

Ao Gabinete do Secretário
de Estado do Tesouro e Finanças
A/C Exma. Senhora
Dra. Susana Larisma
Chefe de Gabinete
Av. Infante D. Henrique, n.º 1
1149-009 Lisboa
Endereço electrónico: gabinete.seatf@mf.gov.pt

Lisboa, 1 de Agosto de 2016

N/ Ref.^a: AEM/ASF/640

Assunto: Comentário ao Projecto de transposição da Directiva n.º 2014/57/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Abril de 2014 e de adaptação do direito interno ao Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Abril de 2014, relativos ao abuso de mercado

Exmos. Senhores,

A AEM – Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado (“**AEM**”), na sua qualidade de representante das empresas emitentes portuguesas, vem, pela presente, contribuir com sugestões e comentários para a melhoria do Projecto de transposição da Directiva n.º 2014/57/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Abril de 2014 (“**MAD**”) e de adaptação do direito interno ao Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Abril de 2014 (“**MAR**”), relativos ao abuso de mercado (“**Projecto de Transposição e Adaptação**”), o qual nos foi gentilmente facultado por V. Exas. tendo em vista a nossa leitura prévia.

Previamente, cumpre notar que os comentários que apresentamos reflectem a posição das empresas associadas da AEM que se pronunciaram sobre as matérias em causa; sem prejuízo, importa referir que, mercê do período do ano em que a consulta se realiza, no momento em que fechamos a presente Posição algumas empresas associadas não tiveram ainda a possibilidade de concluir a respectiva ponderação interna pelo que as respectivas posições finais, na eventualidade de entenderem adequado endereçar as mesmas à Secretaria de Estado, poderão não coincidir, no todo ou em parte, com a Posição agora apresentada pela AEM.

Do mesmo modo, e como sempre acontece, a apresentação da presente Posição não preclude nem prejudica, de nenhum modo, a possibilidade de cada uma das empresas associadas, designadamente em questões de pormenor, e/ou atinentes à sua situação particular, apresentar directamente ao Governo de Portugal os seus eventuais contributos adicionais.

Neste contexto, a AEM entende dever expor os seguintes principais comentários:

A. O Projecto de Transposição e Adaptação

Na tutela da defesa dos interesses dos seus associados, a AEM analisou o Projecto de Transposição e Adaptação, bem como as disposições da MAD e do MAR, com especial enfoque para as normas que concedam aos Estados-Membros alguma discricionariedade na transposição e/ou no processo de adaptação do direito nacional aos referidos diplomas.

O comentário de índole geral que se impõe transmitir nesta sede, prende-se com a extrema preocupação da AEM e dos seus associados em face do actual teor do Projecto de Transposição e Adaptação, o qual em muito extravasa o disposto no MAR e na MAD, em especial no que respeita a matérias de índole penal, com claro prejuízo do mercado de capitais português e do *level playing field* comunitário que se pretende criar

em matéria de regulação e de punição do abuso de mercado, tudo nos termos melhor explicitados *infra*.

A.1. Alterações relevantes

O MAR e a MAD introduzem mudanças muito relevantes e com significativos impactos em áreas de especial interesse para a AEM e para as sociedades cotadas.

O MAR é um diploma de harmonização máxima, estabelecendo desde logo, no seu considerando 5, o declarado propósito de garantir a aplicação directa e uniforme de exigências em matéria de abuso de mercado, especificamente através da introdução destas sob forma de um Regulamento, evitando os requisitos nacionais divergentes que resultam da transposição de uma Directiva. Assim, não é deixada margem ao legislador nacional para introduzir alterações aos preceitos do mesmo, pelo que, na leitura feita, o Projecto de Transposição e Adaptação parece limitar-se a adaptar o direito interno na medida do previsto no MAR.

Analisando o Projecto de Transposição e Adaptação, a AEM detectou, no entanto, situações em que o legislador, no contexto de transposição da MAD, vem introduzir alterações ao direito interno que não resultam de exigências daquela Directiva.

Esta opção suscita enorme preocupação e merece reparo, atento o objectivo proclamado, de uniformização de exigências em matéria de abuso de mercado no plano europeu, e acarreta prejuízo significativo para o mercado de capitais português, ao aumentar exponencialmente o risco jurídico e o risco-país associados a Portugal, sem contrapartida válida para os emitentes, os investidores e os demais operadores do mercado.

De facto, num sector tradicionalmente transnacional como é o caso do mercado de capitais, uma decisão desta natureza terá como consequência a fuga de emitentes, investidores e outros operadores de mercado, atento o risco acrescido e injustificado que para estes implicará operar em ou a partir de Portugal, em face dos regimes menos exigentes – pese embora igualmente robustos e credíveis – dos demais Estados-Membros que optem - e bem - por não fazer *gold-plating* na transposição e adaptação do pacote MAR/MAD.

Neste contexto, a AEM sugere veementemente que esta posição estratégica seja revista, sem contempações, como forma de melhor servir o interesse nacional, nos termos que a seguir melhor se detalham.

A.2. Normas penais mais rigorosas, coimas superiores a 10% do volume de negócios e punição da negligência

A MAD estabelece, no seu artigo 7.º, n.º 1, conjugado com os artigos 3.º a 5.º, a obrigação de os Estados-Membros tomarem as medidas necessárias para garantir que constituam infracções penais, pelo menos, em casos graves e quando cometidas com dolo, as infracções de abuso de informação privilegiada e recomendação ou indução de terceiros à prática de abuso de informação privilegiada, transmissão ilícita de informação privilegiada e manipulação de mercado.

O artigo 6.º, n.º 1, da MAD prevê que constituam também infracções penais a instigação e a cumplicidade na prática de infracções de abuso de informação privilegiada, de transmissão ilícita de informação privilegiada e de manipulação de mercado.

O artigo 6.º, n.º 2, da MAD estabelece ainda, por remissão, que devem constituir infracções penais as tentativas de manipulação de mercado e de abuso de informação privilegiada, incluindo, neste último caso, a utilização de recomendações ou induções de

terceiro a cometer abuso de informação privilegiada, quando a pessoa que utiliza tais recomendações ou induções sabe que aquelas se baseiam em informação privilegiada.

O artigo 7.º, n.º 1, da MAD prevê também que a estas infracções devem ser aplicadas sanções penais efectivas, proporcionais e dissuasoras, sendo indicadas nos n.ºs 2 e 3 do artigo 7.º as penas máximas *mínimas* que lhes devem ser aplicadas.

O artigo 7.º, n.º 2, da MAD estabelece que os crimes de abuso de informação privilegiada e de recomendação ou de indução de terceiros à prática de abuso de informação privilegiada, bem como o crime de manipulação de mercado, sejam puníveis com uma pena máxima de prisão não inferior a 4 anos.

Já os crimes de transmissão ilícita de informação privilegiada devem, nos termos do n.º 3 do mesmo artigo, ser puníveis com uma pena máxima de prisão não inferior a 2 anos.

Os preceitos supracitados fixam os requisitos mínimos que cada Estado-Membro tem de cumprir nesta matéria e que a AEM recomenda vivamente que sejam mantidos e observados no seus exactos termos, sem criação injustificada de medidas penais mais exigentes, claramente excessivas e já fora do âmbito da transposição da Directiva.

Na verdade, considerando a situação do mercado nacional à data de hoje, não se encontra razão para uma intervenção violenta do Estado, através da adição de novos tipos criminais, ou do alargamento dos existentes, sem paralelo nos ordenamentos jurídicos congéneres.

Aliás, sabendo-se que a matéria dos crimes de mercado tem recebido uma forte influência e matriz europeia, não parece curial que, no momento em que a harmonização europeia dá passos decisivos no sentido de um maior grau de convergência, o direito português pretenda seguir um caminho diverso, em prejuízo do próprio mercado nacional.

Face ao exposto, é entendimento da AEM que a presente oportunidade deve ser aproveitada para, no contexto do Projecto de Transposição e Adaptação:

- a) Adotar as penas máximas *mínimas* previstas na MAD, em vez de se optar pela manutenção e /ou introdução *ab initio*, ora preconizada, de penas máximas mais elevadas do que as penas máximas *mínimas* previstas na MAD.

Nesta matéria, note-se que o Projecto de Transposição e Adaptação, na sua versão actual, se propõe manter as penas máximas mais elevadas que já resultavam do disposto no artigo n.º 378, n.ºs 1 e 2, do Código dos Valores Mobiliários (“CVM”), e que estabelecem uma pena máxima de 5 anos para o crime de abuso de informação.

O Projecto de Transposição e Adaptação, na sua versão actual, contempla ainda a introdução nova de penas máximas de 8 anos através de alterações e aditamentos aos artigos 379.º, n.º 2, e 379-A, n.º 2, do CVM, relativos a crimes de manipulação de mercado em que se provoque ou contribua para a alteração artificial do regular funcionamento do mercado, e do artigo 379.º-E, n.º 2, do mesmo Código, relativo ao crime de uso de informação falsa ou enganosa na captação de investimento quando forem efectivamente subscritos ou comercializados valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, obtidos investimentos ou recebidos financiamentos.

Pelas razões *supra* expostas estas opções são altamente criticáveis, não se vislumbrando qualquer vantagem na sua manutenção, pelo que a AEM sugere a sua supressão e a consagração da solução supramencionada de adopção das penas máximas *mínimas* previstas na MAD.

- b) Suprimir, integralmente, a punição do crime negligente de uso de informação falsa ou enganosa na captação de investimento, no âmbito da manipulação do mercado, que o Projecto de Transposição e Adaptação, na sua versão actual, vem propor, indo muito para além do exigido pela MAD, com o aditamento do artigo n.º 379.º-E, n.º 3, do CVM.

A MAD, como referimos *supra*, exige apenas a punição de crimes cometidos com dolo, o que deve ser mantido e salvaguardado no plano nacional no processo de transposição e adaptação do pacote MAD/MAR, sob pena de prejuízo injustificado para o mercado de capitais português, com aumento exponencial do risco jurídico e do risco-país, e sem qualquer contrapartida válida para os emitentes, os investidores e os demais operadores do mercado.

- c) Suprimir, integralmente, a contraordenação muito grave prevista na alínea e) do n.º 1 do projectado artigo 399.º-A.

A referida alínea estabelece que constitui contraordenação muito grave “a violação do regime de divulgação de operações de dirigentes”, e a alínea g) do n.º 2 define como contraordenação grave “a violação do regime de notificação de operações efetuadas pelos dirigentes de emitentes de instrumentos financeiros ou por pessoas estreitamente relacionadas com eles”.

O regime de notificação de operações pelos dirigentes e pessoas estreitamente relacionadas com eles refere-se à notificação de operações que estes têm que fazer ao emitente e à CMVM nos termos do artigo 19.º, n.º 1 do MAR e da remissão da nova redacção do n.º 1 do artigo 248.º-B [cuja infracção está sancionada como contraordenação grave nos termos da alínea g) do n.º 2 deste artigo].

Face ao exposto, não se identifica qual poderá ser a violação do regime de divulgação de operações de dirigentes sancionada como contraordenação muito grave na alínea e) do n.º 1 do projectado artigo 399.º-A, considerando que a divulgação de operações dos dirigentes e das pessoas estreitamente relacionadas é da responsabilidade da CMVM, segundo a redacção proposta para o n.º 2 do artigo 248.º-B.

- d) Suprimir, integralmente, a referência inicial da frase “Sem prejuízo de eventual responsabilidade criminal (...)”, no projectado artigo 248.º-B.

De facto, constatando-se que a responsabilidade contraordenacional associada à violação desta proibição está prevista no novo artigo 399.º-A n.º 1, alínea *f*), não existe, no entanto, qualquer previsão sobre a responsabilidade criminal associada à mesma.

Por outro lado, considerando que esta matéria não se encontra caracterizada, no âmbito da Directiva MAD como devendo constituir infracção penal e que apenas se encontra prevista a sujeição da referida infracção a uma sanção administrativa [nos termos do art. 30.º, n.º 1, alínea a), do MAR, não existe nem deve existir qualquer sanção penal associada à mesma.

- e) Alterar o disposto no projectado artigo 388.º, n.º 2, do CVM, na redacção dada pelo Projecto de Transposição e Adaptação, que vem criar medidas de coima que extravasam os 10% do volume de negócios.

Sobre esta matéria cabe mencionar que este critério é especialmente penalizador para as empresas, sem razão material justificativa e que uma moldura contraordenacional superior a 10% do volume de negócios não só é absolutamente desproporcionada como não encontra paralelo em qualquer outra legislação sectorial ou transversal, o que, novamente, é potenciador de assimetrias internas e externas.

- f) Alterar igualmente o disposto no projectado artigo 378.º.

De facto, a nova redacção do respectivo n.º 5 mostra-se injustificadamente mais ampla que a redacção da alínea d) do n.º 1 do artigo 7.º do MAR.

Deste modo, a redacção deste número deve referir-se à “*informação veiculada por clientes e relativa a ordens pendentes dos mesmos respeitantes a instrumentos financeiros*”, conforme previsto no MAR, e não, na redacção

proposta no n.º 5, à “*informação relativa a ordens pendentes sobre valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros transmitidas por clientes de intermediários financeiros*”, a qual pode ser entendida como materialmente diferente e mais abrangente.

No limite, a redacção proposta parece permitir interpretações de que toda e qualquer ordem transmitida por um cliente constitui informação privilegiada, o que, obviamente, não é o objectivo da disposição correspondente do MAR.

Verifica-se igualmente que a redacção do n.º 6 artigo 378.º não corresponde à definição da alínea b) do n.º 1 do artigo 7.º do MAR, circunstância que poderá criar dificuldades na aplicação deste preceito.

Tratando-se de um Regulamento UE, diploma de harmonização máxima, não pode existir fonte interna que, sem sentido diferente, procure delimitar o que se entende por informação privilegiada relativa a instrumentos derivados sobre mercadorias.

Pelo que, quaisquer conceitos e/ou definições a introduzir no Código dos Valores Mobiliários, *e.g.* por uma questão de organização e sistematização, devem respeitar o teor do Regulamento UE.

Os exemplos acima elencados como carecendo de revisão e modificação espelham um padrão de actuação do legislador nacional que, em nosso entender, é parcial e altamente criticável.

De facto, de forma recorrente, a legislação nacional aproveita a flexibilidade das normas europeias para agravar os regimes aplicáveis em Portugal, muitas vezes em prejuízo das empresas portuguesas e do mercado de capitais nacional, mas raramente aproveita essa flexibilidade no sentido inverso, ou seja, quando está em causa a possibilidade de introdução, na legislação nacional, de regimes mais favoráveis susceptíveis de apresentar contrapartidas mais válidas para os emitentes, os investidores e os demais operadores do mercado.

Ora, em prol da competitividade do mercado de capitais português, de uma vez por todas, urge interromper o padrão, injustificado, parcial e contrário ao interesse público, de agravamento dos regimes e regras comunitários aquando da sua transposição e/ou adaptação ao direito nacional.

A.3. Outros Comentários ao Projecto de Transposição e Adaptação

O artigo 248.º-A, n.º 3 do CVM na redacção dada pelo Projecto de Transposição e Adaptação, determina a comunicação à CMVM da decisão de diferimento da divulgação de informação privilegiada, sem especificar o momento em que a mesma deve ocorrer.

Entende a AEM, e salvo melhor opinião é este o entendimento que norteará a actuação das sociedades cotadas, que essa comunicação só ocorrerá com a divulgação da informação ao mercado, aspecto que, contudo, importa prever e acautelar expressamente.

A.4. Comentários Gerais – Articulação com a Regulamentação da CMVM

Por último, nesta matéria, persiste um ponto da maior importância, e que carece de esclarecimento urgente, a saber, a necessidade de articulação entre o presente Projecto de Transposição e Adaptação e a regulamentação da CMVM, em particular o Regulamento da CMVM n.º 5/2008 sobre Deveres de Informação.

Não cabendo, na presente Resposta, proceder à análise desenvolvida das eventuais situações de divergência entre o teor do Regulamento UE, do presente Projecto e do citado Regulamento da CMVM, deve enfatizar-se que, de acordo com a melhor técnica jurídica, é entendimento da AEM que todas as disposições do referido Regulamento da

CMVM que sejam contrárias ao MAR (e, posteriormente, ao diploma de transposição da MAD) se encontram caducadas e deixaram de produzir efeitos desde o dia 3 de Julho de 2016.

Sem prejuízo, a certeza e a segurança jurídicas ditam que seja feito o exercício de concatenação e de conformidade entre os vários diplomas em presença.

Neste contexto, aliás, julgamos que terão ainda de ser revistos e adaptados os seguintes elementos produzidos pela CMVM:

- Recomendações sobre Relatórios de Research,
- Entendimentos sobre Divulgação de Informação Privilegiada,
- Entendimentos e Comunicação de Operações Suspeitas,
- Guias e Formulários e Procedimentos de Supervisão de Informação, e
- Entendimentos conjuntos da CMVM, AFM, AMF e CBFA sobre Manipulação de Mercado.

Como é conhecido, no quadro das regras comunitárias sobre o abuso de mercado, até ao momento, a CMVM apenas fez publicar uma nota de enquadramento “sobre a entrada em vigor do regulamento do abuso de mercado – regulamento (UE) n.º 596/2014 (MAR)”, iniciativa que não parece suficiente para assegurar a necessária segurança jurídica dos operadores no mercado.

Nestes termos, aproveitamos a oportunidade da presente consulta para solicitar à Secretaria de Estado do Tesouro e Finanças que, em articulação com a CMVM diligencie no sentido do completo esclarecimento dos eventuais pontos de divergência, e da revogação das normas regulamentares que possam contrariar ou desvirtuar o conteúdo do Regulamento UE, assegurando a completa e indispensável certeza e segurança jurídica nesta matéria.

B. Conclusões

Atento o acima exposto, a AEM não tem, neste momento e no que respeita ao MAR, outros comentários específicos a fazer ao Projecto de Transposição e Adaptação, já que apesar da enorme relevância do tema, estamos perante um diploma de harmonização máxima.

Quanto à transposição da MAD, verificou-se que o legislador nacional pretende manter penas máximas mais elevadas que os máximos *mínimos* estabelecidos pela referida Directiva, estabelecendo ainda novas penas máximas igualmente mais elevadas que as exigidas por aquela, e prevendo ainda a punição do crime negligente de uso de informação falsa ou enganosa na captação de investimento, no âmbito da manipulação do mercado, indo além do requisito mínimo de punição prevista na MAD, que visa apenas os crimes cometidos com dolo.

Conforme *supra* se explicou, esta opção legislativa, pela gravidade das suas consequências, merece o reparo veemente e suscita a profunda preocupação da AEM e das sociedades cotadas já que terá como consequência inelutável a penalização injustificada do mercado de capitais português e do *level playing field* comunitário que se pretende criar em matéria de regulação e de punição do abuso de mercado, podendo mesmo constituir um passo decisivo para o definhamento do mercado de capitais nacional.

Na perspectiva do Direito em acção, a preocupação central deve ser a de conferir eficácia às normas penais existentes, e à actuação da supervisão, de modo a contramotivar a ocorrência de delitos mobiliários.

Mas o objectivo não pode nem deve ser o de, pura e simplesmente, desincentivar qualquer actividade económica por parte dos agentes no mercado, como é o caso, para citar o exemplo mais grave, do projectado artigo n.º 379.º-E, o qual, a concretizar-se nos termos apresentados, poderá ter como efeito a cessação de muitas iniciativas de captação de investimentos e de colocação de valores mobiliários, ou de captação de financiamento por outros meios, face aos riscos que decorrem de uma previsão criminal

tão extensa e exorbitante como a ali prevista, dessa forma causando, o legislador, sérios prejuízos não apenas ao mercado mas à economia portuguesa como um todo.

Em prol da competitividade do mercado de capitais português, a AEM insta o Estado português a interromper o padrão, injustificado, parcial e contrário ao interesse público, de agravamento dos regimes e regras comunitários aquando da sua transposição e/ou adaptação ao direito nacional, sob pena de prejuízo grave para o mercado de capitais português, com aumento exponencial do risco jurídico e do risco-país, e sem qualquer contrapartida válida para os emitentes, os investidores e os demais operadores do mercado.

Com os nossos melhores cumprimentos,

Pela Direcção

Abel Sequeira Ferreira
Director Executivo