do **alargamento do seu âmbito de aplicação** a instrumentos financeiros negociados em MTF e OTF, às licenças de emissão e, no caso da manipulação de mercado, também a contratos sobre mercadorias e a índices.

No demais, o novo MAR, não obstante o intenso debate realizado antes e após a apresentação das propostas pela Comissão Europeia, pouco alterou da estrutura essencial do regime desenhado pela MAD. A dupla relevância da definição de informação privilegiada manteve-se, o mesmo sucedendo quanto às condições de diferimento, com exceção de alguns afinamentos descritos no ponto seguinte. A definição de manipulação de mercado também não foi, no essencial, alterada.

Para além da questão do âmbito de aplicação, as alterações não são, portanto, de fundo. Contudo foram acrescentados ou alterados alguns aspetos que seguidamente se enunciam, incluindo também aqueles já referidos ao longo do texto:

- a) Sondagens de mercado: possibilidade de comunicação de informação privilegiada antes do anúncio de uma operação, no contexto de uma interação com investidores destinada a avaliar o interesse e as possíveis condições de uma operação de alienação de instrumentos financeiros (11.º);
- b) Referência à negociação algorítmica e descrição de algumas estratégias específicas nesse contexto - 12.º, n.º 2, al. c);
- c) Alterações às condições para o diferimento da divulgação de informação privilegiada: comunicação ao regulador da decisão de diferimento no momento da divulgação (17.º, n.º 4. §3); autorização necessária, quando os emitentes são instituições de crédito ou financeiras nos casos de risco para a estabilidade do sistema financeiro - 17.º, n.º 5, d);
- d) Listas de *insiders*: modelos de listas a serem emitidos pela Comissão Europeia (18.º, n.º 9), por forma a reduzir o peso administrativo do dever;
- e) Comunicação de operações de dirigentes: inclusão do dever de os dirigentes comunicarem também instrumentos de dívida (e não apenas ações) e esclarecimento do tipo de operações

a notificar (19.º, n.ºs 1 e 7). O dever mantém-se a partir de €5.000 mas as legislações nacionais podem aumentá-lo para 20.000 (19.º, n.ºs 8 e 9);

f) Previsão de um período fechado a transações de dirigentes de 30 dias antes do anúncio de um relatório financeiro intercalar ou de um relatório anual (19.º, n.º 11);

g) *Whistle blowing*: proteção e sigilo das comunicações de suspeitas de infração e possibilidade de se prever incentivos financeiros a essas denúncias (32.º).³⁴

IV. A HARMONIZAÇÃO DO REGIME E DAS SANÇÕES

Finalmente, de grande relevância sobre o funcionamento do regime do abuso de mercado, é a questão da harmonização total das normas, através de um regulamento comunitário e da harmonização mínima das sanções. Não obstante este aspeto não estar relacionado com o conteúdo do regime (esse, como se referiu, não dista grandemente da MAD de 2003), o facto de o novo regime comunitário seguir a forma de regulamento impõe uma harmonização necessária do regime aplicável no espaço europeu, só limitada pelo facto de se continuar a prever a possibilidade de cada Estado membro, através do seu regulador, poder definir práticas de mercado aceites só vigentes no seu mercado (não obstante a necessidade de consulta aos demais reguladores).

Por outro lado, a previsão de limiares mínimos de molduras máximas de sanção poderá também ter como efeito a atenuação das disparidades existentes a esse nível. Esta preocupação não é, contudo, específica do regime do abuso de mercado, uma vez que esse esforço de harmonização é comum à maioria dos diplomas comunitários mais recentes no âmbito do mercado financeiro.

Esta harmonização quase total induz também dificuldades, uma vez que se está perante a definição de infrações e os ordenamentos jurídicos onde o regime irá vigorar enquadradas de modo não inteiramente coincidente: em alguns casos, as infrações no âmbito do abuso de mercado são infrações de natureza administrativa, noutros ordenamentos são crimes e, noutros, contraordenações.

É certo que o regime comunitário, por um lado, não contempla, em regra, normas de natureza processual, pelo que a diversidade de regimes processuais sempre poderá ser respeitada. Por outro lado, o princípio da legalidade, consagrado no artigo 49.º da Carta dos Direitos Fundamentais da União Europeia, é vigente em todo o espaço europeu, pelo que também quanto a este aspeto inexistem razões para haver divergência.

Todavia, não obstante a inexistência de normas de natureza processual e a aplicação generalizada do princípio da legalidade, o enquadramento sancionatório divergente (infrações administrativas, contraordenações, crimes) sempre dará origem a algumas diferenças.

Aliás, a consideração dessas diferenças resulta evidente do abandono da ideia inicial da proposta de consagrar simultaneamente crimes e infrações administrativas (ou contraordenações, no caso dos ordenamentos jurídicos onde estas vigoram). Na versão final do MAR, conforme resulta do disposto no artigo 30.º, n.º 1 §2, os Estados membros têm a possibilidade de, caso criminalizem os comportamentos descritos no MAR, não prever para esses comportamentos sanções administrativas.

CONCLUSÃO

O breve percurso realizado pelo regime europeu do abuso de mercado publicado em 2014 incidiu essencialmente sobre o regime constante do MAR, o novo Regulamento Comunitário n.º 596/2014 sobre abuso de mercado, dado que, não obstante a publicação simultânea de

³⁴ Em Portugal, esse regime foi consagrado, através da inclusão, pela Lei 28/2017, dos artigos 368.º-A a 386.º-E no Código dos Valores Mobiliários. Não foi prevista a possibilidade de qualquer incentivo financeiro.

uma diretiva sobre abuso de mercado, o essencial do regime europeu está contido no Regulamento e é nele que se refletem os resultados do debate sobre as diretivas do abuso de mercado que se iniciou em 2007.

O debate sobre a MAD de 2003 havia incidido com muita intensidade sobre a questão da dupla relevância do conceito de informação privilegiada e sobre o dever de divulgação desta informação a cargo dos emitentes. A versão final do regulamento comunitário publicado em 2014 manteve o regime tal como tinha sido desenhado pela MAD, o mesmo sucedendo, no essencial, quanto à definição da generalidade dos deveres incluídos no âmbito do abuso de mercado, sem embargo de algumas novidades assinaladas neste texto.

Aquilo que verdadeiramente traduz uma alteração muito relevante quando ao regime anterior é, na verdade, o alargamento do seu âmbito de aplicação, agora estendido a instrumentos financeiros não negociados em mercado regulamentado e, no que às proibições de manipulação respeita, também a contratos de mercadorias à vista e a condutas relativas a índices de referência.

Não se trata, assim, de um novo regime europeu do abuso de mercado quanto ao conteúdo mas antes da atribuição de um novo âmbito ao regime já existente.

Esta alteração é, todavia, de relevo, na medida em que coloca sob o controlo das regras relativas ao abuso de mercado um número muito maior de condutas e de intervenientes.

A outra grande novidade é a harmonização de regras, das quais decorre a previsão de infrações através de regulamento comunitário. Não obstante o objetivo da MAD de 2003 ser já o da harmonização do regime europeu, as decisões concretas quanto ao texto da transposição eram deixadas a cada Estado membro que, assim, o podia adaptar às especificidades do seu sistema sancionatório.

Essa modalidade tinha o risco de induzir divergências no tratamento jurídico das mesmas situações ao nível europeu, sendo também mais demorada a entrada em vigor do regime, uma vez que dependia da transposição pelos Estado membros.

A opção por um regulamento comunitário afasta certamente estes inconvenientes mas, atenta a novidade do modelo, está, ainda por verificar o nível de dificuldade que decorrerá da integração de uma definição uniforme de infrações em ordenamentos jurídicos com sistemas sancionatórios diferentes.

É o que muito em breve teremos oportunidade de observar.