



UNIVERSIDADE D
COIMBRA

Eulália Maria Dias Cravo

A MANIPULAÇÃO DE MERCADO NO CONTEXTO DOS MERCADOS DE DERIVADOS DE ENERGIA EUROPEUS

Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra no âmbito do 2.º Ciclo de Estudos em Direito (conducente ao grau de Mestre), na área de especialização em Ciências Jurídico-Empresariais, com menção em Direito Empresarial, orientada pelo Professor Doutor Alexandre Miguel Cardoso Soveral Martins.

Outubro de 2020



FACULDADE DE DIREITO
UNIVERSIDADE D
COIMBRA

Eulália Maria Dias Cravo

**A Manipulação de Mercado no Contexto dos Mercados
de Derivados de Energia Europeus**

***Market Manipulation in the Context of European Energy
Derivatives Markets***

Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra no âmbito do 2.º Ciclo de Estudos em Direito (conducente ao grau de Mestre), na área de especialização em Ciências Jurídico-Empresariais, com menção em Direito Empresarial, orientada pelo Professor Doutor Alexandre Miguel Cardoso Soveral Martins.

Outubro de 2020

Esta dissertação foi redigida segundo o antigo Acordo Ortográfico.

Agradecimentos

É do fundo do coração que dedico, em primeiríssimo lugar, um enorme e sentido agradecimento aos meus pais. À minha querida mãe, que com a sua infinita paciência, sempre foi um ouvido atento e deu o alento necessário para continuar este caminho nas horas mais dúbias. Ao meu sólido pai, que como uma âncora de um navio, nunca me deixou à deriva, prendendo-me ao bom porto de que o difícil sempre terá a sua recompensa devida.

De seguida, à minha tia e à minha avó, uma sempre lembrando que a vida não é só um apego aos livros e que tanto há no mundo para descobrir e apreciar, a outra sendo um exemplo de coragem e dedicação à vida que escolheu traçar, nunca se vendo esta alma desistir por mais amarguras que se lhe achessem na vida.

Não esqueço também os meus avós que já partiram. Embora já não tenham chegado a ver-me nesta etapa da minha vida académica, acredito plenamente no sentimento de orgulho que os encheria e ainda hoje os tomo também como exemplo de pessoas que nunca baixaram os braços, sempre avançando e inovando para construírem a vida simples mas confortável que levaram.

Dedico também um beijinho e um abraço apertado de agradecimento a todos os meus amigos que atravessaram esta fase comigo. Impossível será nomeá-los pois fui abençoada com uma boa maquia deles, sempre dispostos a ouvir sobre o que eu escrevia, por menos que entendessem sobre o assunto, só para eu ter a oportunidade de tagarelar um pouco sobre esta parte que tão ocupou a minha vida.

Agradeço imensamente a confiança depositada e as orientações atentas do Professor Doutor Alexandre Soveral Martins, que sempre se mostrou simpaticamente disponível para quaisquer esclarecimentos, assim como aos doutores Fernando Reis Godinho e Rui Simões que, além da oportunidade de estagiar no seu escritório, sempre se mostraram totalmente compreensivos quando se revelou necessário tomar mais algum tempo para me dedicar à redacção desta dissertação.

Por fim, embora não se descure significado, um grande obrigado a todas as pessoas com quem me cruzei no meu percurso académico na excepcional Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. Levo um bocadinho enorme do espaço e das pessoas no meu coração, a par de todos os seus ensinamentos.

Resumo

O objectivo desta dissertação será abordar a manipulação de mercado da perspectiva dos mercados de derivados de energia. A questão central é a seguinte: que consequências acarreta uma manipulação de mercado no contexto da energia, especialmente no caso dos problemáticos instrumentos financeiros que os derivados já revelaram ser para os mercados financeiros?

No sentido de se compreender um tipo de instrumentos financeiros cuja influência na vida do cidadão comum é usualmente desconhecida, esta dissertação procura alertar para os malefícios de uma manipulação no seio dos mercados que procedem à transacção de contratos de derivados relacionados com a energia.

Desta forma, perceber-se-á os contratos de derivados, quer de um modo geral quer de um modo mais direccionado para a energia, voltando o pensamento para a legislação aplicável aos mesmos, a definição dos variados aspectos que constituem o contrato, modalidades existentes, funções associadas, e ainda a nomeação dos principais interessados nestes instrumentos financeiros. Assim como se procederá ao conhecimento de mercados de energia europeus próximos, nomeadamente o britânico e o norueguês, que serviram de exemplo à criação do MIBEL, o Mercado Ibérico de Energia Eléctrica, que une Portugal e Espanha em várias vertentes. De seguida, entrar-se-á no tema central da manipulação de mercado, explorando as características, tipos, consequências e prevenção da mesma a nível europeu, com exemplos de situações já ocorridas, questionando-se ainda o desempenho dos vários reguladores que aqui se inserem.

Palavras-chave: manipulação de mercado; derivados de energia; mercados financeiros; MIBEL; contratos de derivados; entidades reguladoras.

Abstract

The aim of this thesis is to approach market manipulation from the perspective of energy derivatives markets. The main question is: what consequences brings market manipulation in the energy context, especially with the problematic financial instruments which derivatives revealed to be for financial markets?

Aiming to comprehend a type of financial instruments which such influence in the life of the common citizen is usually unknown, this dissertation wants to raise awareness for the harm of a manipulation within the markets that proceed to transact derivatives contracts related to energy.

Therefore, we will understand the derivatives contracts, in a general way and in a more directed way to energy, turning some thought to the applicable legislation, the definition of the various aspects that constitute the contract, existent modalities, associated functions, and also nominate the key stakeholders of these financial instruments. As well as we will proceed to know the proximate European energy markets, in particular the British and Nordic ones, which were an example to create MIBEL, the Iberian Market of Electric Energy, which unites Portugal and Spain in various dimensions. Following that, we will enter the main theme of market manipulation, exploring the characteristics, types, consequences and prevention of it at an European level, with examples of situations that had already taken place, questioning the performance of the regulatory authorities which belong here.

Key-words: market manipulation; energy derivatives; financial markets; MIBEL; derivatives contracts; regulatory authorities.

Siglas e Abreviaturas

ACER – Agency for the Cooperation of Energy Regulators

BETTA – British Electricity Trading and Transmission Arrangements

CE – Comunidade Europeia

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CNMV – Comisión Nacional del Mercado de Valores

CNMC – Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia

CVM – Código dos Valores Mobiliários (atualizado)

DMIF – Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros

EFET – European Federation of Energy Traders

ERSE – Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos

ESMA – European Securities and Markets Authority

FCA – Financial Conduct Authority

IOSCO – International Organization of Securities Commissions

ISDA – International Swaps and Derivatives Association

LIBOR – London Interbank Offered Rate

MIBEL – Mercado Ibérico de Energia Eléctrica

MIBGAS – Mercado Ibérico do Gás Natural

NETA – New Electricity Trading Arrangements

OFGEM – Office of Gas and Electricity Markets

OMC – Organização Mundial do Comércio

OMIClear – Câmara de Compensação e Contraparte Central do OMIP e MIBGAS

OMIE – Operador do Mercado Ibérico de Energia – Pólo Espanhol

OMIP – Operador do Mercado Ibérico de Energia – Pólo Português

UE – União Europeia

Índice

Introdução.....	10
I. Os Contratos de Derivados de Energia.....	12
1. Legislação aplicável.....	12
a) Nacional.....	12
b) Europeia.....	15
c) Outra.....	19
2. Definição do Contrato.....	24
3. Modalidades.....	28
4. Funções.....	32
5. Principais interessados.....	34
II. Os Mercados de Derivados de Energia.....	37
1. Breve resenha histórica.....	37
2. O Mercado Ibérico de Energia Eléctrica (MIBEL) e os seus pólos.....	44
III. A Manipulação de Mercado no Contexto dos Mercados de Derivados de Energia Europeus.....	49
1. Características.....	50
2. Tipos.....	55
3. Consequências.....	59
4. Prevenção.....	72
IV. Os Reguladores do Mercado de Derivados de Energia Português.....	78
1. A nível nacional.....	79
2. A nível europeu.....	84
3. Análise crítica ao desempenho dos reguladores.....	90

Conclusão.....	95
Bibliografia.....	98
<i>Sites</i>	105
Legislação.....	111
Jurisprudência.....	121

“Tudo é complexo para quem pensa, e sem dúvida o pensamento o torna mais complexo por volúpia própria. Mas quem pensa tem a necessidade de justificar a sua abdicação com um vasto programa de compreender, exposto, como as razões dos que mentem, com todos os pormenores excessivos que descobrem, com o espalhar da terra, a raiz da mentira.”

Em “Livro do Desassossego” de Fernando Pessoa

Introdução

A manipulação dos mercados financeiros não será certamente uma novidade nem uma preocupação recente. Já na segunda metade do século XX se procurava combater¹ as práticas que teriam como objectivo influenciar de forma abusiva o comportamento dos mercados e que, conseqüentemente, viriam a trazer prejuízo para uns a par de ganhos indevidos para outros².

Para não se enveredar apenas por um caminho já tão traçado, todavia sempre merecedor de atenção pela natural aptidão do Homem para arranjar novas formas de contornar o sistema em seu benefício, revelou-se então importante a conexão deste tema com um outro particularmente actual: os derivados de energia. Por uma questão prática, focar-se-á, em específico, nos derivados referentes à electricidade, porém existe toda uma panóplia deles ligados ao gás natural ou ao petróleo, entre outros.

Nascidos no seio dos derivados de *commodities*, os produtos financeiros relacionados com o ramo da energia deveriam ter um interesse superior pelo papel primordial que ela hoje representa na nossa sociedade. A influência que um tipo de mercado como este pode ter na vida privada de todos nós é para muitos desconhecida e desta forma se propõe uma análise crítica às práticas manipulativas de mercado que poderão ocorrer aqui em específico, assim como ao papel dos (vários) reguladores da área.

Para tal, será necessário trilhar um percurso lógico.

Em primeiro lugar, procurar-se-á compreender essencialmente o que são os contratos de derivados de energia, passando pelos vários tipos negociados nesta área, constituindo a base do mercado que tratamos nesta investigação. Uma breve explanação de quem são os principais interessados neste tipo de mercado leva ao entendimento de que este não é explorado por qualquer pessoa ou entidade, *a contrario* de outros mercados de derivados na generalidade.

¹ SWAN, Edward J.; VIRGO, John, *Market Abuse Regulation [e-book]*, 2019. Consultado a 9 de Outubro de 2019. Disponível em:

<https://olrl.oup.com/view/10.1093/law/9780198759256.001.0001/law-9780198759256-chapter-1#law-9780198759256-chapter-1-div1-2>

² MENEZES CORDEIRO, A. Barreto, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2018, p. 388.

De seguida, tendo-se falado na mencionada base do mercado de derivados de energia, tratar-se-á então das origens e funcionamento deste mercado em si mesmo, fazendo menção aos primeiros exemplos europeus em certos âmbitos. O mercado de energia inglês, com a sua estrutura inovadora para a época, e o *Nord Pool*, constituído pelos países escandinavos, são os exemplos que servirão de abertura para uma explicação sobre do que se trata o Mercado Ibérico de Energia Eléctrica, uma união entre Portugal e Espanha com o objectivo de promover a integração ao nível dos sistemas de electricidade³ e, mais recentemente, de gás natural⁴, através de um mercado comum.

Tomada a atenção nestes primeiros pontos de contextualização, entrar-se-á no tema central e nas várias questões que levaram à redacção deste texto. Quatro vertentes-chave farão parte: características, tipos, consequências, e prevenção da manipulação de mercado. Um apontamento a nível geral existirá em cada um, seguido por uma explicação direccionada para os mercados de derivados de energia. Conhecer-se-ão ainda alguns casos paradigmáticos de manipulação de mercado, tais como o da LIBOR, que abalou um pouco os alicerces do mundo financeiro, assim como o da Enron, empresa americana que colapsou, em consequência do seu envolvimento em práticas manipulativas no início deste milénio, e arrastou consigo a energia do estado californiano pela escuridão até se dar uma intervenção dos seus governantes.

Para completar a investigação, revelou-se sobremaneira interessante, tal como já foi anteriormente mencionado, voltar o olhar e o pensamento para os reguladores dos mercados de derivados de energia. Ora nacionais, ora europeias, as entidades reguladoras levantam várias perguntas relacionadas com o papel atribuído a cada uma delas assim como à relação entre si, e de que forma as respostas a estas serão ou não suficientes para as necessidades do sector.

³ FERREIRA, Ângela Paula; RAMOS, Jenice Gonçalves; FERNANDES, Paula Odete, «A Linear Regression Pattern For Electricity Price Forecasting in the Iberian Electricity Market», *Revista Facultad de Ingeniería, Universidad de Antioquia* [online], N.º 93 (2019), p. 117-127. Consultado a 11 de Setembro de 2019. Disponível em: <http://eds.a.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=3&sid=d1fb6c44-371c-4b3d-ae0e-7176b9f4f4bb%40sdc-v-sessmgr02>

⁴ OMIP, *New Iberian Natural Gas Service – OMIP & OMIClear* [online]. Consultado a 16 de Outubro de 2019. Disponível em: <https://www.omip.pt/en/publication/new-iberian-natural-gas-service-omip-omiclear>

I. Os Contratos de Derivados de Energia

Falar em contratos de derivados de energia é falar, antes de mais, de instrumentos financeiros derivados⁵. Desta forma, para se iniciar o estudo daquele tipo de contratos há que primordialmente compreender alguns aspectos gerais dos derivados em Portugal, e só depois se deve entrar em específico no que diz respeito à área da energia em cada campo que seguidamente se abre.

1. Legislação aplicável

a) Nacional

A primeira menção directa a este tipo de produtos financeiros em legislação portuguesa não ocorre simultaneamente com o primeiro e “pioneiro”⁶ Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991⁷, onde uma breve pesquisa demonstra de imediato que não se contou, de forma directa, com a existência dos recentes e inovadores⁸ instrumentos financeiros derivados. Porém, havia sempre referência, nos seus artigos 2.º e 3.º respectivamente, a “todos os valores mobiliários emitidos, negociados ou comercializados” em Portugal assim como a “acções, obrigações, títulos de participação e quaisquer outros valores, seja qual for a sua natureza ou forma de representação”, o que poderá ser um sinal indicativo, através desta última expressão, da (noção da) existência tímida de transacções de derivados no mercado português na altura.

⁵ Os instrumentos financeiros derivados são uma das três categorias essenciais de instrumentos financeiros, encontrando-se a par os instrumentos mobiliários, mais conhecidos por valores mobiliários, e os instrumentos monetários. Para se compreender melhor a diferença entre cada uma das categorias *vide* ENGRÁCIA ANTUNES, José A., «Os Derivados», *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários [online]*, Vol. 30, N.º 1 (2008), p. 91-136. Consultado a 6 de Outubro de 2020. Disponível em: <https://blook.pt/publications/fulltext/3efe8d25a7a0/>

⁶ Assim designado em MENEZES CORDEIRO, A. Barreto, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2018, p. 131.

⁷ DECRETO-LEI N.º 142-A/91, de 10 de Abril de 1991, *Código do Mercado de Valores Mobiliários [online]*. Consultado a 23 de Outubro de 2019. Disponível em: <https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/322323/details/maximized>

⁸ Para a altura, pois os derivados, tal como os conhecemos hoje, desenvolveram-se principalmente após a crise que abalou o sistema de Bretton Woods nos anos 70 do século XX. Em ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Instrumentos Financeiros*, 2018, p. 167 (nota de rodapé n.º 359).

Será apenas no ano de 1999, com a feitura do novo Código dos Valores Mobiliários⁹, que o legislador português irá prever expressamente, no artigo 2.º, n.º 4, a aplicação de alguns Títulos do Código aos instrumentos financeiros derivados, mesmo quando estes não fossem valores mobiliários. Desta forma, percebe-se que não existe margem para dúvidas quanto a uma melhor preparação para o uso dos derivados em Portugal já no final do século passado.

Hoje conhecemos o mesmo Código com uma lista, que percorre as alíneas c) a f) do n.º 1 do actual artigo 2.º, que nomeia os vários tipos de derivados que podem ser regulados por este regime. Esta especificação é fruto da participação de Portugal como Estado-membro na União Europeia, cuja Directiva 2004/39/CE¹⁰ relativa aos mercados financeiros, aplicada pelo Regulamento (CE) n.º 1287/2006¹¹ e Directiva 2006/73/CE¹², vem trazer grandes mudanças às legislações dos Estados-membros nesta matéria¹³. Assim, apenas conhecemos a transposição da mesma para o meio jurídico português em 2007¹⁴, sendo a

⁹ DECRETO-LEI N.º 486/99, de 13 de Novembro de 1999, *Código dos Valores Mobiliários, versão original [online]*. Consultado a 23 de Outubro de 2019. Disponível em:

http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_estrutura.php?tabela=lei_velhas&artigo_id=&nid=450&nversao=1&tabela=lei_velhas&so_miolo=

¹⁰ DIRECTIVA 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, *relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as Directivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Directiva 93/22/CEE do Conselho [online]*. Consultado a 23 de Outubro de 2019. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0039&from=PT>,

também conhecida pelo acrónimo DMIF I.

¹¹ REGULAMENTO (CE) N.º 1287/2006, da Comissão, de 10 de Agosto de 2006, *que aplica a Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito às obrigações de manutenção de registos das empresas de investimento, à informação sobre transacções, à transparência dos mercados, à admissão à negociação dos instrumentos financeiros e aos conceitos definidos para efeitos da referida directiva [online]*. Consultado a 23 de Outubro de 2019. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32006R1287&from=PT>

¹² DIRECTIVA 2006/73/CE, da Comissão, de 10 de Agosto de 2006, *que aplica a Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da actividade das empresas de investimento e aos conceitos definidos para efeitos da referida directiva [online]*. Consultado a 23 de Outubro de 2019. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32006L0073&from=PT>

¹³ Porém, volvidos dez anos desta Directiva mencionada, surge uma outra que a vem substituir, a Directiva 2014/65/UE, de novo referida a mais das vezes através do acrónimo DMIF II no meio. Em MENEZES CORDEIRO, A. Barreto, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2018, p. 137. E, para consultar a Directiva, DIRECTIVA 2014/65/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Maio de 2014, *relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Directiva 2002/92/CE e a Directiva 2011/61/UE [online]*. Consultado a 23 de Outubro de 2019. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=PT>

¹⁴ Através do DECRETO-LEI N.º 357-A/2007, de 31 de Outubro de 2007 *[online]*. Consultado a 23 de Outubro de 2019. Disponível em: <https://dre.pt/pesquisa/-/search/241222/details/maximized>

partir desse momento que nos é apresentada então a tal lista mencionada, sempre actualizada por legislação europeia posterior.

Porém, não será apenas no Código dos Valores Mobiliários português que encontraremos legislação nacional referente aos derivados. Outros instrumentos regulatórios revelam-se também importantes para a definição e utilização desses mesmos produtos financeiros em Portugal.

Será importante mencionar, como exemplos da dita legislação avulsa que podemos encontrar, o Decreto-Lei n.º 221/2000¹⁵, que veio transpor a Directiva 98/26/CE¹⁶ no respeitante a sistemas de pagamento, entretanto ultimamente alterado pelo Decreto-Lei n.º 85/2011¹⁷, pela exacta transposição da Directiva n.º 2009/44/CE¹⁸, assim como o Decreto-Lei n.º 40/2014¹⁹ que veio concretizar medidas adicionais para a prossecução dos ditames do Regulamento (UE) n.º 648/2012²⁰, relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transacções.

No que diz respeito à legislação específica referente à *energia*, Portugal detém também uma grande panóplia de instrumentos de regulação, ora emanados como leis, ora como decretos-lei, ora ainda como portarias e afins. Mais uma vez, apenas mencionando exemplos pela extensa lista que se pode encontrar, apontam-se dois Decretos-Lei recentes que vieram trazer alterações a importantes diplomas da área da energia: em primeiro lugar,

¹⁵ DECRETO-LEI N.º 221/2000, de 9 de Setembro de 2000 [online]. Consultado a 30 de Outubro de 2019. Disponível em: <https://dre.pt/pesquisa/-/search/577713/details/maximized>

¹⁶ DIRECTIVA 98/26/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Maio de 1998, *relativa ao carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários* [online]. Consultado a 30 de Outubro de 2019. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:31998L0026&from=PT>

¹⁷ DECRETO-LEI N.º 85/2011, de 29 de Junho de 2011 [online]. Consultado a 30 de Outubro de 2019. Disponível em: <https://dre.pt/pesquisa/-/search/670530/details/maximized>

¹⁸ DIRECTIVA 2009/44/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de Maio de 2009, *que altera a Directiva 98/26/CE relativa ao carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários e a Directiva 2002/47/CE relativa aos acordos de garantia financeira, no que diz respeito a sistemas ligados e a créditos sobre terceiros* [online]. Consultado a 30 de Outubro de 2019. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0044&from=pt>

¹⁹ DECRETO-LEI N.º 40/2014, de 18 de Março de 2014 [online]. Consultado a 30 de Outubro de 2019. Disponível em: <https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/571934/details/normal?l=1>

²⁰ REGULAMENTO (UE) N.º 648/2012, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Julho de 2012, *relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transacções* [online]. Consultado a 30 de Outubro de 2019. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012R0648&from=PT>

o Decreto-Lei n.º 76/2019²¹ respeitante ao regime jurídico aplicável ao exercício das actividades de produção, transporte, distribuição e comercialização de electricidade e à organização dos mercados de electricidade, e, em segundo, embora não menos importante, o Decreto-Lei n.º 104/2019²² que altera o mecanismo regulatório tendente a assegurar o equilíbrio da concorrência no mercado grossista de electricidade em Portugal.

Não se poderão deixar de referir também os diplomas legais que levaram à concretização do que foi estabelecido no Acordo respeitante à constituição do Mercado Ibérico de Energia Eléctrica, cujo surgimento e funcionamento será desenvolvido mais à frente. Desta forma, indicam-se o Decreto-Lei n.º 240/2004²³ que vem, entre outros assuntos tratados, harmonizar alguns aspectos necessários à convergência dos sistemas eléctricos português e espanhol no sentido exacto de facilitar o cumprimento do que fora acordado, e o Decreto-Lei n.º 264/2007²⁴, peça-chave para a implementação de uma nova etapa no desenvolvimento posterior do Mercado Ibérico de Energia Eléctrica.

b) Europeia

Tal como já foi mencionado, Portugal, como país integrante do projecto a que a União Europeia se propõe, naturalmente verá o seu sistema legislativo influenciado pelos diplomas europeus. Desta forma, quer o direito primário, quer o direito secundário e terciário²⁵ desta organização têm uma palavra a dar à forma como o legislador português tratará certas matérias. Destacar-se-ão aqui *regulamentos* e *directivas*, onde, compreenda-se, os primeiros têm uma força jurídica equiparável à lei no direito interno enquanto as segundas necessitam de transposição para a ordem jurídica nacional através de um instrumento legislativo concretizador.

²¹ DECRETO-LEI N.º 76/2019, de 3 de Junho de 2019 [online]. Consultado a 6 de Novembro de 2019. Disponível em: <https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/122476954/details/maximized>

²² DECRETO-LEI N.º 104/2019, de 9 de Agosto de 2019 [online]. Consultado a 6 de Novembro de 2019. Disponível em: <https://dre.pt/home/-/dre/123855888/details/maximized>

²³ DECRETO-LEI N.º 240/2004, de 27 de Dezembro de 2004 [online]. Consultado a 6 de Novembro de 2019. Disponível em: <https://dre.pt/pesquisa/-/search/353945/details/maximized>

²⁴ DECRETO-LEI N.º 264/2007, de 24 de Julho de 2007 [online]. Consultado a 6 de Novembro de 2019. Disponível em: <https://dre.pt/pesquisa/-/search/636739/details/maximized>

²⁵ MACHADO, Jónatas E. M., *Direito da União Europeia*, 2010, p. 180 e ss.

Na área financeira notou-se um interesse crescente na sua regulação após a crise de 2008, evento que afectou mundialmente os mercados trazendo graves prejuízos não só para investidores mas também para a população mundial em geral pelo conseqüente arrastamento da economia de vários países-chave²⁶. Não descurando preocupações já anteriormente existentes, tal como a já mencionada, no ponto sobre a legislação nacional, Directiva relativa a sistemas de pagamentos²⁷, assim como a Directiva 97/9/CE relativa aos sistemas de indemnização dos investidores²⁸, abordar-se-ão especialmente os instrumentos legislativos mais recentes.

Primeiramente, e dos mais fulcrais, o Regulamento (UE) n.º 648/2012, também já referenciado anteriormente por legislação nacional ligada ao mesmo, veio trazer uma maior segurança no meio dos derivativos de balcão. Procurou definir requisitos em diversas áreas relacionadas com aquele tipo de derivativos, nomeadamente de compensação e gestão de risco, transmissão de informações relativas aos contratos, e de exercício das actividades das contrapartes centrais e repositórios de transacções.

A (conhecida como) Directiva da Transparência, originalmente a Directiva 2004/109/CE²⁹, veio exigir uma obrigatória divulgação periódica de informações relativamente aos emitentes de valores mobiliários que operem em mercado regulamentado. Hoje em dia encontra-se consolidada pela Directiva 2013/50/UE³⁰, recebendo esta o nome

²⁶ FERREIRA, Domingos, *Swaps e Outros Derivados: Gestão de Risco, Especulação e Arbitragem*, 2019, p. 32.

²⁷ DIRECTIVA 98/26/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Maio de 1998, *relativa ao carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários* [online]. Consultado a 30 de Outubro de 2019. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:31998L0026&from=PT>

²⁸ DIRECTIVA 97/9/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 3 de Março de 1997, *relativa aos sistemas de indemnização dos investidores* [online]. Consultado a 28 de Janeiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:31997L0009&from=PT>

²⁹ DIRECTIVA 2004/109/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Dezembro de 2004, *relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado e que altera a Directiva 2001/34/CE* [online]. Consultado a 28 de Janeiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0109&from=PT>

³⁰ DIRECTIVA 2013/50/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de Outubro de 2013, *que altera a Directiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado, a Directiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho relativa ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação e a Directiva 2007/14/CE da Comissão que estabelece as normas de execução de determinadas disposições da Directiva 2004/109/CE* [online]. Consultado a 28 de Janeiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0050&from=pt>

de Directiva da Transparência II, na medida em que a União Europeia sentiu necessidade de aprofundar os ditames que inicialmente lançara em 2004.

Extremamente importante será também o Regulamento (UE) n.º 596/2014³¹ relativo ao abuso de mercado, recheado de medidas de combate ao mesmo e ao uso de informação privilegiada, no sentido de promover uma maior confiança nos mercados financeiros. A última consolidação deste instrumento deu-se em 2016. A par do Regulamento, nasceu também a Directiva 2014/57/UE³² relativa às sanções penais aplicáveis à matéria prevista por aquele.

Por fim, mas não menos importante e até muito pelo contrário, aborde-se a Directiva 2014/65/UE, já aqui levemente mencionada em nota de rodapé, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e apelidada de DMIF II. Esta veio substituir uma outra Directiva sobre o mesmo assunto que já perfazia dez anos, abrindo o leque de entidades às quais seria aplicável entre outras abordagens. Esta Directiva nasceu também acompanhada, sendo que o Regulamento (UE) n.º 600/2014³³ será relativo ao mesmo tema, com o objectivo de a interpretação dos ditames de um e outro se complementar.

No entanto, não se termine o ponto sobre a legislação europeia, já que a *energia* também é tratada a este nível. Especialmente agora, com a futura e muito próxima introdução de novas normas sobre o mercado interno de electricidade a partir de 2021³⁴, existem instrumentos legislativos muito relevantes dignos de menção.

³¹ REGULAMENTO (UE) N.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Abril de 2014, *relativo ao abuso de mercado (regulamento abuso de mercado) e que revoga a Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e as Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE da Comissão* [online]. Consultado a 28 de Janeiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=pt>

³² DIRECTIVA 2014/57/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Abril de 2014, *relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado)* [online]. Consultado a 31 de Janeiro de 2020. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0057&from=PT>

³³ REGULAMENTO (UE) N.º 600/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Maio de 2014, *relativo aos mercados de instrumentos financeiro se que altera o Regulamento (UE) N.º 648/2012* [online]. Consultado a 31 de Janeiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600&from=pt>

³⁴ EUR-LEX, *Mercado Interno da Electricidade (a partir de 2021)* [online]. Consultado a 8 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=LEGISSUM:4404055&from=EN>

Para começar, veja-se o Regulamento (UE) n.º 1227/2011³⁵ que veio proibir práticas abusivas nos mercados grossistas de energia, procurando promover a integridade e a transparência dos mesmos de forma semelhante ao que já se procurava concretizar nos mercados financeiros. Atribui também competência à Agência de Cooperação dos Reguladores de Energia, em colaboração com as respectivas entidades nacionais, de monitorização daqueles mercados.

Em 2013, surge o Regulamento (UE) n.º 543/2013³⁶ que traz a obrigatoriedade de se disponibilizar um conjunto mínimo de dados aos participantes do mercado de energia, especialmente no que diz respeito à produção, ao transporte e ao consumo de electricidade. A ideia subjacente a este Regulamento será trazer uma maior igualdade entre participantes, na medida em que os dados considerados relevantes para se fornecer aos mesmos variavam de operador para operador.

A Agência de Cooperação dos Reguladores de Energia (ACER), já existente desde 2009 pelo Regulamento (CE) n.º 713/2009³⁷, vê uma alteração substancial ao longo dos tempos através da atribuição de mais competências a esta autoridade reguladora europeia, que se traduz agora na reformulação dos ditames que a criaram, levando à recentíssima redacção do Regulamento (UE) 2019/942³⁸.

O Regulamento (UE) 2019/943³⁹ é também uma reformulação de um Regulamento anterior relativo ao mercado interno da electricidade, o Regulamento (CE) n.º

³⁵ REGULAMENTO (UE) N.º 1227/2011, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de Outubro de 2011, *relativo à integridade e à transparência nos mercados grossistas de energia* [online]. Consultado a 31 de Janeiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011R1227&from=PT>

³⁶ REGULAMENTO (UE) N.º 543/2013, da Comissão, de 14 de Junho de 2013, *sobre a apresentação e a publicação de dados dos mercados da electricidade e que altera o anexo I do Regulamento (CE) n.º 714/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho* [online]. Consultado a 3 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0543&from=PT>

³⁷ REGULAMENTO (CE) N.º 713/2009, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de Julho de 2009, *que institui a Agência de Cooperação dos Reguladores da Energia* [online]. Consultado a 3 de Fevereiro de 2020. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009R0713&from=pt>

³⁸ REGULAMENTO (UE) 2019/942, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 5 de Junho de 2019, *que institui a Agência da União Europeia de Cooperação dos Reguladores de Energia (reformulação)* [online]. Consultado a 3 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R0942&from=PT>

³⁹ REGULAMENTO (UE) 2019/943, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 5 de Junho de 2019, *relativo ao mercado interno da electricidade (reformulação)* [online]. Consultado a 3 de Fevereiro de 2020. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R0943&from=PT>

714/2009⁴⁰ que definia as condições de acesso ao comércio transfronteiriço de electricidade. No entanto, o novo Regulamento não se restringiu apenas a este tema estabelecendo também linhas estratégicas na energia para 2030, entre outros assuntos.

Refira-se um último instrumento legislativo, da mesma fornada que os dois anteriores, a Directiva (UE) 2019/944⁴¹. Esta veio tratar da reformulação e actualização da Directiva 2009/72/CE⁴² que estabelecia regras comuns para o mercado interno da electricidade em vários âmbitos, nomeadamente na produção, transporte, distribuição e comercialização de electricidade, assim como na protecção dos seus consumidores.

c) Outra

A regulação naturalmente não se restringirá aos campos da legislação nacional e europeia, sendo que existem instituições nacionais ou internacionais com um poder vinculativo tal que os seus membros vêm-se obrigados ao cumprimento das suas orientações como se fossem lei.

Nesse sentido, é possível desde logo apontar os vários regulamentos lançados pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários⁴³, sempre de elevado interesse para quem se move no mundo dos mercados financeiros, assim como os *standards* técnicos e recomendações da *ESMA* (*European Securities and Markets Authority*), a homóloga europeia que se preocupa por uma maior estabilidade financeira na Europa⁴⁴.

⁴⁰ REGULAMENTO (CE) N.º 714/2009, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de Julho de 2009, relativo às condições de acesso à rede para o comércio transfronteiriço de electricidade e que revoga o Regulamento (CE) N.º 1228/2003 [online]. Consultado a 3 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009R0714&from=PT>

⁴¹ DIRECTIVA (UE) 2019/944, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 5 de Junho de 2019, relativa a regras comuns para o mercado interno da electricidade e que altera a Directiva 2012/27/UE (reformulação) [online]. Consultado a 3 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019L0944&from=pt>

⁴² DIRECTIVA 2009/72/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de Julho de 2009, que estabelece regras comuns para o mercado interno da electricidade e que revoga a Directiva 2003/54/CE [online]. Consultado a 31 de Janeiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0072&from=PT>

⁴³ COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Regulamentos* [online]. Consultado a 30 de Outubro de 2019. Disponível em:

<http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Regulamentos.aspx?pg>

⁴⁴ Desenvolvida em capítulo próprio pela sua relevância. Porém, para saciar já um pouco a curiosidade *vide* LIEBI, Martin; MARKHAM, Jerry, *Regulation of Commodities Trading* [e-book], 2020. Consultado a 8 de Outubro de 2020. Disponível em:

Continuando na senda dos regulamentos, apresente-se também o regulamento único da Euronext, a bolsa europeia que agrega os mercados regulamentados de Amesterdão, Bruxelas, Lisboa e Paris. Aquele divide-se em duas partes, uma aplicável a nível geral a todos os mercados, e uma outra que se dirige em específico a cada um dos mercados⁴⁵. Desta forma, dá-se uma harmonização das regras de negociação dos vários mercados sob a chancela da Euronext, a contado e derivados.

A Convenção de Haia de 1978 sobre a lei aplicável aos contratos de mediação e à representação⁴⁶, veio trazer alguma certeza a importantes procedimentos no meio financeiro, pois é um mundo recheado de intermediários. Definiu então que lei irá obrigar as partes perante a existência de uma pessoa, o designado intermediário, que tem poderes de acção junto de outrem, de um terceiro, por conta do representado no seio das relações onde aquele intervém.

Dois anos mais tarde, surge a Convenção de Roma de 1980 sobre a lei aplicável às obrigações contratuais⁴⁷. Embora emanada pela antiga Comunidade Económica Europeia, actual União Europeia, este escrito é incluído neste ponto pela influência que teve para as partes envolvidas, Estados-membros da União ou não, na medida em que foi dos primeiros a ditar a lei que regeria as relações entre as partes contratantes no que diz respeito a eventuais conflitos que pudessem surgir relacionados com obrigações decorrentes do que foi contratado.

Porém, não descurando a validade destes dois instrumentos internacionais, note-se que MARIA HELENA BRITO aponta uma solução única do Código dos Valores Mobiliários português: “*O CVM, considerando a «inadequação ou inaplicabilidade das soluções internacional privatísticas constantes do Código Civil, da Convenção de Roma sobre a Lei Aplicável às Obrigações Contratuais e da Convenção de Haia sobre a Lei*

<https://olrl.oupplaw.com/view/10.1093/law/9780198799962.001.0001/law-9780198799962>

⁴⁵ As duas partes do dito Regulamento único da Euronext podem ser consultadas *online*: EURONEXT, *Mercados Regulamentados* [*online*]. Consultado a 10 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://www.euronext.com/pt/regulation/mercados-regulamentados>

⁴⁶ CONVENÇÃO de Haia sobre a Lei Aplicável aos Contratos de Mediação e à Representação [*online*]. Consultado a 12 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

http://gddc.ministeriopublico.pt/sites/default/files/documentos/instrumentos/convencao_lei_aplicavel_contratos_mediacao_representacao.pdf

⁴⁷ CONVENÇÃO de Roma sobre a Lei Aplicável às Obrigações Contratuais [*online*]. Consultado a 11 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

[https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:41998A0126\(02\)&from=PT](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:41998A0126(02)&from=PT)

Aplicável aos Contratos de Intermediação» (cfr. Preâmbulo, n.º 6, terceiro parágrafo), estabelece normas de conflitos para a determinação do direito aplicável aos valores mobiliários, que constam do Título II (valores mobiliários), Capítulo I (disposições gerais), Secção I (direito aplicável) – artigos 39.º a 41.º.”⁴⁸, pois como se depreende, na visão do legislador, esta união num só espaço seria mais adequada.

Hoje em dia, procurando adaptar aos tempos modernos aquela Convenção de Roma, foram emanados dois documentos legislativos, nomeadamente o Regulamento “Roma I”, sobre a lei aplicável às obrigações contratuais⁴⁹, e o Regulamento “Roma II”, sobre a lei aplicável às obrigações extracontratuais⁵⁰, na primeira década de 2000. Ainda hoje são as normas de eleição para a resolução de conflitos relacionados com a aplicação da lei no espaço, embora não se esqueça que, em relação ao âmbito do CVM, temos normas referentes a isso, tal como foi dito anteriormente.

Mencione-se ainda a *ISDA – International Swaps and Derivatives Association*, associação esta que nasceu com o objectivo de padronizar o regime de contratação dos derivados mais comuns no mercado, actividade anteriormente morosa pelas especificidades que tais contratos exigem e dispendiosa pelos honorários dos advogados que ajudavam na sua redacção. Com o seu surgimento em 1985, conseqüente da elaboração de documentos-padrão (o *ISDA Master Agreement*) que viriam a ser utilizados obrigatoriamente pelos seus membros, a *ISDA* veio trazer alguma segurança num meio particularmente volátil como é o dos produtos financeiros derivados⁵¹.

A final, mas não desvalorizando, a *IOSCO – International Organization of Securities Comissions* foi fundada em 1983 com o objectivo de unir as entidades reguladoras dos mercados de valores mobiliários, inicialmente apenas algumas americanas,

⁴⁸ BRITO, Maria Helena, «Sobre a Aplicação no Espaço do Novo Código dos Valores Mobiliários», *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* [online], N.º 7 (2000), p. 50-73. Consultado a 12 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/C07MariaHelenaBrito.pdf>

⁴⁹ REGULAMENTO (CE) N.º 593/2008, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de Junho de 2008, sobre a lei aplicável às obrigações contratuais [online]. Consultado a 6 de Outubro de 2020. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32008R0593&from=pt>

⁵⁰ REGULAMENTO (CE) N.º 864/2007, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Julho de 2007, relativo à lei aplicável às obrigações extracontratuais («Roma II») [online]. Consultado a 6 de Outubro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32007R0864&from=PT>

⁵¹ MENEZES CORDEIRO, A. Barreto, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2018, p. 235-236.

extravasando, com o passar dos tempos, para o resto do mundo. Hoje em dia, contando com 226 membros de 115 jurisdições, esta organização internacional estabelece uma padronização da regulação do sector dos mercados de valores mobiliários. Aponte-se, como seu contributo, o documento *Objectives and Principles of Securities Regulation* de 1998, assim como o *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information* de 2002, entre outros, através dos quais a IOSCO oferece uma maior segurança na regulação daqueles mercados a nível mundial⁵². A CMVM faz parte desta organização, significando que parte da sua actuação se encontrará também influenciada pelos ditames da mesma tendo em conta os objectivos que são por ela perseguidos⁵³.

No que diz respeito à *energia*, atente-se a existência de regulamentos ou tratados ou organizações que podem ter uma influência notória na forma como tratamos aspectos relevantíssimos relacionados com este sector.

A regulamentação da Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos (ERSE) advém da competência desta entidade do Estado português para elaborar e aprovar as medidas que se revelem necessárias para a prossecução dos seus objectivos, desta forma colocando uma forma prática de cumprir legislação sobre o funcionamento dos sectores sob a sua alçada⁵⁴. Um exemplo que se poderá apontar é o Regulamento de Relações Comerciais no Sector Eléctrico⁵⁵, entre muitos outros referentes a temas específicos dos diferentes sectores que se incluem na energia (electricidade, gás natural, mobilidade eléctrica, combustíveis). A par desta, mais uma vez, aponte-se a homóloga europeia ACER (*Agency for the Cooperation of Energy Regulators*), que contribui também para a modelação dos

⁵² IOSCO, *About IOSCO – Who We Are – About IOSCO* [online]. Consultado a 22 de Agosto de 2020. Disponível em: https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco

⁵³ IOSCO, *About IOSCO – IOSCO Membership – Ordinary Members* [online]. Consultado a 22 de Agosto de 2020. Disponível em: <https://www.iosco.org/about/?subsection=membership&memid=1>

⁵⁴ ENTIDADE REGULADORA DOS SERVIÇOS ENERGÉTICOS, *Regulamentação* [online]. Consultado a 13 de Fevereiro de 2020. Disponível em: <https://www.erse.pt/atividade/regulamentacao/>

⁵⁵ REGULAMENTO de Relações Comerciais no Sector Eléctrico, *Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos* [online]. Consultado a 13 de Fevereiro de 2020. Disponível em: <https://www.erse.pt/ebooks/regulamento-de-relacoes-comerciais-setor-eletrico/>

mercados de energia através de recomendações e opiniões não vinculativas mas que sempre terão valor pelos técnicos que com ela colaboram⁵⁶.

Na cena internacional encontra-se o Tratado da Carta da Energia⁵⁷, assinado em Lisboa em 1994, tendo entrado em vigor quatro anos depois. Procurando a protecção de investimento estrangeiro, condições não discriminatórias no comércio de energia baseadas nas regras da Organização Mundial do Comércio (OMC), a resolução de disputas entre Estados relacionadas com a energia, e a promoção da eficiência energética a par de uma redução do impacto do uso da energia no meio ambiente, ainda se encontra actual pelas devidas revisões e conta hoje com noventa Estados signatários⁵⁸.

Além deste Tratado, surge um outro em 2005, que cria uma organização que une o mercado de energia da União Europeia a outros mercados vizinhos, onde servem de base as regras e princípios do mercado interno de energia. O Tratado da Comunidade Energética⁵⁹ tem como alguns dos seus objectivos essenciais um mercado estável que permita também atrair investimento, com um fornecimento contínuo, desenvolvendo a concorrência a nível regional⁶⁰.

Por fim, mencione-se o papel importantíssimo da *European Federation of Energy Traders (EFET)*, que procura promover a concorrência, transparência e um acesso aberto à energia na Europa com especial enfoque no benefício para os consumidores finais. Funciona assim através de um constante diálogo com as principais empresas europeias que se movem no sector, sendo estas membros da organização e também alvo da padronização

⁵⁶ LIEBI, Martin; MARKHAM, Jerry, *Regulation of Commodities Trading* [e-book], 2020. Consultado a 8 de Outubro de 2020. Disponível em:

<https://olrl.ouplaw.com/view/10.1093/law/9780198799962.001.0001/law-9780198799962>

⁵⁷ ENERGY CHARTER TREATY (CONSOLIDATED) with Related Documents [online]. Consultado a 13 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://www.energycharter.org/fileadmin/DocumentsMedia/Legal/ECTC-en.pdf>

⁵⁸ INTERNATIONAL ENERGY CHARTER, *The International Energy Charter – Signatories of the International Energy Charter (2015)* [online]. Consultado a 13 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://www.energycharter.org/process/international-energy-charter-2015/overview/>

⁵⁹ ENERGY COMMUNITY TREATY [online]. Consultado a 13 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://www.energy-community.org/legal/treaty.html>

⁶⁰ ENERGY COMMUNITY, *Who We Are* [online]. Consultado a 13 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://www.energy-community.org/aboutus/whoweare.html>

própria dos contratos de transacção de energia, que se acredita, por essas vias, trazer mais segurança para os mercados⁶¹.

2. Definição do Contrato

Os variados instrumentos financeiros derivados que podem existir, incluindo tanto originais como já alguns designados de híbridos, envolvem esta categoria num certo mistério que evita por vezes a sua total compreensão. Todavia, há sempre a possibilidade de dissecar cada ponto que envolva este tipo de contratos financeiros para, pelo menos, se encontrar uma base sólida de entendimento dos mesmos.

Uma clássica definição a avançar será a de ENGRÁCIA ANTUNES, que descreve os derivados como “*instrumentos financeiros resultantes de contratos a prazo celebrados e valorados por referência a um determinado activo subjacente*”⁶².

Ora, apontar-se-á de imediato que os derivados dependem necessariamente o seu nascimento de *contratos*. Contratos estes que terão como características comuns, segundo a sistematização do mesmo Autor, as seguintes vertentes: a *juscomercial*, no sentido de a sua celebração ocorrer no seio de uma actividade empresarial; a *obrigacional*, pois da mera declaração de vontade das partes resultam direitos e obrigações; a *consensual*, não sendo imposta uma forma legal; a *sinalagmática*, nascendo obrigações para ambas as partes de forma recíproca; a *patrimonial*, em oposição à pessoal, assim não relevando usualmente as qualidades pessoais dos contraentes; a *onerosa*, existindo atribuições patrimoniais para ambas as partes; e a *aleatória*, de forma que o resultado patrimonial não é determinável à partida, assim como o risco e a incerteza definem a causa e o objecto contratuais⁶³.

Outro segmento da definição ao qual se deve atribuir destaque será a expressão “*a prazo*”. Compreender-se-á que existe necessariamente um período de tempo aqui em causa, este entre a celebração do contrato e o efectivo cumprimento das prestações dele

⁶¹ EUROPEAN FEDERATION OF ENERGY TRADERS, *EFET Mission Statement* [online]. Consultado a 8 de Junho de 2020. Disponível em: <https://www.efet.org/about-us/efet-mission-statement~2/>

⁶² ENGRÁCIA ANTUNES, José A., *Os Instrumentos Financeiros*, 2018, p. 163.

⁶³ – , *Os Instrumentos Financeiros*, 2018, p. 175 e 176.

emergentes⁶⁴, estando muito relacionado com o risco caracteristicamente associado de oscilação das variáveis económicas e que em muito contribui para o resultado final da sua execução. Atente-se que a estas operações a prazo se opõem as operações a contado, mais conhecidas no meio financeiro como transacções *spot*, de execução imediata. Assim, o Regulamento (CE) n.º 1287/2006 vem estabelecer o dito prazo como dois dias de negociação ou o período geralmente aceite no mercado para esse tipo de activo ou mercadoria no seu artigo 38.º, n.º 2, als. a) e b). Porém, como aparentemente nada neste tipo de instrumentos financeiros será totalmente linear, ENGRÁCIA ANTUNES ainda adverte para operações híbridas que se encontram entre o mercado a prazo e *spot*, assim como para a possibilidade de reconhecimento excepcional de alguns derivados cujos contratos acabam por ser executados no dia seguinte ou mesmo no próprio dia⁶⁵.

Por fim, falta destrinçar o significado de “*activo subjacente*”. Mais uma vez se seguem os ensinamentos de ENGRÁCIA ANTUNES, isto, justifique-se, pela sua notável sistematização do tema que se aborda em detrimento de outros. Determina o Autor que os activos subjacentes serão hoje algo incontáveis, pois o necessário apenas será que se tratem de realidades cujo valor está claramente sujeito a oscilações. Desta forma, é possível dar como exemplos: os valores mobiliários, as taxas de juro, as divisas, os índices financeiros, as mercadorias. É de acrescentar que as possibilidades são tantas que chegam ao ponto de os próprios derivados surgirem como activos subjacentes também, numa perspectiva de segundo grau. Porém, em Portugal temos um elenco considerado taxativo previsto no Código dos Valores Mobiliários, nas als. e) e f) do n.º 1 do artigo 2.º, não se admitindo então a transacção de derivados com quaisquer activos subjacentes imagináveis no nosso território mas apenas aqueles que o legislador consagrou⁶⁶.

⁶⁴ CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2016, p. 190. Este Autor ainda relembra a previsão de um regime das operações a prazo na versão originária do Código dos Valores Mobiliários de 1999, que se poderá confirmar consultando os artigos 252.º a 265.º do mesmo em DECRETO-LEI N.º 486/99, de 13 de Novembro de 1999, *Código dos Valores Mobiliários, versão original* [online]. Consultado a 23 de Outubro de 2019. Disponível em:

http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra Estrutura.php?tabela=lei_velhas&artigo_id=&nid=450&nversao=1&tabela=lei_velhas&so_miolo=

⁶⁵ Fornecendo o Autor exemplos de tais situações em ENGRÁCIA ANTUNES, José A., *Os Instrumentos Financeiros*, 2018, p. 182.

⁶⁶ DECRETO-LEI N.º 486/99, de 13 de Novembro de 1999, *Código dos Valores Mobiliários, versão actualizada* [online]. Consultado a 23 de Outubro de 2019. Disponível em: http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra Estrutura.php?tabela=leis&artigo_id=&nid=450&nversao=&tabela=leis&so_miolo= e ENGRÁCIA ANTUNES, José A., *Os Instrumentos Financeiros*, 2018, p. 180.

Interessa ainda referir a *autonomia* e *abstracção* das quais os derivados beneficiam. Isto é, uma vez existentes estes instrumentos financeiros, a *autonomia* dita que quaisquer vicissitudes jurídicas do activo subjacente não irão afectar, em princípio, a validade ou existência do contrato derivado. Poderá, no entanto, acontecer que esta característica seja afastada por força ora da lei, ora de vontade expressa das partes no texto do contrato, ora por abuso de direito. A *abstracção* explica-se pelo número de funções que um derivado pode desempenhar⁶⁷, num outro ponto explicadas.

Conhecidas as características genéricas de um contrato de derivados, urge agora fazer um paralelismo com os contratos deste tipo que surjam no ramo da *energia*. Procura-se perceber que aspectos únicos poderão envolver estes com base no que foi explanado anteriormente.

Não mudará certamente a dependência de um *contrato*, cujas características, reveja-se, serão partilhadas na sua maioria com as de um contrato derivado típico: o contexto continuará a ser empresarial, com “*as empresas habilitadas para actuar no mercado de produção como vendedores e compradores de electricidade*”, tal como menciona SUZANA TAVARES DA SILVA, mantendo-se então o seu carácter *juscomercial*; aos níveis *obligacional*, *consensual* e *sinalagmático* percebe-se que também existe uma permanência destes mesmos aspectos, sendo que, por exemplo, fixando-se um preço de venda da electricidade em certo período, produtor e adquirente irão ver as suas obrigações surgir conforme as oscilações do mercado sem necessidade obrigatória de redução a escrito; permitir-se-á, no entanto, alguma dúvida quanto à vertente *patrimonial* dos derivados de energia, pois revela-se necessária a habilitação como comercializador de energia para participar neste tipo de mercado, ponderando-se se não existirá uma vertente mais *pessoal* aqui, isto é relativa às qualidades pessoais dos contraentes; a *onerosidade* mostra-se facilmente comprovável, através das atribuições patrimoniais que aqui se dão; e, por fim, a capacidade *aleatória* que um contrato derivado consegue ter também se encontra na flutuação dos preços da energia eléctrica, que sempre influenciarão o resultado desse mesmo

⁶⁷ ENGRÁCIA ANTUNES, José A., *Os Instrumentos Financeiros*, 2018, p. 185-186.

contrato derivado, no que diz respeito a quem efectuará o pagamento da diferença relativamente a algum preço estipulado entre as partes.

Imperativo será compreender que se tem dois tipos de mercados no contexto dos mercados organizados de energia ibéricos, levemente abordados neste parágrafo, para futuro desenvolvimento em ponto mais tardio. Importa saber na medida em que a expressão “*a prazo*” utilizada por ENGRÁCIA ANTUNES na sua definição de contrato derivado tem apenas relevância no mercado a prazo, e já não no mercado *spot*, pertencentes aos ditos mercados organizados do MIBEL, embora encontrando-se no último mencionado prazos ínfimos, que nem se designariam prazos na sua verdadeira razão de ser, para a definição destes contratos⁶⁸.

O *activo subjacente* no seio deste tipo de derivados será, obviamente, uma mercadoria. Diga-se, a energia, funcionando da seguinte maneira em Portugal: existindo aqui situações em que se chega e em que não se chega à efectiva entrega do activo subjacente, a transacções físicas e outras meramente financeiras, a primeira é apenas permitida caso haja negociação em mercado regulamentado, ou em sistemas de negociação multilateral ou organizado (artigo 2.º, n.º 1, alínea *e*), subalínea *iii*), CVM)⁶⁹.

Manter-se-ão, de igual forma, a *autonomia* e a *abstracção*. Como já se estudou anteriormente sobre a *autonomia*, embora o valor do activo subjacente, neste caso da energia, vá influenciar o valor do derivado, de um preço atribuído, estas relações encontram-se afastadas, distintas, no que importa saber de possíveis vicissitudes que venham a afectar o activo subjacente. Desta forma, não existe uma transferência das consequências de irregularidades jurídicas do primeiro contrato para o segundo. Quanto às diversas funções que se pode inserir no escopo de um derivado, a dita *abstracção*, perceber-se-á que os contratos derivados de energia exercem essencialmente uma função de gestão do risco que o preço da electricidade pode ter no mercado⁷⁰.

⁶⁸ SILVA, Suzana Tavares da, *Direito da Energia*, 2011, p. 130-133.

⁶⁹ ENGRÁCIA ANTUNES, José A., *Os Instrumentos Financeiros*, 2018, p. 253-254. Em relação à definição de cada um dos tipos de mercados mencionados, *vide* os artigos 199.º (mercados regulamentados), 200.º (sistemas de negociação multilateral) e 200.º-A (sistemas de negociação organizado) do CVM.

⁷⁰ SILVA, Suzana Tavares da, *Direito da Energia*, 2011, p. 132.

3. Modalidades

No que diz respeito então aos tipos de derivados, far-se-á questão de abordar os primordiais, fundamento de outras variantes que surgiram numa altura mais tardia, e mencionar apenas algumas dessas novas construções no sentido de se conhecer a capacidade criativa dos sujeitos que se movem nestes mercados. Este tema, porém, não poderá ser desenvolvido sem antes se descrever brevemente dois *tipos de mercados* onde se dão as transacções dos vários derivados que serão referidos: o *mercado regulamentado* e o *mercado de balcão*.

O *mercado regulamentado* ou *organizado* caracteriza-se por envolver uma padronização de contratos da parte de entidades superiores, com oferta permanentemente disponível, participando no mesmo vários sujeitos típicos: contrapartes centrais, intermediários financeiros, investidores⁷¹. Participantes estes que beneficiam de uma maior regulação e exigências de transparência neste mercado, especialmente no que diz respeito às regras contratuais, assim como da existência de uma entidade de supervisão do mesmo.

Quanto ao *mercado de balcão*, o dito mais tradicional, pauta-se por uma vertente mais individual, podendo as partes, de forma tipicamente bilateral, moldar o contrato derivado às suas pretensões. Embora a capacidade de adaptação seja um aspecto muito interessante neste mercado, este falha ao nível da regulação, existindo uma grande liberdade para os participantes, o que causa um maior risco de incumprimento, precursor usual de riscos sistémicos. Atentemos porém que hoje em dia já alguns mercados de balcão se encontram sujeitos a mecanismos de compensação financeira, isto no sentido de legislação lançada após a crise financeira de 2007⁷².

Os *tipos de derivados* existentes movem-se praticamente em qualquer um destes mercados basilarmente explanados, sendo que os fundamentais se resumem a três: os *futuros/forwards*; as *opções*; e os *swaps*. Tudo o mais que surja como derivado terá normalmente como pano de fundo a estrutura de algum destes derivados mencionados.

⁷¹ ENGRÁCIA ANTUNES, José A., *Os Instrumentos Financeiros*, 2018, p. 195-196.

⁷² MENEZES CORDEIRO, A. Barreto, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2018, p. 219-221. O Autor menciona legislação lançada ora em 2010, nos Estados Unidos da América, ora em 2012, pela União Europeia, relativa à necessária supervisão deste tipo de mercado.

Considerados os mais antigos derivados⁷³, os *futuros* percebem-se como contratos através dos quais nascem usualmente dois tipos de obrigações: ou a receber a diferença de valor de um bem entre uma data inicial e uma data futura, ou a entregar o bem num momento posterior em troca de um preço previamente fixado, independentemente do preço que possa ter na actualidade⁷⁴.

No respeitante a estes, atente-se, existe uma tendencial correspondência entre *futuros* e *forwards*. ALASTAIR HUDSON demonstra a sua perspectiva de separação dos termos estudados da seguinte forma: “(...) *the term “future” is reserved for those contracts traded on exchanges, whereas “forwards” are contracted off-exchange between private counterparties.*”⁷⁵. Por outro lado, MENEZES CORDEIRO julga defensável que “*o termo futuro, empregue no artigo 2.º/1/e), abrange tanto os futuros como os forwards*”⁷⁶. Resulta que ENGRÁCIA ANTUNES será de novo o Autor que melhor apresenta uma explicação para esta questão que surge, admitindo a recondução dos *forwards* à figura dos contratos a prazo do artigo 2.º, n.º 1, alínea *e*) do CVM, encontrando-se perto mas não a par com o outro Autor nacional apresentado, e distinguindo também pela via dos mercados, sendo que os *futuros* cabem no organizado (tendo, por consequência disto, uma padronização dos documentos envolvidos) enquanto os *forwards* já se remeterão para o de balcão (sendo que, pela liberdade inerente a este mercado, já se dará uma negociação caso a caso dos mesmos)⁷⁷.

Apesar de, após uma análise breve do que foi descrito sobre cada uma destas modalidades até agora abordadas, se poder pensar que os *futuros* teriam menos modalidades em si enraizadas do que os *forwards*, desminta-se. Enquanto estes últimos se cingem a apenas duas mais conhecidas, os *forward interest rate agreements (FRA)* e os *forward exchange agreements (FXA)*⁷⁸, os *futuros* propriamente ditos conhecem toda uma panóplia

⁷³ Conhecem-se negócios deste género desde os tempos da Mesopotâmia e da Grécia Antiga, tal como nos elucida ENGRÁCIA ANTUNES, José A., em *Os Instrumentos Financeiros*, 2018, p. 166.

⁷⁴ CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2016, p. 195.

⁷⁵ Traduzindo-se livremente da seguinte forma: “(...) o termo “futuro” está reservado para aqueles contratos transaccionados em bolsas de valores enquanto “forwards” são contratados fora da bolsa entre contrapartes privadas”. Em HUDSON, Alastair, *The Law on Financial Derivatives*, 2018, p. 155.

⁷⁶ MENEZES CORDEIRO, A. Barreto, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2018, p. 227, nota 519.

⁷⁷ ENGRÁCIA ANTUNES, José A., *Os Instrumentos Financeiros*, 2018, p. 246.

⁷⁸ EXPLICAR EM RODAPÉ - MENEZES CORDEIRO, A. Barreto, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2018, p. 228.

de modalidades em si dependendo do seu activo subjacente (sobre valores mobiliários, mercadorias, ou índices, entre outros)⁷⁹.

As *opções*, algo semelhantes ao produto financeiro anterior, divergem na questão da obrigatoriedade imanente às primeiras, cabendo apenas um direito potestativo a um dos sujeitos de compra (*call option*) ou venda (*put option*) de certo activo subjacente também por preço previamente fixado, numa determinada data (*European option*, que se opõe à *American option*, onde pode ser em qualquer momento até essa data), ou de celebração de certo contrato, e na exigência de pagamento de um prémio (*option price*) àquele que concede o benefício da opção⁸⁰.

Conhecem-se aqui, tipicamente, as já referidas *call options* e *put options*, sendo que existem várias designações para as *opções* pelos contornos que as caracterizam em cada situação contratada. As *opções exóticas* ou *sintéticas*, ditas de segunda geração, são das mais interessantes, abrangendo por exemplo as *binary options* e as *swaptions*, onde na primeira temos a possibilidade de compra ou de venda dependendo do valor que o activo subjacente tome e na segunda, como facilmente se depreende, uma combinação entre *swaps* e *opções*⁸¹.

Não menos importantes, sendo até os que dão mais que falar⁸², os *swaps* obrigam ambas as partes envolvidas no contrato à troca de fluxos financeiros entre elas, em várias ou apenas numa data acordada. Estas prestações serão calculadas respeitando as oscilações do activo subjacente, que tanto pode ser valores mobiliários como mercadorias, entre outros⁸³.

Com estes últimos como sua raiz originária, existe na mesma um princípio de toda uma variedade de modalidades de *swaps* conforme o activo subjacente a eles inerente. Porém, além de tal diversidade, pode-se apontar ainda *swaps* complexos, como os *roller-coaster swaps*, que permitem às partes escolher uma taxa de entre um conjunto prefixado, e os *reverse swaps*, onde se encontram subjacentes outros *swaps*, ou mesmo *swaps* híbridos

⁷⁹ ENGRÁCIA ANTUNES, José A., *Os Instrumentos Financeiros*, 2018, p. 208.

⁸⁰ ENGRÁCIA ANTUNES, José A., *Os Instrumentos Financeiros*, 2018, p. 213 e CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2016, p. 196.

⁸¹ MENEZES CORDEIRO, A. Barreto, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2018, p. 227 e ENGRÁCIA ANTUNES, José A., *Os Instrumentos Financeiros*, 2018, p. 216.

⁸² Atente-se que o tema pode dar azo à redacção de livros apenas focados no mesmo, veja-se FERREIRA, Domingos, *Swaps e Outros Derivados: Gestão de Risco, Especulação e Arbitragem*, 2019.

⁸³ Mais uma vez, ENGRÁCIA ANTUNES, José A., *Os Instrumentos Financeiros*, 2018, p. 217 e CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2016, p. 197.

como os derivados de crédito que ganharam tanta relevância que normalmente já são vistos como categoria autónoma de derivados⁸⁴.

Ora, no que diz respeito ao sector dos derivados de *energia*, pela prática do MIBEL surge apenas a necessidade de se recorrer aos tipos principais antes enunciados na medida em que a sua utilização neste mercado não passa deles mesmo.

O MIBEL é um *conjunto* de mercados: o *organizado*, constituído por um mercado diário e intradiário e outro mercado a prazo que goza de uma contratação padronizada; e o *de balcão* que, tal como explicado, pauta-se pela liberdade das partes na determinação dos ditames do contrato.

Os contratos integrantes do *mercado organizado a prazo*, recordando a definição de contrato derivado⁸⁵, são aqueles que interessam apontar pois trabalha especialmente com contratos de *futuros tipificados e padronizados*⁸⁶ sobre electricidade, sendo que demonstra abertura permitindo o registo de outro tipo de transacções também aqui já mencionadas como os *swaps*, os *forwards* e as *opções*⁸⁷.

Os *futuros* transaccionados no mercado a prazo do MIBEL têm como *activo subjacente* um fornecimento ou recepção nocional de energia eléctrica a uma potência constante, durante todas as horas do período de entrega sendo o valor da energia baseado no preço de referência *spot* do mercado diário⁸⁸.

⁸⁴ ENGRÁCIA ANTUNES, José A., *Os Instrumentos Financeiros*, 2018, p. 228-229.

⁸⁵ Como já estudado no ponto referente à definição do contrato desta exposição, um contrato derivado será sempre um instrumento financeiro a prazo.

⁸⁶ Através do contributo de duas organizações internacionais já anteriormente tratadas: a *European Federation of Energy Traders* e a *International Swaps and Derivatives Association*. Em SILVA, Suzana Tavares da, *Direito da Energia*, 2011, p. 130.

⁸⁷ SILVA, Suzana Tavares da, *Direito da Energia*, 2011, p. 130, e ver ainda OMIP, *Portfólio de Derivados de Electricidade* [online]. Consultado a 27 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://www.omip.pt/pt/electricidade>

⁸⁸ OMIP, *Acesso aos Arquivos – Produtos - Fichas Técnicas - doc. FT Futuros MIBEL PTEL Base Financeiros* [online]. Consultado a 27 de Fevereiro de 2020. Disponível em: <https://www.omip.pt/pt/downloads>

4. Funções

Conhece-se já a arquitectura destes instrumentos financeiros, porém falta ainda compreender o porquê de estes serem tão atractivos para quem se move nestes mercados. Ora, havendo mencionado a probabilidade de grandes ganhos, tal não é suficiente para se perceber que funções estão tipicamente associadas aos derivados, resumindo-se estas a quatro que não existem necessariamente de forma simultânea num só contrato.

Em primeiro lugar, a que saltará mais à vista é a *gestão ou cobertura de risco*. Entende-se esta função como uma vantagem dos derivados em relação a outros instrumentos financeiros, permitindo que se proteja o interessado das oscilações negativas dos mercados. Isto acontece através de, por exemplo, uma subscrição de um determinado contrato derivado tendo em vista a protecção do investidor da variação provável do próprio activo subjacente desse contrato⁸⁹.

De seguida, uma outra função muito associada aos derivados será a *especulação*. Esta é encarada, de uma forma muito basilar, como uma aposta, pelo investidor, na subida ou na descida do preço de um activo subjacente⁹⁰. Muitas vezes considera-se, em consequência desta função, que o objectivo da contratação derivada será pura e simplesmente beneficiar da volatilidade dos mercados. No entanto, é apontado por HUDSON que esta imagem é oferecida pelos casos que chegam aos tribunais, que envolvem transacções problemáticas ou mesmo clientes que não têm experiência suficiente com este tipo de mercado⁹¹, intrinsecamente recheado de complexas características.

O *investimento*, ou alavancagem financeira como ENGRÁCIA ANTUNES designa, permite a introdução de um montante reduzido no mercado de derivados com o objectivo de, e usual, retorno muito mais alto do que se recorresse a outro tipo de investimentos. Desta forma, os agentes económicos têm disponível um interessante meio de financiamento⁹².

Por fim, será ainda de referir a função de *arbitragem*. Existe aqui um aproveitamento por parte dos investidores das discrepâncias existentes entre preços ou mesmo mercados, a

⁸⁹ Vide ENGRÁCIA ANTUNES, José A., *Os Instrumentos Financeiros*, 2018, p. 168; MENEZES CORDEIRO, A. Barreto, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2018, p. 222; e HUDSON, Alastair, *The Law on Financial Derivatives*, 2018, p. 131.

⁹⁰ MENEZES CORDEIRO, A. Barreto, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2018, p. 222.

⁹¹ HUDSON, Alastair, *The Law on Financial Derivatives*, 2018, p. 131-132.

⁹² ENGRÁCIA ANTUNES, José A., *Os Instrumentos Financeiros*, 2018, p. 171.

mais das vezes num intervalo de tempo muito curto, quase imperceptível. Assim, já existem mercados de derivados onde pode ser contratado que estes se liquidem sem intervenção humana sequer. A arbitragem, voltando o olhar para as possibilidades que surgem onde se possa usar este mecanismo, revela-se praticável nos mais variados contextos⁹³.

No campo da *energia*, a contratação derivada nele tratada poderá prosseguir várias das funções apresentadas. Um exercício de ponderação definiria praticamente todas como aplicáveis aos contratos em estudo. No entanto, comumente se fala que a função mais associada aos derivados de energia será a *gestão do risco*.

O *risco* no mercado eléctrico percebe-se pelas suas condicionantes técnicas. Condensadas sob a designação *leis de Kirchoff*, a *lei das correntes ou dos nós* determina que não pode existir um armazenamento típico de electricidade, mas apenas em pequenas quantidades e por custos elevados, enquanto a *lei das tensões ou das malhas* define a impossibilidade de localizar a origem do fabrico da electricidade. Desta forma, o sistema eléctrico deve funcionar segundo um sistema de encontro permanente entre a procura e a oferta, necessitando também de um serviço de disponibilidade de potência para não haver eventuais falhas no abastecimento, sendo que assim também se precisará de ter em conta os centros electroprodutores que, não laborando, se encontram disponíveis para um eventual aumento de procura⁹⁴.

Ora, dependendo a produção e distribuição da electricidade de factores como os que foram descritos, entende-se o *risco* que um produtor ou um investidor poderão ter neste meio. Unindo os mercados eléctricos português e espanhol, tal como anteriormente já ocorrera dentro e entre outros países⁹⁵, aproveitando a capacidade dos centros electroprodutores em conjunto, e apostando na contratação a prazo como garante de financiamento futuro do sector eléctrico, será por este último meio que se dará uma gestão do risco através dos derivados.

⁹³ HUDSON, Alastair, *The Law on Financial Derivatives*, 2018, p. 135-136.

⁹⁴ SILVA, Suzana Tavares da, *Direito da Energia*, 2011, p. 124.

⁹⁵ A experiência de outros mercados semelhantes ao MIBEL será desenvolvida no ponto II desta exposição.

5. Principais interessados

Carece ainda de compreensão quem serão os intervenientes fundamentais neste tipo de contratos, a quem principalmente interessa a contratação derivada, quer no geral quer ao nível do meio da energia. Apontam-se vários sujeitos aqui, desde os mais conhecidos investidores e intermediários financeiros, assim como as entidades gestoras de mercado e os emitentes.

Em primeiro lugar, explique-se quem são os *emitentes* num mercado de derivados. Dos mais importantes no sector, criam os instrumentos financeiros, dependendo em Portugal de habilitação legal para o efeito. Embora nos derivados de mercado organizado acabe por não ser uma emissão no seu sentido comum, mas sim uma negociação entre alguém que a propõe e a entidade gestora do mercado onde o derivado se insere, sobre certos aspectos predefinidos por um contrato usualmente padronizado⁹⁶. Em Portugal, em princípio não se encontrarão emitentes que sejam pessoas singulares, mas meramente pessoas colectivas⁹⁷.

Aclarando já uma questão que se poderá levantar e que também aqui importa esclarecer, a *entidade gestora do mercado* será uma sociedade cujo nascimento depende do governo Português, tomando decisão sobre o que será admitido em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral específicos, fiscalizando o mercado regulamentado ou sistema que se encontra nas suas mãos, e comunicando sempre à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários todos os seus movimentos⁹⁸. Percebe-se assim que esta última terá poderes de regulação sobre qualquer entidade gestora de mercado, tal como também dita o artigo 214.º, do CVM.

⁹⁶ Aspectos estes que serão “*a natureza do produto, o activo subjacente, o valor nominal de contrato, os limites mínimos e máximos de variação de preço, as modalidades de liquidação, o primeiro e último dia de negociação, e demais condições negociais*” em ENGRÁCIA ANTUNES, José A., *Os Instrumentos Financeiros*, 2018, p. 193.

⁹⁷ Os fundos de investimento, quer mobiliário quer imobiliário, patrimónios autónomos sem personalidade jurídica, podem participar nos mercados podendo aqui ser considerados pessoas singulares. Em CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2016, p. 236.

⁹⁸ Tendo em conta os artigos que se encontram na Secção I do Capítulo II do Título IV do DECRETO-LEI N.º 486/99, de 13 de Novembro de 1999, *Código dos Valores Mobiliários, versão actualizada [online]*. Consultado a 23 de Outubro de 2019. Disponível em:

http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_estrutura.php?tabela=leis&artigo_id=&nid=450&nversao=&tabela=leis&so_miolo=

Os *intermediários financeiros*, encontrando-se regularmente entre os emitentes e os investidores, podem tomar as mais diversas formas⁹⁹. Compreendidos como entidades que devem ser procuradas quer para mero aconselhamento quer para actuarem em nome do investidor¹⁰⁰, os intermediários financeiros encontram uma posição de obrigatoriedade na intervenção dos mercados financeiros portugueses regulamentados através do artigo 206.º, do CVM.

Não existirá certamente mercado sem *investidores*, cuja pretensão em subscrever os valores mobiliários será a finalidade última de quem os negocia. O nosso Código dos Valores Mobiliários distingue os investidores profissionais dos não-profissionais¹⁰¹ no seu artigo 30.º, embora na verdade não seja uma separação absoluta, podendo requerer cada um deles a classificação do outro para algumas situações¹⁰². Interessa todavia esta distinção pelos direitos e obrigações que se encontram associados a cada uma das categorias, sendo que nem sempre estão relacionados directamente com o investidor mas sim com o intermediário financeiro, por exemplo¹⁰³.

Refira-se ainda a existência das *contrapartes centrais*, essenciais na fase de compensação e liquidação dos derivados de mercado regulamentado. Estas assumem uma posição simultânea de vendedoras e compradoras conforme as ordens de transferência, acabando por liquidar, física ou financeiramente, o derivado¹⁰⁴.

Os principais interessados nos mercados de *energia* serão na mesma emitentes, entidades gestoras de mercado, intermediários financeiros, investidores, e contrapartes

⁹⁹ Instituições de crédito ou empresas de investimento, inserindo-se dentro destas últimas, por exemplo, sociedades corretoras, sociedades gestoras de patrimónios ou sociedades de consultoria para investimento. *Vide* artigo 293.º, do CVM.

¹⁰⁰ VEIL, Rüdiger, *European Capital Markets Law*, 2017, p. 122; e MENEZES CORDEIRO, A. Barreto, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2018, p. 252.

¹⁰¹ Assim denominados desde 2018, até então sendo investidores qualificados e investidores não-qualificados. *Vide* LEI N.º 35/2018, de 20 de Julho [online]. Consultado a 4 de Março de 2020. Disponível em: http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=2920&tabela=leis&ficha=1&pagina=1&so_miolo=

¹⁰² *Vide* artigos 317.º-A e 317.º-B, respectivamente, do CVM. Situação apontada por MENEZES CORDEIRO, A. Barreto, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2018, p. 109.

¹⁰³ Para aprofundar um pouco, *vide* MENEZES CORDEIRO, A. Barreto, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2018, p. 109-110.

¹⁰⁴ MENEZES CORDEIRO, A. Barreto, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2018, p. 252-253.

centrais, porém o objectivo aqui será dar exemplos de quem teremos, na prática, a desempenhar esses papéis num sector tão específico como o energético.

Cada mercado regulamentado terá a sua organização própria, definida por um ou vários regulamentos internos, sendo que aqui, para apresentar os principais interessados, seguir-se-á como exemplo o que se encontra definido para o OMIP (Operador do Mercado Ibérico de Energia – Pólo Português) no seu regulamento de negociação.

No OMIP compreende-se como principais interessados, ou participantes do mercado, os membros negociadores, os clientes e os intermediários de operações bilaterais. A par deles, os criadores de mercado e os membros compensadores também revelam terem importância digna de menção.

Os *membros negociadores* poderão agir por conta própria, ou por conta de terceiros, ou ambos, introduzindo ofertas exclusivamente para si, ou para entidades que com eles estejam numa relação de domínio ou de grupo, ou agregando ambos os tipos de ofertas. Desta categoria podem fazer parte empresas de energia (como, por exemplo, a EDP – Energias de Portugal), bancos (nomeadamente o Banco Santander, S.A.), e ainda outros tipos de instituições financeiras ou empresas de consultoria relacionadas com investimento (*vide* a CIMD – Corretaje e Información Monetaria y de Divisas, S.A.)¹⁰⁵, encontrando-se direitos e obrigações específicos em relação a eles no mesmo regulamento em análise. É aqui que também se inserem os *criadores de mercado*, cujo encargo consiste em garantir uma adequada liquidez do mercado, através de medidas definidas pelo OMIP, contrapondo-se a esta responsabilidade acrescida a atribuição de benefícios negociados entre o mercado e estes¹⁰⁶.

Por *clientes* entende-se quem pretenda investir no mercado de derivados de energia, podendo proceder a tal através dos membros negociadores por conta de terceiros, ou da inscrição de negociações bilaterais através dos membros compensadores.

Nos *intermediários de operações bilaterais* encontramos as entidades que podem submeter a registo operações bilaterais entre membros negociadores ou membros

¹⁰⁵ OMIP, *Membros – Lista de Membros* [online]. Consultado a 4 de Agosto de 2020. Disponível em: <https://www.omip.pt/pt/lista-de-membros>

¹⁰⁶ OMIP, *Membros – Criadores de Mercado* [online]. Consultado a 4 de Agosto de 2020. Disponível em: <https://www.omip.pt/pt/criadores-de-mercado-omip>

compensadores, especificamente aquelas que, pelo objecto societário das mesmas, tenham capacidade para desenvolver a actividade¹⁰⁷.

Por fim, os *membros compensadores* já pertencem na verdade à OMIClear, entidade criada para agir como Câmara de Compensação e Contraparte Central no OMIP. No entanto, não deixam de participar no mercado, actuando como contraparte da OMIClear em todas as operações registadas¹⁰⁸.

II. Os Mercados de Derivados de Energia

Os contratos de derivados de energia serão inseridos em mercados próprios pelas características intrínsecas dos mesmos, revelando-se estes no cenário financeiro a partir dos finais da década de 90 do século passado. Na Europa, encontram-se dois mercados de energia de dois países bem diferentes cuja história importa revelar pelo seu instinto precursor em relação aos demais, ora de uma forma, ora de outra, que de seguida se compreenderão.

Explore-se ainda o caso do Mercado Ibérico de Energia Eléctrica, que tanto diz respeito a Portugal não só na medida em que é fruto da sua união com Espanha ao nível energético, assim como este também alberga um mercado de derivados de energia no seu seio. Percebendo o seu funcionamento, tomar-se-á uma maior atenção à possibilidade inegável de uma manipulação de mercado, que tanto deve preocupar com as consequências que dela poderão advir.

1. Breve resenha histórica

A origem da criação de mercados conjuntos de electricidade deriva especialmente dos benefícios económicos que advêm da interligação de sistemas eléctricos ora dentro de nações, quando pertencentes a diferentes empresas, ora entre países vizinhos. Desde a

¹⁰⁷ OMIP, *Membros – Tipos de Membros – Intermediários de Operações Bilaterais* [online]. Consultado a 4 de Agosto de 2020. Disponível em: <https://www.omip.pt/pt/tipos-de-membros-omip>

¹⁰⁸ OMIP, *Membros – Tipos de Membros – Membros Compensadores* [online]. Consultado a 4 de Agosto de 2020. Disponível em: <https://www.omip.pt/pt/tipos-de-membros-omip> e OMICLEAR, *Participantes – Tipos de Participantes – Membro Compensador* [online]. Consultado a 4 de Agosto de 2020. Disponível em: <https://www.omiclear.pt/pt/tipos-de-participantes>

redução de investimento em infra-estruturas por mútuo aproveitamento das existentes entre membros do mercado conjunto, até a um maior equilíbrio na produção que se encontra nas mãos de cada um, percebe-se o interesse na união de sistemas, cujo desenvolvimento levou aos mercados que encontramos nos dias de hoje¹⁰⁹.

A par desta união mencionada assistiu-se também a um sentido liberalizador nos mercados de energia por parte de alguns Estados, ora por iniciativa própria, como o Reino Unido, ora por iniciativa da União Europeia, como nos países nórdicos e ibéricos. Esta liberalização prendia-se por motivos de desenvolvimento da concorrência, permitindo aos consumidores contratarem com a empresa que para o seu caso ofereça melhores condições, e conseqüentemente terem acesso a uma energia mais barata.

Os mercados de derivados de energia entram neste contexto pois será através deles e da contratação neles feita que as empresas de energia conseguirão comprar energia a um preço que a tornará mais acessível para as famílias, através de uma maior colmatação do risco que está normalmente associado à electricidade e que já foi aqui tratado¹¹⁰.

Pense-se, em primeiro lugar, na *experiência do Reino Unido*, considerado pioneiro na reforma do seu sistema eléctrico nacional e, a par disso, do seu mercado de energia. Apontem-se três datas primordiais nesta senda britânica: 1989, 2000, e 2004. Compreender-se-á a importância das suas medidas através de um paralelismo com as Directivas posteriormente emanadas pela Comunidade Europeia da altura, direccionadas de forma semelhante.

Em 1989, o *Electricity Act*¹¹¹ veio apostar na concorrência do mercado inglês, tendo sido pensada a sua liberalização como a solução ideal para alcançar esse mesmo objectivo. Desta forma, deu-se a privatização das várias empresas públicas que para ele contribuíam¹¹²,

¹⁰⁹ SILVA, Suzana Tavares da, *Direito da Energia*, 2011, p. 126.

¹¹⁰ Vide Capítulo I, ponto 4.

¹¹¹ ELECTRICITY ACT 1989, *versão original*, de 27 de Julho de 1989 [online]. Consultado a 26 de Março de 2020. Disponível em: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1989/29/contents/enacted>

¹¹² Permanecendo, no entanto, na esfera pública a companhia de produção de energia nuclear (a *Nuclear Electric*). Em BERNARD, Pierre; MORENO, Marta Navarrete; VANHAY, Aurore, «An Overview of the Evolution of the European Unbundling Process in the Electricity Sector: The Cases of France, the UK and Belgium», *European Energy Journal* [online], Vol. 3, N.º 4 (2013), p. 24-45. Consultado a 18 de Março de 2020. Disponível em:

https://heinonline.org/HOL/Page?public=true&handle=hein.journals/euenj3&div=52&start_page=24&collection=journals&set_as_cursor=0&men_tab=srchresults

seguindo-se uma lógica: sendo a transmissão e a distribuição da energia monopólios naturais, a sua produção e fornecimento já não o serão, permitindo-se aqui o desenvolvimento da concorrência a par do acesso dos que se movem nestas duas últimas vertentes às anteriores.

A *National Grid Company* ficou encarregue de operar o sistema de transmissão e coordenar as operações com as maiores estações de Inglaterra e do País de Gales, assim como as interconexões com a França e a Escócia. Importante será dizer que ficou também responsável pela administração da *pool*.

A *pool* britânica surgiu na medida em que, existindo consciência daquelas leis da física anteriormente explanadas¹¹³, o Reino Unido percebeu que necessitaria de, apesar de promover a concorrência entre empresas do sector, reunir toda a sua produção para alcançar a demanda dos seus consumidores naquele momento, procedendo também à coordenação e gestão das estações de produção através de uma nova entidade que vincularia todos os produtores com licenças obrigatórias para os mesmos poderem exercer a actividade. Esta união, das estações e da produção, que delas advinha, concordando os produtores e os consumidores em vender e comprar em conjunto, significa então uma *pooling* de recursos.

O acesso à *pool* seria concedido a qualquer empresa que já tivesse um acordo anterior com a *National Grid Company* ou com alguma das doze companhias regionais de electricidade, passando pelo *Office of Electricity Regulation* para obter a dita licença, a não ser que fizesse parte das excepções previstas. Atente-se que a capacidade de ser membro desta *pool* traria consigo a obrigação de se sujeitar a um quadro de contratação padronizada determinado pelo *Pooling and Settlement Agreement for the Electricity Industry in England and Wales*.

Originalmente um mercado *spot*¹¹⁴, os britânicos aperceberam-se do risco associado à sua *pool*, procedendo por conseguinte à criação de contratos de gestão de risco, os então denominados contratos diferenciais, ainda hoje existentes nos mercados de derivados. Estes teriam duas vias: uma primeira, que exigia o pagamento do produtor ao consumidor da

¹¹³ Recordando: as *leis de Kirchoff*, a *lei das correntes ou dos nós* determina que não pode existir um armazenamento típico de electricidade, mas apenas em pequenas quantidades e por custos elevados, enquanto a *lei das tensões ou das malhas* define a impossibilidade de localizar a origem do fabrico da electricidade. Em SILVA, Suzana Tavares da, *Direito da Energia*, 2011, p. 124.

¹¹⁴ Mercado financeiro cujas operações são de execução imediata. Em ENGRÁCIA ANTUNES, José A., *Os Instrumentos Financeiros*, 2018, p. 60.

diferença entre o preço de venda da *pool* pago pelo consumidor e um preço de exercício acordado para um certo número de unidades de energia quando o preço de venda da *pool* exceda este, sendo que, para receber estes montantes, o consumidor teria de fazer pagamentos fixos ao produtor; e uma segunda via, semelhante à primeira mas requerendo também da parte do consumidor o pagamento da diferença entre o preço de venda da *pool* e o preço de exercício quando este fosse superior ao anterior¹¹⁵.

A ulterior Directiva 96/92/CE¹¹⁶ nasceu com o exacto objectivo de liberalização dos mercados de energia europeus, num sentido de fomentar a concorrência nos mesmos mas não só, promovendo-se também uma maior segurança no abastecimento da electricidade aos consumidores. Este documento europeu faz parte do Primeiro Pacote da Energia¹¹⁷, que se poderá considerar claramente inspirado pela experiência britânica advinda desta reforma de 1989.

Pouco mais de dez anos volvidos, em 2000 ainda se sentia a necessidade de continuar a vontade liberalizadora iniciada anteriormente. Formou-se assim, através do *Utilities Act*¹¹⁸, a exigência de se atribuir licenças diferentes às actividades de distribuição e fornecimento de electricidade que teriam de ser prosseguidas por entidades diferentes, deixando, desta forma, de existir áreas exclusivas de alguns operadores. Acreditava-se, com isto, numa diminuição de comportamentos discriminatórios no acesso à rede.

Denotando ainda uma falta de concorrência por deficiências encontradas no sistema de *pool* adoptado, foi introduzido também um *New Electricity Trade Arrangements (NETA)*. Segundo este documento, a electricidade seria comercializada através da contratação de

¹¹⁵ BEHARRELL, Steven R., «The Electricity Pool in England and Wales: The Generator's Perspective», *Journal of Energy and Natural Resources Law* [online], Vol. 9, N.º 1 (1991), p. 46-65. Consultado a 6 de Março de 2020. Disponível em:

https://heinonline.org/HOL/Page?public=true&handle=hein.journals/jenr19&div=10&start_page=45&collection=journals&set_as_cursor=0&men_tab=srchresults

¹¹⁶ DIRECTIVA 96/92/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Dezembro de 1996, *que estabelece regras comuns para o mercado interno da electricidade* [online]. Consultado a 24 de Março de 2020. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:31996L0092&from=PT>

¹¹⁷ PARLAMENTO EUROPEU, *Mercado Interno da Energia* [online]. Consultado a 24 de Março de 2020. Disponível em: https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/pt/FTU_2.1.9.pdf

¹¹⁸ UTILITIES ACT 2000, *versão original*, de 28 de Julho de 2000 [online]. Consultado a 26 de Março de 2020. Disponível em: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/27/contents/enacted>

futuros e *forwards* de forma bilateral, onde as partes eram obrigadas a fornecer informações sobre o volume contratado, entre outras¹¹⁹.

Por esta via de mercado, os britânicos acreditavam encontrar-se num bom caminho para finalmente terem uma comercialização da electricidade menos centralizada e, por isso, mais apelativa, inspirada no conceito de mercado concretizado *ab initio* pelos países nórdicos europeus, que vieram a realizar em 1996¹²⁰.

Mais uma vez, parecendo seguir os passos dados pelo país em análise, a Comunidade Europeia volta a lançar uma nova directiva, a Directiva 2003/54/CE¹²¹, revogando a anteriormente mencionada, na sua senda de maior integração do mercado interno de energia. Promove aqui também um acesso não discriminatório à rede, através de entidades de distribuição e fornecimento diferentes, tal como foi pensado pelos britânicos.

A última reforma digna de menção será a de 2004, promovida pelo *Energy Act*¹²² desse mesmo ano, que introduziu o sistema actualmente utilizado no Reino Unido para os seus mercados de energia. *British Electricity Trading and Transmission Arrangements (BETTA)* foi o nome dado ao documento que previu as novidades.

Inicialmente com acesso ao mercado apenas a Inglaterra e o País de Gales, agora a Escócia vem também juntar-se ao mesmo, restando apenas a República da Irlanda do Norte com o seu próprio mercado e sistema. Os sistemas inglês e galês, aditando-se o escocês,

¹¹⁹ BERNARD, Pierre; MORENO, Marta Navarrete; VANHAY, Aurore, «An Overview of the Evolution of the European Unbundling Process in the Electricity Sector: The Cases of France, the UK and Belgium», *European Energy Journal* [online], Vol. 3, N.º 4 (2013), p. 24-45. Consultado a 18 de Março de 2020. Disponível em:

https://heinonline.org/HOL/Page?public=true&handle=hein.journals/euenj3&div=52&start_page=24&collection=journals&set_as_cursor=0&men_tab=srchresults

¹²⁰ WOLFRAM, Catherine D., «Electricity Markets: Should the Rest of the World Adopt the United Kingdom's Reforms?», *Regulation* [online], Vol. 22, N.º 4 (1999), p. 48-53. Consultado a 6 de Março de 2020. Disponível em: <https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/rcatorbg22&id=230&collection=journals&index=>

¹²¹ DIRECTIVA 2003/54/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Junho de 2003, *que estabelece regras comuns para o mercado interno da electricidade e que revoga a Directiva 96/92/CE* [online]. Consultado a 12 de Março de 2020. Disponível em:

https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:caeb5f68-61fd-4ea8-b3b5-00e692b1013c.0010.02/DOC_1&format=PDF

¹²² ENERGY ACT 2004, *versão original*, de 22 de Julho de 2004 [online]. Consultado a 26 de Março de 2020. Disponível em: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2004/20/contents/enacted>

passaram a ter um único operador no sistema de transmissão, a *National Grid*, o que se acreditava equilibrar a oferta e a procura de electricidade na Grã-Bretanha¹²³.

Ora, a terceira directiva vem sinalizar exactamente a importância de um operador independente no sistema de transmissão, acreditando resolver assim potenciais conflitos de interesse e assegurar mais eficazmente o fornecimento de electricidade. Mais uma vez se entende que, a Comunidade Europeia, foi beber da fonte britânica com a Directiva 2009/72/CE, que revogou a sua antecessora e ainda hoje se mantém em vigor.

Presentemente, o Reino Unido detém um mercado de electricidade actualizado pelo *Energy Act* de 2013¹²⁴. Este introduziu, ao nível do meio dos derivados, novos contratos diferenciais com o propósito de se encorajar o investimento na produção de electricidade com baixas emissões de carbono, incluindo um novo corpo governamental, a *Low Carbon Contracts Company*, que seria a contraparte para estes contratos de longo termo¹²⁵.

Nos *países nórdicos europeus*, até aos anos 90 tudo seria regulado e controlado pelo Estado. Foi a Noruega que, com o seu *Energy Act*¹²⁶ de 1990, se iniciou na demanda pela liberalização do sector energético nessa região. Um pouco à semelhança do Reino Unido, também assentou as suas bases liberalizadoras no pressuposto dos monopólios naturais da

¹²³ Embora havendo apenas um operador do sistema de transmissão, compreenda-se que existem licenças de transmissão atribuídas conforme as áreas geográficas pelo *Office of Gas and Electricity Markets (OFGEM)*, um gabinete que agrega quer o regulador do gás, quer o da electricidade, do Reino O *OFGEM* foi criado pelo *Utilities Act* de 2000, que procedeu à fusão dos reguladores do gás e da electricidade britânicos dando origem àquela entidade. Em BERNARD, Pierre; MORENO, Marta Navarrete; VANHAY, Aurore, «An Overview of the Evolution of the European Unbundling Process in the Electricity Sector: The Cases of France, the UK and Belgium», *European Energy Journal* [online], Vol. 3, N.º 4 (2013), p. 24-45. Consultado a 18 de Março de 2020. Disponível em:

https://heinonline.org/HOL/Page?public=true&handle=hein.journals/euenj3&div=52&start_page=24&collection=journals&set_as_cursor=0&men_tab=srchresults

¹²⁴ ENERGY ACT 2013, *versão original*, de 18 de Dezembro de 2013 [online]. Consultado a 14 de Abril de 2020. Disponível em: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2013/32/contents/enacted>

¹²⁵ GRUBB, Michael; NEWBERY, David, «UK Electricity Market Reform and the Energy Transition: Emerging Lessons», *Energy Journal*, Vol. 39, N.º 6 (2018), p. 1-25. Consultado a 16 de Abril de 2020. Disponível em: <http://eds.b.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=4&sid=b0799896-1afe-4da5-958c-a50497e0b444%40pdc-v-sessmgr02>

¹²⁶ ACT N.º 50 OF 29 JUNE 1990, *Act relating to the Generation, Conversion, Transmission, Trading, Distribution and Use of Energy, etc. (The Energy Act) – Unofficial Translation* [online]. Consultado a 27 de Março de 2020. Disponível em: https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/oed/vedlegg/lover-og-reglement/act_no_50_of_29_june_1990.pdf

transmissão e distribuição, percebendo a possibilidade de existir concorrência na produção e fornecimento da electricidade.

Para controlo dos monopólios naturais mencionados, foi então emanada a obrigação de concessão de licenças às companhias de transmissão e distribuição, sujeitando-as dessa forma a um acesso à rede e tarifas regulados, e à necessidade de transparência das suas contas. Deu-se também uma separação na contabilidade da produção em relação a estas duas categorias faladas, na medida em que usualmente seria a mesma empresa com ambas, isto para não existir uma subsidiação dupla das mesmas. O acesso de terceiros à rede para o fornecimento veio abolir o monopólio anteriormente instalado, fomentando-se assim a concorrência no meio.

Inicialmente o mercado seria para comercialização a curto prazo de electricidade, podendo apenas participar no mesmo os seus produtores. Já a partir do *Energy Act* foi introduzido o conceito de mercado aberto, ao qual qualquer pessoa poderia aceder, comprando e vendendo electricidade, criando-se também uma entidade que funcionaria como contraparte central no mesmo, a *Statnett Marked AS*.

Esta entidade operava dois mercados onde a electricidade seria comercializada e fisicamente entregue: um mercado *spot*, onde estabeleceriam preços à hora para as vinte e quatro horas seguintes; e um mercado regulador onde os desvios entre consumo e produção no sistema eléctrico seriam resolvidos. Além disso, existiria também um mercado semanal, de *forwards* com entrega física, onde contratos de electricidade poderiam ser comercializados em bloco num espaço temporal até dois anos. Este último só funcionou até 1995, sendo depois transformado num mercado de futuros sem entrega física.

Em 1996, o Parlamento sueco adoptou um *Energy Act* que perseguia as mesmas linhas orientadoras do seu homólogo norueguês, prevendo-se uma posterior união de mercados escandinava¹²⁷. Resulta que, efectivamente, tal veio a acontecer nesse mesmo ano. Noruega e Suécia criaram um mercado comum para a comercialização de electricidade, o

¹²⁷ HAMMER, Ulf, «Reorganisation of the Norwegian Electricity Market», *Journal of Energy and Natural Resources Law* [online], Vol. 14, N.º 1 (1996), p. 95-98. Consultado a 30 de Março de 2020. Disponível em: https://heinonline.org/HOL/Page?public=true&handle=hein.journals/jenr14&div=14&start_page=95&collection=journals&set_as_cursor=3&men_tab=srchresults#

Nord Pool, removendo simultaneamente as tarifas aduaneiras sobre a electricidade transferida entre os dois países.

No espaço de dois anos, uniu-se a Finlândia a este mercado, assim como, dois anos volvidos mais, em 2000, veio a juntar-se a Dinamarca¹²⁸. Resulta então que, estes quatro países, se encontram unidos na comercialização de electricidade entre si, num mercado composto por vários tipos de mercados: o *Elspot*, entendendo-se facilmente pelo nome como o mercado *spot*; o *Elbas*, um mercado que une os países nórdicos à Alemanha, servindo também como mecanismo de equilíbrio; e os mercados *Eltermin* e *Eloptions*, relacionados, respectivamente, um com futuros e *forwards*, e o outro opções¹²⁹.

Ao longo dos tempos é possível denotar-se uma evolução na utilização dos mercados e no relacionamento entre países, especialmente no que diz respeito ao lançamentos do *Elbas* na Alemanha em 2006, assim como do *Elspot* na Estónia, Lituânia e Letónia em anos seguintes. Actualmente, as transacções do *Nord Pool* chegam a vinte e um países europeus¹³⁰.

2. O Mercado Ibérico de Energia Eléctrica (MIBEL) e os seus pólos

Este percurso acabou por levar portugueses e espanhóis a entreolharem-se e a ponderarem também uma união, esta com o sentido de seguir os exemplares passos dados anteriormente pelos países apresentados, assim como a corresponder às expectativas da Comunidade Europeia de então.

Através de um primeiro acordo assinado em 1998, Portugal e Espanha iniciam a sua cooperação no seio da energia eléctrica. Três anos depois estabeleceram, num protocolo

¹²⁸ PIERCE, Richard; TREBILCOCK, Michael; THOMAS, Evan, «Regional Electricity Market Integration: A Comparative Perspective», *Competition and Regulation in Network Industries* [online], Vol. 8, N.º 2 (2007), p. 215-258. Consultado a 6 de Março de 2020. Disponível em:

https://heinonline.org/HOL/Page?public=true&handle=hein.journals/netwin8&div=14&start_page=215&collection=journals&set_as_cursor=0&men_tab=srchresults

¹²⁹ SRIVASTAVA, Anurag K., *et al.*, «Electricity Markets: an Overview and Comparative Study», *International Journal of Energy Sector Management* [online], Vol. 5, N.º 2 (2011), p. 169-200. Consultado a 27 de Março de 2020. Disponível em:

<https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/17506221111145977/full/pdf?title=electricity-markets-an-overview-and-comparative-study>

¹³⁰ NORD POOL, *About Us – History* [online]. Consultado a 16 de Abril de 2020. Disponível em:

<https://www.nordpoolgroup.com/About-us/History/>

assinado em Madrid, as primeiras condições que levariam à criação de um mercado ibérico de electricidade, fixando de seguida em 2003 um calendário para a sua efectiva concretização através de um memorando de entendimento elaborado na XIX Cimeira Luso-Espanhola.

Após seis anos de acordos, protocolos e memorandos, em Outubro de 2004¹³¹ é assinado o definitivo *Acordo para a Constituição de um Mercado Ibérico da Energia Eléctrica (MIBEL)*¹³², resultado da experiência que foram obtendo com os entendimentos anteriores. Definiu-se aqui uma base para a harmonização dos preços da electricidade entre os dois países, sob princípios de transparência e uniformidade, reflectindo os custos reais da provisão de energia. Além disso, criou-se um Conselho de Reguladores constituído por representantes das entidades reguladoras de energia e do mercado de valores mobiliários de cada um dos países, nomeadamente da Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos (ERSE) e da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) de Portugal, e da *Comisión Nacional de Energia (CNE)*¹³³ e da *Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)* de Espanha¹³⁴.

No entanto, para este novo mercado iniciar o seu efectivo funcionamento seria ainda necessária a aprovação de legislação referente a condições de exercício, regras de carácter transitório, e procedimento do licenciamento, entre outras, para Portugal corresponder às

¹³¹ Embora em Janeiro de 2004 já tivesse existido uma assinatura de um acordo provisório tendo em vista o mesmo objectivo que, na verdade, nunca chegou a entrar em vigor. Em SILVA, Suzana Tavares da, *Direito da Energia*, 2011, p. 127. Consulte-se o dito acordo provisório em DIÁRIO DA REPÚBLICA ELECTRÓNICO, *Resolução da Assembleia da República n.º 33-A/2004* [online]. Consultado a 11 de Março de 2020. Disponível em: <https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/245122/details/maximized>

¹³² DIÁRIO DA REPÚBLICA ELECTRÓNICO, *Resolução da Assembleia da República n.º 23/2006* [online]. Consultado a 11 de Março de 2020. Disponível em:

<https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/667536/details/maximized>

¹³³ Esta entidade foi entretanto substituída pela *Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMV)*. Em MIBEL, *Conselho de Reguladores – Membros* [online]. Consultado a 9 de Abril de 2020. Disponível em: <https://www.mibel.com/conselho-de-reguladores/membros/>

¹³⁴ DOMÍNGUEZ, E. Fernández; BERNAT, J. Xiberta, «Restructuring and Generation of Electrical Energy in the Iberian Peninsula», *Energy Policy* [online], Vol. 35, N.º 10 (2007), p. 5117-5129. Consultado a 9 de Abril de 2020. Disponível em:

<https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S0301421507001735?token=D953E130B1005A21DC9C49384D0035BA4A10D313FD1A668E0B624FD7DBDF84E9769A195A2E95B6F0F3E14648F10D578E>

exigências europeias por falta de transposição da segunda Directiva relativa à liberalização do sector energético¹³⁵.

Desta forma, o MIBEL que se conhece hoje em dia, não foi apenas fruto desta senda explanada, tendo o seu Acordo de Constituição sofrido ainda algumas alterações posteriores.

Em 2007, o *plano de compatibilização entre Portugal e Espanha no sector energético*¹³⁶ trouxe novas e diversas medidas: princípios gerais de organização e gestão do operador do mercado ibérico (OMI); reforço da articulação entre operadores de sistema; definição de regras comuns para aumentar a concorrência no seio do MIBEL e reduzir o poder de mercado; incentivo à liberalização, entre outros. Além disso, ainda trazia indicações para a concepção futura de um mercado ibérico de gás natural, o MIBGAS¹³⁷.

Surgiu um *novo acordo*, no ano seguinte, que veio rever o Acordo original¹³⁸, trazendo essencialmente novas redacções a alguns dos seus artigos mas não só, procedendo também à concretização de algumas pretensões demonstradas no plano de compatibilização referido. Dá-se agora efectivamente a constituição do operador do mercado ibérico (OMI), que inclui duas sociedades gestoras de mercado, uma portuguesa e uma espanhola, que por sua vez cada uma tem uma participação de cinquenta por cento na OMIClear, a sociedade de compensação do mercado¹³⁹. É também feito um aditamento ao artigo 7.º sob a designação “fomento da concorrência” que, na verdade, apresenta uma definição de operador dominante

¹³⁵ DIRECTIVA 2003/54/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Junho de 2003, *que estabelece regras comuns para o mercado interno da electricidade e que revoga a Directiva 96/92/CE* [online]. Consultado a 12 de Março de 2020. Disponível em:

https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:caeb5f68-61fd-4ea8-b3b5-00e692b1013c.0010.02/DOC_1&format=PDF

¹³⁶ ENTIDADE REGULADORA DOS SERVIÇOS ENERGÉTICOS, *Plano de Compatibilização entre Portugal e Espanha no Sector Energético* [online]. Consultado a 12 de Março de 2020. Disponível em:

<https://www.erse.pt/media/nulhyqdf/plano-de-compatibiliza%C3%A7%C3%A3o-entre-portugal-e-espanha-no-sector-energ%C3%A9tico.pdf>

¹³⁷ DOMÍNGUEZ, E. Fernández; BERNAT, J. Xiberta, «Restructuring and Generation of Electrical Energy in the Iberian Peninsula», *Energy Policy* [online], Vol. 35, N.º 10 (2007), p. 5117-5129. Consultado a 9 de Abril de 2020. Disponível em:

<https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S0301421507001735?token=D953E130B1005A21DC9C49384D0035BA4A10D313FD1A668E0B624FD7DBDF84E9769A195A2E95B6F0F3E14648F10D578E>

¹³⁸ Apenas aprovado em 2009 pela Assembleia da República. DIÁRIO DA REPÚBLICA ELECTRÓNICO, *Resolução da Assembleia da República n.º 17/2009* [online]. Consultado a 12 de Março de 2020. Disponível em: <https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/605548/details/normal?perPage=50&q=Constitui%C3%A7%C3%A3o-da+Rep%C3%ABlica+Portuguesa>

¹³⁹ SILVA, Suzana Tavares da, *Direito da Energia*, 2011, p. 133.

e associa a essa condição certas limitações e obrigações claramente tendo em vista, aí sim, a manutenção da concorrência no meio.

O MIBEL que encontramos nos dias de hoje não foi alvo de alterações posteriores de relevo, porém, note-se que há cerca de dois anos, em 2018, o seu Conselho de Reguladores procedeu à elaboração de um *estudo* tendo em vista a integração da produção renovável e da cogeração no MIBEL e na operação dos respectivos sistemas eléctricos¹⁴⁰. Compreenda-se que qualquer implementação ainda não terá ocorrido em espaço tão curto de tempo tendo em conta a importância de um aspecto tão significativo como este ingresso no mercado que estudamos.

Nascido então no ano de 2007 e desenvolvido ao longo dos anos seguintes, o MIBEL é hoje o mercado de energia da Península Ibérica, unindo Portugal e Espanha no fornecimento de electricidade¹⁴¹ aos seus cidadãos. Apresente-se então como um conjunto de mercados organizados, nomeadamente o mercado diário e intradiário, desenvolvido no pólo espanhol, e o mercado a prazo, explorado no pólo português. Além das operações que podem ser exercidas nestes mercados, existe sempre abertura para o registo de operações que ocorram bilateralmente.

O *mercado diário* é onde se dão as transacções que geram entrega física para o dia seguinte, ocorrendo então no dia a seguir ao seu fecho o fornecimento de energia antes negociado. Aqui entram também, posteriormente ao fecho, posições do mercado a prazo com entrega física e a execução de leilões cuja liquidação seja feita através da mesma forma, unindo-se as várias posições.

Fazendo parte do mesmo mercado *spot* que o anterior, o *mercado intradiário* exerce uma função de ajuste, isto entre a oferta e a procura do mercado diário, procurando evitar os possíveis desfasamentos que possam existir no primeiro, descrito anteriormente. Tendo a

¹⁴⁰ MIBEL, *Conselho de Reguladores – Estudos – Março 2018, Integração da Produção Renovável e de Cogeração no MIBEL e na Operação dos Respectiveos Sistemas Eléctricos* [online]. Consultado a 13 de Abril de 2020. Disponível em: https://www.mibel.com/wp-content/uploads/2018/08/Estudo_PRE_PT_201803.pdf

¹⁴¹ E, tal como já aflorado antes, de gás natural. Em OMIP, *New Iberian Natural Gas Service – OMIP & OMIClear* [online]. Consultado a 16 de Outubro de 2019. Disponível em: <https://www.omip.pt/en/publication/new-iberian-natural-gas-service-omip-omiclear>

função designada, é por esse mesmo motivo que agentes que usualmente têm uma posição de vendedores podem ser aqui compradores e vice-versa.

No lado português, encontra-se o *mercado a prazo*, considerando-se operações características deste mercado os futuros e as opções que tenham por activo subjacente a electricidade, produtos de base energética e outros activos equivalentes, índices de electricidade, entre outros. A liquidação dá-se por entrega física ou meramente financeira.

Aflorada anteriormente, recorde-se a importância da OMIClear, uma sociedade de compensação que faz parte do MIBEL, actuando como câmara de compensação das operações a prazo mencionadas, assim como contraparte central do mesmo. Gere também o sistema de liquidação dos mercados¹⁴².

A possibilidade de concretização de operações bilaterais, nomeadamente de contratos que não se encontram no mercado a prazo, como *forwards* e *swaps*, necessita de registo no MIBEL¹⁴³, mais especificamente junto da aludida OMIClear. A plataforma de negociação do OMIP só permite o acesso de membros do mercado ou clientes para a realização deste tipo de operações, não sendo algo totalmente livre¹⁴⁴.

Por fim, considerados instrumentos financeiros derivados conforme descrito pelo Regulamento (UE) n.º 648/2012, os derivados relacionados com as licenças de emissão de dióxido de carbono não fazem parte das negociações do MIBEL. Todavia, há que referir que este tipo de derivados influencia bastante o preço da electricidade transaccionada naquele mercado na medida em que o activo subjacente está estreitamente relacionado com a produção de energia, sendo por isso mesmo alvo de estudo pelo Conselho de Reguladores¹⁴⁵. Portanto também se pode concluir desde já que, apesar de aqueles derivados não serem comercializados através do MIBEL, uma possível manipulação deste tipo de derivados

¹⁴² MIBEL, *Conselho de Reguladores – Estudos – Novembro 2009, Descrição do Funcionamento do MIBEL [online]*. Consultado a 6 de Agosto de 2020. Disponível em:

https://www.mibel.com/wp-content/uploads/2018/08/Descricao_Funcionamento_MIBEL_Marco_2009.pdf

¹⁴³ SILVA, Suzana Tavares da, *Direito da Energia*, 2011, p. 130.

¹⁴⁴ OMIP, *OMIPData – Acesso a Ficheiros – Regras do OMIP – Regulamento de Negociação [online]*. Consultado a 7 de Agosto de 2020. Disponível em:

https://www.omip.pt/system/files/2020-01/omip_regulamento_da_negociacao_29.junho.2018_pt_0.pdf

¹⁴⁵ MIBEL, *Conselho de Reguladores – Estudos – Julho 2020, Estudo sobre o Mercado de Licenças de Emissão de CO2 – Sumário Executivo [online]*. Consultado a 6 de Agosto de 2020. Disponível em:

https://www.mibel.com/wp-content/uploads/2020/07/SE_Estudo_MIBEL_Mercado_CO2_PT.pdf

poderá ter uma influência directa na factura da energia dos consumidores portugueses e espanhóis.

Assim se dá abertura ao próximo capítulo a tratar, exactamente relacionado com a manipulação de mercado relativa, em especial, aos derivados de energia através de um primeiro encontro com uma possível consequência desagradável como um aumento no peso da conta da electricidade nas economias familiares.

III. A Manipulação de Mercado no Contexto dos Mercados de Derivados de Energia Europeus

O fenómeno da manipulação de mercados, tal como já foi referido anteriormente e muito frisado pelos autores que abordam a área, não é recente. Todo e qualquer mercado cujos preços dependam da oferta e da procura estará sujeito à possibilidade da ocorrência deste prejuízo no seu seio, sendo que a primeira lei referente à manipulação de mercados para salvaguarda do regular funcionamento do mecanismo de formação de preços¹⁴⁶ remonta ao século XIX.

Hoje em dia, ainda são vários os países que não têm legislação específica sobre o assunto, remetendo-o para o tipo legal da fraude¹⁴⁷. Porém, a União Europeia dispõe de regulamentos e directivas que se preocupam em colmatar um pouco a lacuna anteriormente existente no que diz respeito a este mal difundido. Procurar-se-á analisar, ora de um ponto de vista genérico, ora do meio dos mercados de energia, as características e consequências da manipulação de mercados, sem se perder a oportunidade de elaborar um juízo sobre em que ponto se encontra a prevenção da mesma.

¹⁴⁶ CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2016, p. 872.

¹⁴⁷ VENTORUZZO, Marco; MOCK, Sebastian, *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide [e-book]*, 1.st Ed., Oxford: Oxford University Press, 2017. ISBN 978-0-19-881175-6. Consultado a 4 de Maio de 2020. Disponível em:

<https://olrl.oup.com/view/10.1093/law/9780198811756.001.0001/law-9780198811756>

1. Características

No sentido de se proceder a uma melhor caracterização deste tipo de abuso de mercado, nada melhor será senão recorrer, em primeiro lugar, ao próprio Regulamento (UE) n.º 596/2014 que trata exactamente essa matéria de uma perspectiva geral dos mercados financeiros. É no seu artigo 12.º que se encontra uma definição de manipulação de mercado, seguidamente analisada¹⁴⁸.

O entendimento oferecido por este artigo implica uma divisão do mesmo em duas vertentes da manipulação conforme a sua origem: ora na transacção; ora na informação. No entanto, este não se limita em si, deixando abertura para outras formas possíveis que não se encontrem previstas ou que sejam apenas fruto dos desenvolvimentos tecnológicos do futuro através dos indicadores previstos no Anexo I do Regulamento em questão (n.º 3 e 5 do artigo 12.º).

Surge em primeiro lugar a manipulação de mercado com origem na transacção. Uma forma mais limitada de subverter os mecanismos de formação dos preços do mercado em relação àquela que tenha origem na informação, mas que não deixa de ser utilizada. Para esta acontecer, será necessário que se coloque uma ordem de transacção no mercado de tamanho valor tal que gerará uma alteração no preço original do instrumento financeiro. O elevado montante que usualmente é necessário para provocar a pretendida manipulação do mercado torna este método menos elegível, no entanto será também apelativo na medida em que a sua prova se torna bem mais difícil por se basear essencialmente na intenção de manipular.

As alíneas *a)* e *b)* do n.º 1 do mencionado artigo 12.º, a par das alíneas *a)* a *c)* e ainda *e)* do seu n.º 2 remetem para as várias transacções que poderão vir a ter uma especial influência nos mercados.

Um problema que aqui se coloca serão as medidas de estabilização. Por vezes, o emissor de certo instrumento financeiro acorda com instituições financeiras e empresas de investimento um dado número de transacções para manter o preço num determinado nível por um período de tempo fixo.

¹⁴⁸ Atente-se que o foco não incidirá sobre aspectos como as definições dos elementos que compõem um mercado, mas apenas nas características da manipulação em si. Para tais descrições também necessárias ao entendimento, é certo, o artigo 3.º do Regulamento (UE) N.º 596/2014 fornece as devidas origens a consultar.

Embora esta forma de equilibrar o valor de um produto financeiro seja uma maneira de manipular o mercado, compreende-se com uma breve análise do artigo 5.º do mesmo Regulamento (UE) n.º 596/2014 que esta será permitida, considerada assim uma operação isenta quando efectuada sob os devidos trâmites previstos.

Já a manipulação de mercado com origem na informação será a mais comum. Bastará a propagação de dados falsos relacionados com certos instrumentos financeiros, tendo conhecimento da inexactidão dessa mesma informação, com o objectivo de influenciar os preços desses instrumentos no mercado no sentido de obter um benefício que de outra forma não seria alcançado. Conhecendo-se a facilidade com que a informação circula nos dias de hoje, percebe-se a maior adesão a uma prática deste tipo, sendo que esta também poderá ter enormes repercussões até se provar a origem e a falsidade dos dados que foram lançados no meio financeiro.

Nas alíneas *c)* e *d)* do n.º 1, assim como na alínea *d)* do n.º 2 do mesmo artigo, dispõe-se sobre este comportamento reprovável que pode ser levado a cabo de forma tão simples.

Atente-se, porém, a duas questões que aqui se levantam.

Em primeiro lugar, as exigências que actualmente se fazem sentir nos mercados financeiros ao nível da transparência dos mesmos poderão levar a uma involuntária manipulação de mercado? Com a necessária e constante divulgação de aspectos relacionados com as transacções operadas, os próprios intermediários financeiros e as empresas de investimento poderão acabar por espalhar informações enganadoras sem noção de uma efectiva manipulação de mercado, que por sua vez influenciá-lo-ão certamente. Se bem que a questão poderá ser um pau de dois bicos: afinal terão ou não noção? A prova de uma intenção tornar-se-á deveras difícil quando no suposto cumprimento de uma obrigação imposta, como bem se pode depreender...

A segunda questão prende-se com a relação estreita que a manipulação de mercado com origem na informação tem com o abuso de informação privilegiada. Até que ponto é um tipo legal e depois é o outro? Ora, o abuso de informação privilegiada prende-se essencialmente com o comportamento de, detendo uma informação considerada privilegiada sobre determinado produto financeiro, utilizar a mesma para adquirir ou alienar, ou instruir alguém a proceder a tal, com base na mesma. A manipulação de mercado com origem na

informação poderá ir ao encontro desta situação na medida em que, obtendo uma informação privilegiada, a pessoa com o intuito de manipular poderá divulgar rumores relacionados com a mesma. Poder-se-á, desta forma, ter ambas numa só situação, o que revela que estas duas proibições não são limitadas a certos comportamentos típicos de cada uma, existindo a possibilidade de se conjugarem num só.

Prosseguindo nas formas de manipulação de mercado, uma outra salta à vista: o *short-selling*. As vendas a descoberto, tradução portuguesa da expressão inglesa anterior, consistem na venda de instrumentos financeiros dos quais o vendedor não é proprietário dos mesmos no momento da celebração do acordo de venda. Este género de operações poderão ser consideradas no âmbito da manipulação de mercado pela sua contribuição para um risco acrescentado de volatilidade do mercado.

No entanto, não se encontrará menção ao *short-selling* no Regulamento que se tem vindo a tratar mas sim num outro, o Regulamento (UE) n.º 236/2012¹⁴⁹ exactamente relativo a vendas a descoberto, abordando ainda alguns aspectos dos *swaps* de risco de incumprimento. Desta forma, entende-se que perante uma situação de vendas deste género ter-se-á de, em primeiro lugar, recorrer a este Regulamento mencionado para procurar solução, e, só no caso de não se encontrar resposta no mesmo, seguir então para o Regulamento referente ao abuso de mercado.

Note-se ainda um aspecto deveras relevante, previsto no artigo 13.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014. Embora as práticas descritas no artigo 12.º falado sejam consideradas exemplos de condutas que constituem uma manipulação de mercado, por vezes a existência de uma legítima justificação por detrás daquele comportamento poderá levar a uma aceitação do mesmo pelas autoridades competentes.

As denominadas “práticas de mercado aceites”, tal como designa a epígrafe do artigo 13.º, acarretam consigo uma série de critérios aos quais elas devem corresponder, sob avaliação de uma entidade nacional encarregue da regulação do sector, que por sua vez terá de entrar em contacto com a *European Securities and Markets Authority (ESMA)*, ou seja, a

¹⁴⁹ REGULAMENTO (UE) N.º 236/2012, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Março de 2012, relativo às vendas a descoberto e a certos aspectos dos *swaps* de risco de incumprimento [online]. Consultado a 8 de Maio de 2020. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012R0236&from=PT>

Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, para esta emitir um parecer positivo no sentido de permitir aquela conduta no mercado específico onde foi detectada¹⁵⁰.

Curioso será agora dizer que o Regulamento até então estudado, onde se encontram os ditames respeitantes à manipulação de mercado, não se aplica aos mercados grossistas de *energia*, tal como se depreende da alínea *a*), do n.º 2, do artigo 2.º do mesmo. Ou seja, as regras gerais da manipulação de mercado, em princípio, não se aplicam ao mundo dos mercados financeiros que se conectaram com a transacção de produtos relacionados com a electricidade ou o gás natural, por exemplo¹⁵¹.

Entra assim em cena um outro documento, o Regulamento (UE) n.º 1227/2011 relativo à integridade e à transparência nos mercados grossistas de energia, com a sua própria definição de manipulação de mercado. Porém, a especificidade do mesmo prende-se apenas com as características iminentes a um mercado de energia, sendo que a conduta censurada será praticamente igual à definida anteriormente, também com as possíveis origens ora na transacção, ora na informação, diferenciando-se no objectivo de afectar meramente aspectos que dirão respeito à oferta, à procura, e aos preços dos produtos energéticos grossistas.

Convém, desta forma, ainda explicar a noção dos referidos produtos, que segundo o Regulamento agora em análise incluem, “*independentemente do local e da forma como são negociados*”, tal como dita o seu n.º 4 do artigo 2.º, contratos de fornecimento, derivados relacionados com a produção, transacção ou entrega, contratos relativos ao transporte, assim como derivados relacionados também com o transporte, de electricidade ou gás natural, na União Europeia.

Percebe-se então a redacção de um Regulamento em especial para este sector, na medida em que um fenómeno como a manipulação de mercado aqui terá meios, como o tipo

¹⁵⁰ VENTORUZZO, Marco; MOCK, Sebastian, *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide [e-book]*, 1.ª Ed., Oxford: Oxford University Press, 2017. ISBN 978-0-19-881175-6. Consultado a 4 de Maio de 2020. Disponível em:

<https://olrl.oupplaw.com/view/10.1093/law/9780198811756.001.0001/law-9780198811756>

¹⁵¹ WALKER, George; PURVES, Robert, *Financial Services Law [e-book]*, 4.ª Ed., Oxford: Oxford University Press, 2018. ISBN 978-0-19-879380-9. Consultado a 14 de Maio de 2020. Disponível em:

<https://olrl.oupplaw.com/view/10.1093/law/9780198793809.001.0001/law-9780198793809> e

de informação relevante para a gerar¹⁵², e objectivos, como a influência no preço da energia, que não se conjugam com os dos mercados financeiros comuns.

Atente-se que, quer o Regulamento (UE) n.º 596/2014, no n.º 4 do seu artigo 12.º, quer o Regulamento (UE) n.º 1227/2011, no n.º 8 do seu artigo 2.º, quer a Directiva 2014/57/UE, nos seus artigos 7.º e 8.º, dão a entender que, tanto as pessoas singulares que cometam a manipulação de mercado por vontade própria, ou em representação de uma pessoa colectiva, como as pessoas colectivas em si, são susceptíveis de responsabilização pelos actos praticados.

Estudadas as características da manipulação de mercado ao nível da legislação europeia, aponte-se a existência de uma última definição da mesma, presente na referida Directiva 2014/57/UE, relativa às sanções penais no abuso de mercado, também em vigor. Admitindo que não existe diferença notória, aparentando ser um breve resumo do que se encontra indicado no Regulamento (UE) n.º 596/2014, fica a questão da necessidade de se descrever de novo os comportamentos que traduzem aquela infracção.

Verdade seja que não deveriam existir dúvidas quanto às condutas que constituem a manipulação de mercado pela preocupação da União Europeia em descrever, em cada diploma que aborde o assunto, as características das mesmas. No entanto, será de dedução fácil e conhecimento comum na área que uma grande quantidade de fontes sobre um determinado assunto abrirá portas a imprecisões.

Sublinhe-se que se trata de uma definição que se encontra numa Directiva, instrumento legislativo europeu alvo de transposição pelos vários Estados-membros, onde por um lado pode haver países que seguem à risca os ditames da mesma, e por outro poder-

¹⁵² Por exemplo, "o facto de se fazer crer deliberadamente que a disponibilidade de capacidade de produção de electricidade, ou a disponibilidade de gás natural, ou a disponibilidade de capacidade de transporte, é diferente da capacidade tecnicamente disponível na realidade, quando esta informação afecte ou seja susceptível de afectar o preço dos produtos energéticos grossistas", tal como descreve o considerando 13 do REGULAMENTO (UE) N.º 1227/2011, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de Outubro de 2011, *relativo à integridade e à transparência nos mercados grossistas de energia* [online]. Consultado a 11 de Maio de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011R1227&from=PT>

se-á sempre dar azo a desvios, por mais ligeiros que possam ser. Mais, pergunta-se de novo a necessidade de incluir tal descrição das condutas que constituem manipulação de mercado nesta Directiva quando a par da mesma foi também lançado o tal Regulamento (UE) n.º 596/2014 mencionado, cujas normas serão já de aplicação directa nos Estados-membros...

Por fim, falando em legislação dos Estados-membros, interessará ainda mencionar de que forma a manipulação de mercado é abordada em Portugal. É certo que o Regulamento (UE) n.º 596/2014 tem a sua aplicabilidade directa, mas o Código dos Valores Mobiliários português também tem a sua própria definição a apresentar nos seus artigos 197.º-A, 379.º, e 379.º-A a E.

Todos estes artigos, segundo uma leitura breve da Lei n.º 28/2017¹⁵³, afinal ora tiveram a origem, ora foram influenciados pela transposição da Directiva 2014/57/UE e consequente aproveitamento para se proceder a uma melhor adaptação do regime português ao dito Regulamento (UE) n.º 596/2014, sendo que, desta forma, as normas não terão aspectos originais de relevo para apontar.

Porém, note-se que não surgiu uma preocupação em se proceder a um ajustamento da lei portuguesa para melhor se albergar os ditames do Regulamento (UE) n.º 1227/2011 relativo aos mesmos temas embora nos mercados de energia. Questiona-se o motivo de tal, para mais que na altura em que este documento legislativo europeu foi emanado já o Mercado Ibérico de Energia Eléctrica se encontrava totalmente implementado em Portugal e Espanha...

2. Tipos

Alguns dos comportamentos descritos como manipulação de mercado alcançaram nomes específicos relacionados com o acto em si, considerando-se assim a existência de tipos de manipulação de mercado. Estreitamente relacionado com esta tipologia anunciada, acrescente-se que, perante os mais recentes desenvolvimentos tecnológicos que se vieram a

¹⁵³ LEI N.º 28/2017, de 30 de Maio [*online*]. Consultado a 15 de Maio de 2020. Disponível em: http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=2686&tabela=leis&ficha=1&pagina=1&so_miolo=

integrar nos mercados financeiros, alguns autores falam já nas tradicionais *vs.* novas formas de manipulação de mercado¹⁵⁴.

Os tipos de manipulação de mercado que se inserem na categoria dita *tradicional* remontam a sua origem quer aos primórdios dos mercados, quer a um passado recente, sendo que têm em comum a possibilidade de concretização por mão humana, assim como um espaço limitado de actuação. Compreenda-se, a título de exemplo, algumas das vias desta manipulação mais conhecidas.

Cornering e *squeezing* são das mais antigas técnicas utilizadas para se manipular através de transacções. Enquanto na primeira se dá a compra total de dado conjunto de instrumentos financeiros por uma ou várias partes relacionadas no sentido de posteriormente se ditar o seu preço, na segunda já existe apenas uma compra substancial que terá de determinar certamente uma oscilação do mesmo em seu favor. É aqui essencial que se alcance uma posição dominante no que diz respeito aos instrumentos financeiros em causa, só dessa forma será possível realizar a manipulação do preço mencionada.

O *front running* define-se pela execução de transacções por uma parte, normalmente um corretor, que beneficia do conhecimento de que existirá uma certa movimentação no mercado, que virá, directa ou indirectamente, influenciar o seu instrumento financeiro. Existe um adiantamento da transacção, não se permitindo uma livre movimentação do mercado, e levando a um ganho pessoal do corrector em detrimento dos seus clientes.

Continuando pelas transacções manipulativas, o *wash trading* procura mostrar, através de falsas transacções que normalmente se darão entre o mesmo beneficiário, um movimento artificial aos outros participantes no mercado no sentido de estes comprarem ou venderem as suas partes. Desta forma, o manipulador obterá ganhos com as transacções que advierem no seguimento do movimento artificial que criou.

¹⁵⁴ FLETCHER, Gina-Gail S., «Macroeconomic Consequences of Market Manipulation», *Law and Contemporary Problems* [online], Vol. 83, N.º 1 (2020), p. 123-140. Consultado a 22 de Maio de 2020. Disponível em: https://heinonline.org/HOL/Page?public=true&handle=hein.journals/lcp83&div=12&start_page=123&collection=journals&set_as_cursor=0&men_tab=srchresults# e LIN, Tom C. W., «The New Market Manipulation», *Emory Law Journal* [online], Vol. 66, N.º 6 (2017), p. 1253-1314. Consultado a 25 de Maio de 2020. Disponível em: https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/emlj66&collection=journals&id=1290&startid=&end_id=1351#

Ao nível da manipulação com base em informação, o método de *pumping and dumping* será dos mais conhecidos, remontando já ao século XVIII, mas ganhando um novo alento com o desenvolvimento das tecnologias de comunicação na era que se atravessa. Feita a compra de um dado instrumento financeiro, procede-se a uma promoção fraudulenta do mesmo, procurando o aumento do seu preço para uma posterior venda. Usualmente, pouco depois da venda, o preço artificialmente inflacionado desce a pique, levando consigo investidores inocentes que acreditaram na subida genuína do mesmo.

A *benchmark distortion* consiste exactamente numa manipulação dos índices de referência aos quais muitos instrumentos financeiros estão associados. Unindo-se várias partes que por si mesmas não teriam poder para distorcer a credibilidade de um certo produto financeiro, obtém-se um resultado através da disrupção do índice de referência ao qual ele está associado. Note-se então que este meio de manipular já não terá consequências assim tão limitadas quanto os anteriores apontados, mas sim um espectro de afectação bem mais alargado.

As novas tecnologias que surgiram durante o século XX foram conseguindo inserir-se nos meios financeiros a pouco e pouco, facilitando as transacções, proporcionando maiores ganhos, liquidez e confiança nos mercados, sendo que actualmente se tornaram uma parte imprescindível dos mesmos. No entanto, por mais vantagens que possam ter, a par destas surgem naturalmente aspectos negativos que importa ter em atenção, tornando-se alguns destes nas *novas* formas de manipulação de mercado.

A computação das transacções através de algoritmos que procedem à emissão de ordens e à sua execução numa questão de milissegundos, em volume elevado, levou ao surgimento do fenómeno de *pinging*, assim como o de *spoofing*, ambos relacionados. No primeiro caso, um elevado número de pequenas ordens é lançado pelo algoritmo no mercado, procurando-se uma reacção dos investidores, no sentido de se perceber o valor que eles estão dispostos a dar por certo instrumento financeiro. Estas ordens, que servem para avaliar a predisposição do mercado, acabam por não ser executadas, sendo canceladas segundos depois. Com isto, poder-se-á apor o preço que se compreendeu ser intenção dos investidores dar, ou um pouco mais elevado, a determinado instrumento financeiro, não se permitindo que as regras do mercado determinem o preço real do mesmo. Já no segundo, o algoritmo emite ordens a um valor fora do intervalo de preços a que o instrumento financeiro está a ser

transaccionado para levar os investidores a um comportamento de venda ou de compra conforme os objectivos do manipulador, cancelando-as também de seguida. Ambos exigem que exista uma rápida submissão e cancelamento de ordens, em grande volume, num prazo de segundos, daí a sua usual correlação.

Agora, numa proximidade com as formas tradicionais, o *electronic front running* será bastante semelhante ao seu congénere anteriormente descrito no que diz respeito ao método e objectivo, diferenciando-se essencialmente por ser realizado através de computadores e num número muito mais elevado de transacções. Neste meio, inserem-se as *flash orders* que consistem no acesso à informação, normalmente por um grupo restrito, e por meros segundos antes do resto do mercado, que levará à tal movimentação que ocorrerá e à qual se quererá adiantar as transacções.

Por último, a *mass misinformation* será um dos maiores males que os mercados financeiros hoje em dia poderão padecer. Este tipo de manipulação baseia-se em informação falsa, nomeadamente relatórios, notícias, ou dados, relativos a instrumentos financeiros, a mercados, a empresas cotadas, por exemplo. O *hacking*, ou pirataria informática, também entra neste tipo de manipulação, pois o que aqui se explora será a informação que se encontra imensamente interligada por sistemas de comunicação na qual os mercados financeiros hoje recaem. Ainda mais preocupante se torna pela dimensão que as suas consequências podem ter, podendo a intenção do manipulador limitar-se a uma parte ou então procurar toda a disrupção dos mercados financeiros¹⁵⁵.

Esta habilidade desta nova forma de manipulação de mercado ao nível das consequências dá abertura à sua exploração num ponto próprio, que de seguida se materializa.

¹⁵⁵ LIN, Tom C. W., «The New Market Manipulation», *Emory Law Journal* [online], Vol. 66, N.º 6 (2017), p. 1253-1314. Consultado a 25 de Maio de 2020. Disponível em: <https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/emlj66&collection=journals&id=1290&startid=&endid=1351#> e COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Manipulação do Mercado – Conceitos, Comportamentos Proibidos, Consequências Legais, Linhas de Orientação e Decisões Judiciais* [online]. Consultado a 26 de Maio de 2020. Disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Anexos/Pages/Manipula%C3%A7%C3%A3o-do-Mercado.aspx>, onde, neste último, se poderão encontrar outras formas descritas mas que por questões de simplicidade e sistematização se procurou limitar.

3. Consequências

Nunca será demais frisar a importância dos mercados financeiros nos dias que correm. As funções que usualmente lhes associamos, como a gestão ou cobertura do risco, ou o investimento na senda de obter financiamento, têm sido grandes aliadas das empresas, por exemplo, permitindo-lhes um desenvolvimento mais seguro e próspero.

Desta forma, será perfeitamente entendível que a intervenção de fenómenos como a manipulação de mercado num meio como os mercados financeiros poderá trazer graves consequências para as demais personagens que nele se movem. Investidores, empresas, Estados, e, conseqüentemente, o cidadão comum em *ultima ratio*, ver-se-ão afectados pelo egoísmo de alguém que procure obter mais algarismos na sua conta, sem olhar ao equilíbrio de algo que rege em muito as nossas vidas.

Menciona-se nalguma doutrina a cada vez maior necessidade de diferenciação das consequências que uma manipulação de mercado poderá acarretar consigo, na medida em que um tipo dito tradicional de manipulação será limitado, na maior parte das vezes, a um espaço e um tempo, quando já um novo tipo de manipulação mais recente, tal como estudado, poderá revelar proporções enormes, com uma capacidade palpável de riscos sistémicos.

As manobras de manipulação tradicionais terão mais sucesso em tipos de mercados específicos, escolhendo usualmente apenas um conjunto de activos como alvo, e não conseguindo manter o acto manipulativo por muito tempo pois este ora será instantâneo, ora será descoberto em algumas horas pelos mecanismos que contribuem para o normal equilíbrio do mercado.

As ditas consequências limitadas que daqui advêm, embora assim o sejam, não quer dizer que não sejam prejudiciais de uma forma geral para os mercados. A criação de preços falsos poderá gerar uma confiança *naïve* num outro tipo de negócios em paralelo, relacionados com certa empresa ou instrumento financeiro. Ao perceber-se a prática de manipulação e conseqüente perda de dinheiro da parte de investidores honestos em determinado mercado naturalmente a ela se seguirá uma falta de confiança no mesmo, deixando de haver uma aposta de investimento nele. Ou seja, perdem os investidores, e, por arrastamento, as empresas que se encontrassem ligadas ao mercado. Porém, tal como já se

disse, estas consequências não deverão durar num espaço temporal muito longo, permitindo uma rápida recuperação¹⁵⁶.

Um exemplo a apontar de uma situação de manipulação tradicional cujo espectro de afectação foi algo abrangente será o caso LIBOR, onde se deu uma dantesca prática manipulativa que veio a prejudicar imensas pessoas ligadas a este índice de referência.

A LIBOR, estabelecida por um conjunto específico de bancos, era calculada¹⁵⁷ através de relatórios sobre os juros que esses bancos pagariam aquando um empréstimo de outro banco a si. Este índice de referência tornou-se uma das principais formas de medir a estabilidade do sistema bancário mundial, ajudando a determinar o risco que seria negociar empréstimos com alguns bancos.

Encontrando-se a taxa associada à LIBOR alta, isto significava que os bancos tinham dúvidas quanto à solidez dos outros bancos, nomeadamente a sua capacidade de pagar os empréstimos que seriam por si requisitados. Enquanto uma taxa já mais baixa demonstraria credibilidade na capacidade financeira dos mesmos.

Ora, a correlação entre a LIBOR e a saúde do sistema bancário mundial acabaram por levar os bancos a quererem submeter taxas mais baixas no sentido de mostrar uma maior segurança financeira, mesmo quando, na realidade, tal não seria verdadeiro. Esta situação acabou por se tornar o mote para surgir o grande escândalo da manipulação deste índice de referência¹⁵⁸.

¹⁵⁶ FLETCHER, Gina-Gail S., «Macroeconomic Consequences of Market Manipulation», *Law and Contemporary Problems* [online], Vol. 83, N.º 1 (2020), p. 123-140. Consultado a 22 de Maio de 2020. Disponível em:

https://heinonline.org/HOL/Page?public=true&handle=hein.journals/lcp83&div=12&start_page=123&collection=journals&set_as_cursor=0&men_tab=srchresults#

¹⁵⁷ Após o escândalo LIBOR, a administração deste índice de referência deixou de pertencer à *British Bankers' Association*, encontrando-se actualmente nas mãos da *Intercontinental Exchange* por medidas tomadas pela *Financial Conduct Authority (FCA)*, a autoridade reguladora britânica dos mercados. Assim, esta nova administração da LIBOR inseriu novos métodos de cálculo para a mesma. Em INTERCONTINENTAL EXCHANGE, *LIBOR™ – LIBOR's Evolution* [online]. Consultado a 16 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://www.theice.com/iba/libor>

¹⁵⁸ WELDON, John, «The LIBOR Manipulation Scandal & The Wheatley Review: a Band-Aid on a Knife Wound», *Syracuse Journal of International Law and Commerce* [online], Vol. 41, N.º 1 (2013), p. 199-228. Consultado a 16 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/sjilc41&collection=journals&id=205&startid=&endid=234#>

A manipulação da LIBOR ocorreu então por duas vias: uma primeira, onde na negociação de contratos derivados, como os *swaps* de taxa de juro, um conluio com contrapartes noutros bancos procurava manipular os relatórios de submissão da LIBOR para aumentar os lucros nas transacções, pois era uma taxa muitas vezes associada àquele tipo de instrumentos financeiros; uma segunda, através de decisões concertadas para falsamente se baixar o valor da taxa, no sentido de dar uma aparência de maior estabilidade financeira a nível bancário¹⁵⁹.

As consequências revelaram-se num quadro global. A LIBOR era usada em vários países, não só entre bancos mas também, tal como já foi dito, em contratos financeiros, e ainda como base para estabelecer a taxa de juro de empréstimos comuns, como os que são pedidos para compra de habitação, ou carro, junto dos bancos¹⁶⁰. Ou seja, bancos inocentes que confiaram na veracidade desta taxa viram os seus empréstimos defraudados, assim como investidores, dos mais pequenos aos maiores, cujos derivados estivessem anexados à LIBOR, perderam certamente umas boas somas de dinheiro. Embora nos Estados Unidos da América se tenha permitido a resolução de contratos por invalidade dos mesmos quando estes padecessem de uma taxa LIBOR manipulada, não se compreenderá, na sua totalidade, e certamente sendo esse um dos grandes problemas da manipulação de mercado, das perdas que se geraram no seio dos mercados financeiros entre 2005 e 2009, prazo em que se acredita ter ocorrido esta manipulação¹⁶¹.

Actualmente, a LIBOR ainda é usada¹⁶². A prática manipulativa da qual foi alvo, embora com uma grande capacidade de prejudicar inúmeras pessoas, revelou-se, tal como

¹⁵⁹ RAYBURN, C. Cowden W., «The LIBOR Scandal and Litigation: How The Manipulation of LIBOR Could Invalidate Financial Contracts», *North Carolina Banking Institute [online]*, Vol. 17 (2013), p. 221-248. Consultado a 16 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/ncbj17&collection=journals&id=239&startid=&end=266#>

¹⁶⁰ WELDON, John, «The LIBOR Manipulation Scandal & The Wheatley Review: a Band-Aid on a Knife Wound», *Syracuse Journal of International Law and Commerce [online]*, Vol. 41, N.º 1 (2013), p. 199-228. Consultado a 16 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/sjilc41&collection=journals&id=205&startid=&end=234#>

¹⁶¹ FOSTER, Sharon E., «LIBOR Manipulation and Antitrust Allegations», *DePaul Business & Commercial Law Journal [online]*, Vol. 11, N.º 3 (2013), p. 291-330. Consultado a 17 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/depbc11&collection=journals&id=335&startid=&end=374#>

¹⁶² Porém, prevê-se que, a partir do final do ano de 2021, a FCA deixe de obrigar os bancos a submeterem a LIBOR, no sentido de se transitar para outros índices de referência. Este poderá ser o fim da mesma. Em

uma manipulação descrita como tradicional, limitada. A partir do momento em que foi descoberta, o erro foi corrigido e os mercados puderam voltar à normalidade possível. Porém, o normal funcionamento do mercado não permitiu a detecção deste crime que decorria por existir uma confiança cega na palavra dos bancos, mesmo com a noção do aliciamento que seria baixar a taxa LIBOR pelas vantagens a esse comportamento associadas. Fica a questão de quem seria a culpa, se só dos bancos, ou de alguma autoridade que os devia ter debaixo de olho...

Em Portugal, desde a transposição da Directiva 2014/57/UE e adaptação do regime português ao Regulamento (UE) n.º 596/2014 pela já mencionada Lei n.º 28/2017, apenas se deram duas condenações efectivas¹⁶³ por manipulação de mercado segundo o *site* da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários¹⁶⁴, que é obrigada a publicar no mesmo quaisquer decisões judiciais relativas ao abuso de mercado (art. 422.º, n.º 2, CVM¹⁶⁵).

A decisão judicial mais recente é respeitante à manipulação tradicional do tipo *wash trade*, tendo o arguido procedido à transacção de acções da empresa Ibersol entre uma conta bancária pessoal e outra conta pertencente a uma empresa da qual ele era o legal representante. Desta forma, compreende-se de imediato que as transacções não seriam feitas entre sujeitos diferentes mas sim pelo mesmo, deparando-se assim com uma manipulação de mercado no sentido de contrariar o normal funcionamento do mesmo que sempre procura a transmissão de activos entre pessoas diferentes.

INTERCONTINENTAL EXCHANGE, *LIBOR™ – The Future of LIBOR* [online]. Consultado a 17 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://www.theice.com/iba/libor>

¹⁶³ SENTENÇA do Tribunal Judicial da Comarca de Lisboa – Juízo Local Criminal de Lisboa de 6 de Abril de 2018, *Processo n.º 408/11.6TDLSB* [online]. Consultado a 17 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Documents/Senten%C3%A7a%2006.04.2018.pdf> e SENTENÇA do Tribunal Judicial da Comarca de Lisboa – Juízo Local Criminal de Lisboa, de 21 de Junho de 2018, *Processo n.º 2742/15.7TDLSB* [online]. Consultado a 17 de Junho de 2020. Disponível em:

https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Documents/DecisaoJudicial_21062018.PDF

¹⁶⁴ COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Comunicados – Contraordenações e Crimes Contra o Mercado – Decisões Judiciais Relativas a Crimes Contra o Mercado* [online]. Consultado a 17 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Pages/DecCrimesMercado.aspx>

¹⁶⁵ DECRETO-LEI N.º 486/99, de 13 de Novembro de 1999, *Código dos Valores Mobiliários, versão actualizada* [online]. Consultado a 23 de Outubro de 2019. Disponível em: http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_estrutura.php?tabela=leis&artigo_id=&nid=450&nversao=&tabela=leis&so_miolo=

Através desta prática manipulativa, o arguido conseguiu obter ganhos na bolsa que ascendiam quase aos trinta mil euros, conjugando-se o acréscimo que se deu quer na sua conta pessoal quer na da empresa. Além disso, criou-se uma aparência de liquidez para as acções da Ibersol, num valor que elas antes não detinham. Fica a questão de até que ponto não existiram outros investidores afectados por esta manipulação que ocorreu entre Junho e Dezembro de 2010, e ainda no mês de Maio de 2014¹⁶⁶...

Três mudanças estruturais no mundo dos mercados financeiros trouxeram consigo a possibilidade de enormes falhas no sistema pelas novas formas de manipulação que, a seu par, surgiram. Em primeiro, a interconexão quer das instituições financeiras, quer de mercados, na medida em que nos dias de hoje encontramos negociações efectuadas entre aquelas personagens, das quais dependerão tantas outras, sobre activos que podem afectar várias realidades de mercado, como o de mercadorias e o de títulos. De seguida, a introdução de algoritmos nos mercados financeiros, através da computação dos mesmos, passando a haver um elevado número de transacções numa questão de milissegundos. E, por fim, a inovação financeira, com o constante aparecimento de novos produtos financeiros, no intuito de manter os investidores interessados.

A existência de consequências consideradas macroeconómicas em situações de manipulação de mercado estão relacionadas com estas novidades anteriormente descritas que vieram a instalar-se nos nossos mercados financeiros. Como facilmente se depreenderá, qualquer acontecimento que afecte uma instituição financeira ou um mercado que se encontre interligado com outros, por efeito de arrastamento, os segundos ver-se-ão também envolvidos pela prática manipulativa. As negociações algorítmicas de alta frequência, ou seja, com um elevado número de transacções, abrangendo um grande volume de activos, através de computadores, se manipuladas, também poderão pôr em causa o equilíbrio dos mercados, ora também pela primeira razão descrita anteriormente, ora com o agravamento da alta velocidade a que estas negociações ocorrem. E ainda os novos produtos financeiros que se têm criado trazem consigo o perigoso método de alavancagem financeira, através do

¹⁶⁶ SENTENÇA do Tribunal Judicial da Comarca de Lisboa – Juízo Local Criminal de Lisboa, de 21 de Junho de 2018, *Processo n.º 2742/15.7TDLSB* [online]. Consultado a 17 de Junho de 2020. Disponível em: https://www.cmvvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Documents/DecisaoJudicial_21062018.PDF

qual se investe com capital emprestado, e que num caso de manipulação financeira e consequente perda de dinheiro isto poderá trazer graves consequências para as instituições que o puseram nas mãos dos investidores¹⁶⁷.

A 6 de Maio de 2010 ocorreu um evento inédito em Wall Street, o qual ficou conhecido pelo nome de *Flash Crash*, exactamente relacionado com um acto manipulativo dos mercados financeiros ligado às novas tecnologias. Porém, nas investigações iniciais as culpas foram apontadas para a negociação algorítmica de alta frequência, a qual ainda hoje é olhada com alguma suspeita apesar da sua notável utilidade¹⁶⁸.

O fenómeno *Flash Crash* iniciou-se com uma ordem de venda de milhares de contratos de futuros associados ao *S&P 500 Index*¹⁶⁹ por um fundo de negociação de alta frequência do Kansas, *Waddell & Reed*, avaliados num montante que ascendia aos quatro mil milhões de dólares. Acreditou-se que pormenores técnicos da negociação algorítmica foram ignorados, tendo os outros fundos de negociação algorítmica de alta frequência seguido cegamente o caminho lógico (ou não) que o primeiro traçou¹⁷⁰, e, numa questão de minutos, a bolsa americana viu-se num turbilhão de subidas e descidas históricas.

Acções de empresas bem estabelecidas no mercado, com uma boa solidez financeira, como a *Proctor & Gamble* e a *3M* sofreram perdas de cerca de vinte por cento, representando milhares de milhões de dólares perdidos em capital. Uma empresa líder de consultoria, a *Accenture*, viu as suas acções com um valor nominal de quase quarenta dólares passarem

¹⁶⁷ FLETCHER, Gina-Gail S., «Macroeconomic Consequences of Market Manipulation», *Law and Contemporary Problems [online]*, Vol. 83, N.º 1 (2020), p. 123-140. Consultado a 22 de Maio de 2020. Disponível em:

https://heinonline.org/HOL/Page?public=true&handle=hein.journals/lcp83&div=12&start_page=123&collection=journals&set_as_cursor=0&men_tab=srchresults#

¹⁶⁸ A negociação algorítmica de alta frequência, apesar dos perigos a ela associados por falha técnica ou até mesmo humana, pode aumentar a liquidez e diminuir a volatilidade dos mercados pelo volume elevado de transacções e a alta velocidade a ela associada. Em LIN, Tom C. W., «The New Investor», *UCLA Law Review [online]*, Vol. 60, N.º 3 (2013), p. 678-735. Consultado a 18 de Junho de 2020. Disponível em:

https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/uclalr60&collection=journals&id=695&startid=&end_id=752#

¹⁶⁹ Para mais informações sobre como funciona este índice: INVESTOPEDIA, *S&P 500 Index – Standard & Poor's 500 Index [online]*. Consultado a 19 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://www.investopedia.com/terms/s/sp500.asp>

¹⁷⁰ HOLLIMAN, Hayden C., «The Consolidated Audit Trail: An Overreaction to the Danger of Flash Crashes from High Frequency Trading», *North Carolina Banking Institute [online]*, Vol. 19 (2015), p. 135-164. Consultado a 18 de Junho de 2020. Disponível em:

https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/ncbj19&collection=journals&id=153&startid=&end_id=182#

para meramente um cêntimo. Por outro lado, a *Sotheby's*, conhecida casa de leilões, subiu de trinta e quatro dólares por acção para noventa e nove mil dólares¹⁷¹. No final de contas, passados vinte minutos de volatilidade total, o índice *Dow Jones Industrial Average*¹⁷² encontrava-se numa descida de nove por cento até os valores começarem a recuperar e a voltar ao seu normal, fechando ainda assim com perdas de três por cento¹⁷³.

A confiança dos investidores no mercado saiu certamente abalada após um caos como o que sucedeu, sendo que a vontade de arriscar o seu capital para depois facilmente, num “assomo de loucura” de algum algoritmo de negociação de alta frequência, desaparecer sem rasto, obviamente que ficou reduzida¹⁷⁴.

Inicialmente, como já aludido, foi atribuída a culpa ao algoritmo de negociação de alta frequência. Porém, em Abril de 2015 foi detido Navinder Singh Sarao, por alegadamente ter contribuído para o *crash* de biliões de dólares que assolou Wall Street em 2010. Segundo o Departamento de Justiça americano, aquele único indivíduo manipulou contratos de futuros associados ao *S&P 500 Index* através de programas de computador algorítmicos por ele criados, ao longo de vários anos, incluindo nos dias e horas antes do *Flash Crash*, que lhe valeram ganhos de quarenta milhões de dólares. Em Novembro de 2016 foi considerado culpado pelos crimes de fraude electrónica e *spoofing*, um tipo de manipulação já antes retractado.

Ora, cinco anos de investigação levarem à detenção e condenação de apenas uma pessoa por crimes de manipulação de mercado que contribuíram para o caos que o *Flash Crash* foi, é algo que merece preocupação. Este pensamento leva uma pessoa a questionar a

¹⁷¹ LIN, Tom C. W., «The New Market Manipulation», *Emory Law Journal* [online], Vol. 66, N.º 6 (2017), p. 1253-1314. Consultado a 25 de Maio de 2020. Disponível em:

https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/emlj66&collection=journals&id=1290&startid=&end_id=1351#

¹⁷² Para se compreender melhor no que consiste este índice: INVESTOPEDIA, *Dow Jones Industrial Average (DJIA)* [online]. Consultado a 19 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://www.investopedia.com/terms/d/djia.asp>

¹⁷³ BARRALES, Edgar Ortega, «Lessons from the Flash Crash for the Regulation of High-Frequency Traders», *Fordham Journal of Corporate and Financial Law* [online], Vol. 17, N.º 4 (2012), p. 1195-1262. Consultado a 18 de Junho de 2020. Disponível em:

https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/fjcf17&collection=journals&id=1207&startid=&end_id=1274#

¹⁷⁴ HOLLIMAN, Hayden C., «The Consolidated Audit Trail: An Overreaction to the Danger of Flash Crashes from High Frequency Trading», *North Carolina Banking Institute* [online], Vol. 19 (2015), p. 135-164. Consultado a 18 de Junho de 2020. Disponível em:

https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/ncbj19&collection=journals&id=153&startid=&end_id=182#

segurança e estabilidade dos mercados perante estas novas formas de manipulação, e a capacidade de afectação de algo que é tão importante para a economia mundial por apenas um indivíduo só. Fica ainda uma pergunta enredada no pensamento relativa à capacidade das autoridades reguladoras em conseguirem controlar devidamente a negociação algorítmica de alta frequência apesar do susto de 2010 e das medidas posteriormente adoptadas¹⁷⁵...

No meio português, os tipos de manipulação considerados mais recentes ainda não foram alvo do foco judicial, não se conhecendo situações relacionadas com os mesmos¹⁷⁶. No entanto, apesar de não existirem ainda condenações efectivas, não deixam de ser situações merecedoras de atenção das autoridades reguladoras. Isto pois, acrescente-se, autores internacionais¹⁷⁷ crêem ser uma questão de tempo até ocorrer de novo algum evento da mesma envergadura, ou até maior, semelhante ao *Flash Crash* de 2010.

Prosseguindo nas consequências, tendo já sido estudadas as situações mais próximas da manipulação, quer tradicional quer mais recente, com exemplos históricos a elas associados, falta colocar uma hipótese que qualquer pessoa com um conhecimento mediano de como funcionam os mercados é capaz de ponderar.

¹⁷⁵ LIN, Tom C. W., «The New Market Manipulation», *Emory Law Journal* [online], Vol. 66, N.º 6 (2017), p. 1253-1314. Consultado a 25 de Maio de 2020. Disponível em: <https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/emlj66&collection=journals&id=1290&startid=&endid=1351#>

¹⁷⁶ No que diz respeito às condenações mais recentes, vide COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Comunicados – Contraordenações e Crimes Contra o Mercado – Decisões Judiciais Relativas a Crimes Contra o Mercado* [online]. Consultado a 17 de Junho de 2020. Disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Pages/DecCrimesMercado.aspx>. Para situações que ocorreram até 2015, vide COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Contraordenações e Crimes no Mercado de Valores Mobiliários – O Sistema Sancionatório, a Evolução Legislativa e as Infracções Imputadas* [online], 2.ª Ed, Coimbra: Almedina Editora, 2015. 225 p. ISBN 978-972-40-6186-3. Consultado a 22 de Junho de 2020. Disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Contraordena%C3%A7%C3%B5es%20e%20Crimes%20no%20Mercado%20de%20Valores%20Mobili%C3%A1rios/Documents/Contraordenacoes%20e%20Crimes%20no%20Mercado%20de%20Valores%20Mobiliarios.pdf>

¹⁷⁷ HOLLIMAN, Hayden C., «The Consolidated Audit Trail: An Overreaction to the Danger of Flash Crashes from High Frequency Trading», *North Carolina Banking Institute* [online], Vol. 19 (2015), p. 135-164. Consultado a 18 de Junho de 2020. Disponível em: <https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/ncbj19&collection=journals&id=153&startid=&endid=182#> e LIN, Tom C. W., «The New Market Manipulation», *Emory Law Journal* [online], Vol. 66, N.º 6 (2017), p. 1253-1314. Consultado a 25 de Maio de 2020. Disponível em: <https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/emlj66&collection=journals&id=1290&startid=&endid=1351#>

Num exercício mental, com o tal conhecimento geral que cabe a um cidadão medianamente informado, pense-se na seguinte situação: os bancos. Denominar um local, uma instituição financeira, que exerce as mais variadas funções não será, à primeira vista, uma situação. No entanto, sabe-se que os bancos jogam nos mercados tal como quaisquer outros investidores, assim como fazem empréstimos para financiar empresas, por exemplo. Ora, imagine-se a ocorrência de uma enorme manipulação de mercado, como uma *massive misinformation* originada por *hackers* que apenas pretendem a disrupção dos mercados financeiros, e apenas detectada mais tardiamente pela confiança atribuída à fonte que supostamente a gerou.

Entretanto perderam-se milhares de milhões de euros. Investidores, pequenos e grandes, afectados pela mesma manipulação, incluindo os bancos. Agora as consequências não se ficarão pelos mercados e os seus investidores e empresas que neles se movem, já normalmente não é bem assim, mas com a situação dos bancos chegamos a um extremo. Os bancos são instituições financeiras de peso, com grande relevância para a economia, por vezes apelidadas como “*too big to fail*”. Esta expressão demonstra a dependência que já se sente destas instituições, na sua maioria, privadas, não se podendo permitir o seu falhanço por causa do que arrastariam consigo.

Assim, a solução nos dias de hoje, e a solução que aconteceria para salvar um banco que fora alvo de manipulação e ficara numa situação periclitante, passa pelo dinheiro público do Estado. Os governos não podem deixar cair os bancos e com isso entra o dinheiro dos contribuintes. Percebe-se assim que as consequências de uma manipulação, por mais simples que possa parecer, por vezes podem chegar a extremos reais¹⁷⁸. Acrescenta-se aqui outra questão, que será se não valerá a pena investir mais nas autoridades reguladoras ao invés de remediar apenas o depois...

Mais, atente-se que, ocorrendo uma manipulação no mercado, muitas vezes o pequeno investidor que perde umas centenas ou milhares de euros nunca mais verá esse

¹⁷⁸ LIN, Tom C. W., «The New Investor», *UCLA Law Review* [online], Vol. 60, N.º 3 (2013), p. 678-735. Consultado a 18 de Junho de 2020. Disponível em: <https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/uclalr60&collection=journals&id=695&startid=&endid=752#>

dinheiro na sua vida. A detecção, investigação e efectiva condenação de quem pratica estes crimes é uma demanda difícil, que constantemente deixa impune o perpetrador do acto.

Porém, crê-se que aqui o problema serão os interesses económicos do Estado. Dado que, embora se possa ter graves repercussões também ao nível da economia de um país com a manipulação de mercado, infelizmente os valores monetários que uma investigação implica para em algumas situações não se chegar sequer a uma conclusão óbvia para levar a julgamento impedem que se faça justiça para todo e qualquer investidor afectado pela mera hipótese de falhanço da investigação¹⁷⁹.

Nos mercados de *energia*, a manipulação tem tendência a ocorrer através dos tipos tradicionais como o *front running* ou *wash trades*¹⁸⁰, mas também através de outras formas interessantes que se coadunam com as características iminentes destes mercados, como plataformas onde se transaccionam quer mercadorias físicas quer produtos financeiros.

A volatilidade dos preços nos mercados de energia encontra-se ligada aos vários factores que contribuem para a sua formação, algo em que difere de quaisquer outros mercados. A procura e a oferta bastante inelásticas, ora porque não existem grandes substitutos da energia, ora porque não é possível armazená-la para possíveis alterações que possam surgir na procura¹⁸¹, o transporte, e a influência do tempo atmosférico na produção da mesma, chamam a atenção para as “vantagens” que a manipulação pode oferecer¹⁸².

¹⁷⁹ EVANS, Matthew, «Regulating Electricity-Market Manipulation: A Proposal for a New Regulatory Regime to Proscribe All Forms of Manipulation», *Michigan Law Review [online]*, Vol. 113, N.º 4 (2015), p. 585-606. Consultado a 22 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/mlr113&collection=journals&id=623&startid=&endid=644>

¹⁸⁰ HORWICH, Allan, «Warnings to the Unwary: Multi-Jurisdictional Federal Enforcement of Manipulation and Deception in the Energy Markets after the Energy Policy Act of 2005», *Energy Law Journal [online]*, Vol. 27 (2006), p. 363-422. Consultado a 24 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://advance.lexis.com/document/?pdmfid=1516831&crd=e39158e2-bd56-420a-8d8c-c484cd91029e&pddocfullpath=%2Fshared%2Fdocument%2Fanalytical-materials%2Furn%3AcontentItem%3A4M93-FY10-00CV-K00T-00000-00&pdcontentcomponentid=143868&pdteaserkey=sr4&pditab=allpods&ecomp=kb63k&earg=sr4&prid=f343c0e3-1e9d-4111-98a1-7d40a6530105>

¹⁸¹ Relembremos aqui as leis de Kirchoff já explanadas no ponto 4 do capítulo I.

¹⁸² COOPER, Mark N., «The Oil & Gas Issue: The Failure of Federal Authorities to Protect American Energy Consumers from Market Power and Other Abusive Practices», *Loyola Consumer Law Review [online]*, Vol. 19 (2007), p. 315-411. Consultado a 24 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://advance.lexis.com/document/?pdmfid=1516831&crd=77ff12ab-9c6c-452f-b7ca-17867ed352d2&pddocfullpath=%2Fshared%2Fdocument%2Fanalytical->

Porém, beneficiando de forma indevida uns acaba por prejudicar outros. Ora, através de um jogo manipulativo do preço das transacções físicas de energia para se aumentar os lucros nas transacções financeiras, saem certamente prejudicadas as empresas de produção que vêem o valor da electricidade que pretendem transaccionar fisicamente a baixar ilegítimamente. Acredita-se que, tendo sido por isso condenada nos Estados Unidos da América¹⁸³, a instituição financeira Barclays manipulou o mercado dessa mesma forma para obter mais ganhos em contratos de futuros de energia entre 2006 e 2008¹⁸⁴.

No entanto, uma manipulação no mercado de energia pode também vir a prejudicar os consumidores finais da mesma, o típico cidadão comum que paga a conta da electricidade de sua casa. Será no caso de os valores da energia chegarem a um pico tão alto, fruto de um acto manipulador, e manterem-se dessa forma por um período de tempo prolongado, como semanas ou meses, sem controlo¹⁸⁵. Os consumidores da Califórnia pagaram uma conta bem alta nos primeiros anos deste milénio até serem estabelecidos tectos de preços naquele mercado para os proteger exactamente.

Por fim, pondere-se ainda que os comportamentos que temos vindo a tratar também podem, em *ultima ratio*, levar uma empresa de energia à falência. Importa relembrar a importância que algumas empresas hoje revelam ter na cena económica de um país. Desta forma, acontece o mesmo que o que foi explanado para os bancos, estas empresas são “*too big to fail*”, não podendo o Estado permitir que estas caiam ou seria o fim do fornecimento de energia no país, levando a *blackouts* e conseqüente caos total, pois já não vivemos sem este bem que se pode considerar de primeira necessidade nos dias de hoje. Intervêm assim o

[materials%2Furn%3AcontentItem%3A4P9T-PDN0-0198-G072-00000-00&pdcontentcomponentid=265265&pdteaserkey=sr1&pditab=allpods&ecom=kb63k&earg=sr1&prid=a802bcf3-ddb2-436e-a9a0-6bbbd1fc980c](https://www.emerald.com/insight/publication/doi/10.1108/9781787433854-00&pdcontentcomponentid=265265&pdteaserkey=sr1&pditab=allpods&ecom=kb63k&earg=sr1&prid=a802bcf3-ddb2-436e-a9a0-6bbbd1fc980c)

¹⁸³ Caso descrito, e de uma forma bem crítica da metodologia da FERC, no capítulo 10 do livro de KLEIT, Andrew N., *Modern Energy Market Manipulation* [e-book], 1.st Ed., UK: Emerald Publishing Limited, 2018. ISBN 978-1-78743-385-4. Consultado a 24 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://www.emerald.com/insight/publication/doi/10.1108/9781787433854>

¹⁸⁴ EVANS, Matthew, «Regulating Electricity-Market Manipulation: A Proposal for a New Regulatory Regime to Proscribe All Forms of Manipulation», *Michigan Law Review* [online], Vol. 113, N.º 4 (2015), p. 585-606. Consultado a 22 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/mlr113&collection=journals&id=623&startid=&endid=644>

¹⁸⁵ Compreenda-se a situação que se passou através do capítulo 6 do livro de KLEIT, Andrew N., *Modern Energy Market Manipulation* [e-book], 1.st Ed., UK: Emerald Publishing Limited, 2018. ISBN 978-1-78743-385-4. Consultado a 24 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://www.emerald.com/insight/publication/doi/10.1108/9781787433854>

Estado e o dinheiro público, mais uma vez, para a tão essencial estabilidade do país, vendo-se uma situação do género pela primeira vez também no caso da Califórnia¹⁸⁶.

Nos inícios da era de 2000, no estado norte-americano californiano, deu-se então uma dantesca manipulação de mercado no seio da energia que veio abalar os alicerces dos restantes mercados energéticos dos Estados Unidos da América.

Foi a partir dos anos 80 que surgiu um movimento de desregulação dos mercados de electricidade e gás natural americanos no sentido de aumentar a concorrência no meio, permitindo-se que o preço da energia fosse definido conforme as condições económicas em vez de ser fixado pelo regulador. Isto levou a uma maior volatilidade do mercado, traduzindo-se numa maior adesão aos derivados para contornar o risco associado.

A empresa Enron, usualmente associada à crise energética californiana, era uma das mais importantes no sector dos mercados de energia nos anos 90, tendo, por um lado, uma vertente que fornecia energia, comprando *pipelines* e centrais eléctricas com esse objectivo, e, por outro, uma via financeira, negociando no mercado grossista e de derivados de produtos relacionados com energia, outras mercadorias, e ainda outros contratos financeiros derivados.

Resultou que, devido à reforma promovida no mercado de energia californiano, algumas características que passaram a fazer parte do mesmo deixavam uma abertura para práticas manipulativas¹⁸⁷. Agrava a situação que muitas dessas condutas eram, na verdade, permitidas, por uma total desatenção da parte de quem tratou da reestruturação do mercado. Uma das empresas que se aproveitou desta oportunidade foi a Enron, entre outras.

Portanto, a crise de 2000-2001 na Califórnia não foi apenas fruto de uma manipulação que efectivamente ocorreu, nem da consequente falência da empresa Enron a ela tão ligada, mas também de uma falta de cuidado da parte das autoridades daquele estado. Situação que, infelizmente, acabou por obrigar os californianos a pagar a conta final durante

¹⁸⁶ DUANE, Timothy P., «Regulation's Rationale: Learning From The California Energy Crisis», *Yale Journal on Regulation* [online], Vol. 19, N.º 2 (2002), p. 471-540. Consultado a 25 de Junho de 2020. Disponível em: <https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/yjor19&collection=journals&id=477&startid=&end=546#>

¹⁸⁷ Kleit explica, com um olhar bastante crítico, as ditas aberturas no seu capítulo 6 do livro KLEIT, Andrew N., *Modern Energy Market Manipulation* [e-book], 1.ª Ed., UK: Emerald Publishing Limited, 2018. ISBN 978-1-78743-385-4. Consultado a 24 de Junho de 2020. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/publication/doi/10.1108/9781787433854>

uns anos, mas também trouxe um alerta para a necessidade de se encarar os mercados de electricidade e gás natural com mais cautela e seriedade.

Sabendo-se que o tema a explorar nesta dissertação é a manipulação de mercado no contexto dos mercados de derivados de energia europeus, crê-se que tomar como exemplo o que aconteceu do outro lado do Atlântico não será de todo uma metodologia errada. Na verdade, a Europa devia tomar em atenção os exemplos que possam vir a ser transmitidos em outras situações que serão certamente semelhantes a algo com que eventualmente se possa deparar.

Pretendendo mostrar um episódio mais próximo do que aqueles tão notáveis que aconteceram nos EUA, atente-se num caso recente de manipulação de mercado no MIBEL, mais precisamente no pólo espanhol, envolvendo a empresa de energia portuguesa Galp.

Em Março de 2017, a *Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC)*, entidade reguladora espanhola correspondente à nossa CMVM, recebeu um relatório enviado pelo MIBGAS, mercado ligado ao MIBEL respeitante à vertente do gás natural, que denunciava a ocorrência de comportamentos anómalos no mercado organizado em Janeiro do mesmo ano.

A Galp Gás Natural S.A., ao fazer várias ofertas com valores suspeitos nos últimos minutos da sessão de negociação do mercado diário, veio a incorrer num tipo de manipulação tradicional denominado *marking the close*, cujo objectivo será fixar o preço de fecho de determinado produto a um nível, sendo neste caso mais alto do que se encontrava anteriormente.

O resultado desta conduta da empresa portuguesa acabou por ser a fixação do preço de fecho em três euros acima do que seria se não tivesse incorrido na mesma. Desta forma, foi condenada no pagamento de cem mil euros, que acabaram por ser reduzidos em vinte por cento para oitenta mil euros por pagamento antecipado do valor e desistência de recurso por via administrativa¹⁸⁸.

¹⁸⁸ COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA, *Resolución del Procedimiento Sancionador Incoado a Galp Gas Natural, S.A. por Manipulación del Mercado Organizado del Gas* [online]. Consultado a 29 de Junho de 2020. Disponível em: https://www.cnmc.es/sites/default/files/2228079_3.pdf

Tomando conhecimento de acontecimentos destes, que podem algum dia assumir uma importante envergadura nos mercados de energia europeus, surge a questão de se a Europa se encontra a fazer o suficiente para colmatar quaisquer eventualidades relacionadas. Não descurando a dificuldade que é legislar sobre o tema da manipulação de mercado¹⁸⁹, alerta-se, de seguida, para as necessidades ainda presentes relativas a esse tópico na Europa, no seio da energia.

4. Prevenção

A protecção dos mercados financeiros, no que diz respeito aos malefícios da manipulação de mercado, revela-se como um pau de dois bicos, onde se deve encontrar o meio termo para o bem de todos. Com esta noção sempre bem presente, leia-se a seguinte expressão, retirada de um artigo de 27 de Outubro de 2014, do jornal americano *The New York Times*: “*Make regulations too onerous, and firms won’t pursue potentially worthwhile investments for fear of huge legal bills if they are accused of violations. Too loose, and banks and brokers will run amok like schoolchildren when the teacher leaves the room, which is what happened in the years leading up to the financial crisis in 2008*”¹⁹⁰.

¹⁸⁹ Repare-se que, nos Estados Unidos da América, após o polémico caso da manipulação de mercado na Califórnia, foram vários os académicos que procuraram analisar a situação e sugerir formas de possível regulação. No entanto, é factor comum acentuarem a dificuldade que é tratar o tema por questões de liberdade dos mercados, por um lado, e proteger os mercados da manipulação, pelo outro. Vide BRUNET, Alexia; SHAFE, Meredith, «Beyond Enron: Regulation in Energy Derivatives Trading», *Northwestern Journal of International Law & Business* [online], Vol. 27, N.º 3 (2007), p. 665-706. Consultado a 24 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/nwjilb27&collection=journals&id=671&startid=&enddid=712#>; DUANE, Timothy P., «Regulation’s Rationale: Learning From The California Energy Crisis», *Yale Journal on Regulation* [online], Vol. 19, N.º 2 (2002), p. 471-540. Consultado a 25 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/yjor19&collection=journals&id=477&startid=&enddid=546#>; e EVANS, Matthew, «Regulating Electricity-Market Manipulation: A Proposal for a New Regulatory Regime to Proscribe All Forms of Manipulation», *Michigan Law Review* [online], Vol. 113, N.º 4 (2015), p. 585-606. Consultado a 22 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/mlr113&collection=journals&id=623&startid=&enddid=644>

¹⁹⁰ Frase, que se pode traduzir livremente por “Façam as regulações demasiado onerosas, e as empresas não perseguirão investimentos potencialmente vantajosos por medo de enormes facturas legais se forem acusadas de violações. Demasiado fracas, e os bancos e os correctores ficarão descontrolados como crianças quando a professora sai da sala de aula, o que aconteceu nos anos anteriores à crise financeira de 2008”, apontada pelos autores CUMMING, Douglas; GROH, Alexander Peter; JOHAN, Sofia, em «Same Rules, Different Enforcement: Market Abuse in Europe», *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* [online], Vol. 54 (2018), p. 130-151. Consultado a 6 de Julho de 2020. Disponível em:

Não haja dúvidas de que a possibilidade descrita nesta frase é totalmente verdadeira. O risco de cometer um erro nos mercados é grande, mas também é preciso correr esse mesmo risco para se proceder a grandes ganhos. Raro será o investimento seguro que traga consigo avultadas quantias de retorno. Deve, portanto, deixar-se alguma margem de manobra na regulação dos mercados, mas não a um ponto tão alargado que a mesma deixe de fazer sentido para os mesmos.

Relembre-se agora o papel fulcral que as normas emanadas pela União Europeia representam para os seus Estados-membros, permitindo que a legislação se encontre mais ou menos homogeneizada entre si, contribuindo para uma maior segurança jurídica, especialmente em relação a assuntos que se tornam facilmente transfronteiriços como os mercados financeiros. Assim urge compreender se o que está a ser feito ao nível da regulação europeia será suficiente ou não, procedendo agora a uma explanação e análise crítica dos regulamentos e directivas emanados, directamente relacionados com o assunto da manipulação de mercado e a sua prevenção.

Actualmente, apontam-se como principais instrumentos legislativos sobre o abuso de mercado o Regulamento (UE) n.º 596/2014 e a Directiva 2014/57/UE num nível geral, assim como o Regulamento (UE) n.º 1227/2011 no campo da energia, onde se incluem normas relativas à manipulação. Fica a questão: serão estes suficientes?

Como já foi mencionado anteriormente, o Regulamento (UE) n.º 596/2014 surgiu em substituição da Directiva 2003/6/CE que até então tentava definir as normas a nível europeu sobre as formas possíveis de abuso de mercado. Porém, uma Directiva não tem a mesma capacidade de harmonização que um Regulamento, pela sua liberdade de meios, permitindo assim divergências entre legislações nacionais que trariam consigo, apesar de tudo, o perigo de distorções no seio dos mercados, neste caso, financeiros.

Portanto, a evolução através de uma passagem do formato de Directiva para o de Regulamento claramente foi benéfica para os mais variados tipos de personagens relevantes no mercado, especialmente para empresas com investimentos além-fronteiras que, com uma

maior facilidade, passaram a saber com o que contar independentemente do Estado membro onde exercessem actividade.

A par daquele Regulamento, foi lançada a Directiva 2014/57/UE com o objectivo de proceder a uma aplicação de sanções penais no que diz respeito ao abuso de mercado, dado que nem todos os Estados membros previam um regime sancionatório a nível penal mas apenas administrativo. Desta forma, assegurou-se a devida punição dos crimes mais gravosos relacionados com o abuso de informação privilegiada ou a manipulação de mercado, através da assumpção de uma moldura penal mínima.

No entanto, será uma Directiva sobre sanções penais a forma mais viável de prever consequências legais para crimes cujas consequências possam ser tão catastróficas? Pois, admita-se, a seriedade com que são encarados os objectivos de um instrumento legal como este não chegará ao mesmo nível que um Regulamento, cujo teor leva à existência de uma maior segurança jurídica dentro da União.

Curiosamente, *vide* um caso de reenvio prejudicial para o Tribunal de Justiça da União Europeia, onde, ainda em consequência da insuficiente Directiva 2003/6/CE, a Itália previa a possibilidade de dar seguimento a uma sanção administrativa mesmo após ter sido proferida uma condenação penal para o mesmo crime de manipulação de mercado¹⁹¹.

Esta situação caricata surge pelo artigo 14.º da Directiva mencionada que, embora admitindo o direito de se imporem sanções penais, pede aos países que assegurem também medidas ou sanções pela via administrativa. Aprece que os italianos interpretaram erradamente a norma como dando o aval para que ambos os procedimentos fossem aplicáveis para um mesmo caso. Crê-se que, por vezes, a produção de legislação europeia é de tal forma uma pretensão, um mero objectivo a alcançar, que se esquece um devido acautelamento na escrita, a par de um acompanhamento cuidado da sua implementação nos Estados-membros...

¹⁹¹ ACÓRDÃO do Tribunal de Justiça da União Europeia – Grande Secção, de 20 de Março de 2018, *Processo C-537/16* [online]. Consultado a 7 de Julho de 2020. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:62016CA0537&from=PT>

Relativamente aos possíveis abusos no contexto dos mercados de *energia*, o Regulamento (UE) n.º 1227/2011 é o indicado como guia na resolução de situações com eles relacionadas. Será natural, tal como já foi também abordado, a criação de normas específicas para o sector da energia no sentido de se proteger o consumidor final, sendo que uma situação de manipulação poderá trazer mais consequências para ora o cidadão comum ora as microempresas cujas alterações na despesa poderão ser bastante gravosas.

Atente-se especialmente, além das típicas proibições de abuso de informação privilegiada e de manipulação do mercado, a obrigatoriedade de registo junto das autoridades nacionais competentes, isto é, da autoridade reguladora responsável pelos mercados de energia de cada Estado-Membro, dos participantes no mercado. Este registo inclui informações referentes ao participante, às pessoas ligadas ao mesmo, aos beneficiários da sua actividade, à estrutura corporativa associada, entre outras, pois o conhecimento destes aspectos trará alguma luz imediata sobre quem estará por detrás de, por exemplo, uma eventual manipulação de mercado que ocorra no seu interesse¹⁹².

Porém, quando se analisam a fundo ambos os Regulamentos aqui apontados que actualmente se aplicam às situações de abuso de mercado, ora no geral, ora no que diz respeito à energia, surge uma dúvida que de seguida se apresentará.

O Regulamento (UE) n.º 596/2014, na alínea *a*) do n.º 2 do seu artigo 2.º exclui a aplicação das normas relativas aos comportamentos que constituem abuso de informação privilegiada (artigo 12.º) e manipulação de mercado (artigo 15.º) aos produtos energéticos grossistas que sejam contratos de mercadorias à vista.

Compreenda-se que, neste contexto, produto energético grossista define-se, tal como descrito pelo Regulamento (UE) n.º 1227/2011, por “*os seguintes contratos e derivados, independentemente do local e da forma como são negociados: a) Contratos de fornecimento de electricidade ou gás natural com entrega na União; b) Derivados relacionados com a electricidade ou com o gás natural produzidos, transaccionados ou entregues na União; c) Contratos relativos ao transporte de electricidade ou de gás natural na União; d) Derivados*

¹⁹² LIEBI, Martin; MARKHAM, Jerry, *Regulation of Commodities Trading* [e-book], 2020. Consultado a 8 de Outubro de 2020. Disponível em: <https://olrl.oup.com/view/10.1093/law/9780198799962.001.0001/law-9780198799962>

relacionados com o transporte de electricidade ou de gás natural na União (...)”. Descreve-se o que se encontra neste Regulamento pois é para onde o primeiro remete para se encontrar o entendimento relativo a este tipo de produtos.

Por esta via, entende-se que as normas gerais não se apliquem pois, naturalmente, existindo um regulamento específico para a energia tal se mostraria desnecessário e até causador de incertezas. O autor MARCO VENTORUZZO afirma também de forma imperativa a não aplicação daquelas normas: *“Wholesale energy products are explicitly excluded from the extended scope of application in Article 2(2)(a), since such manipulative transactions are already forbidden by Article 5 of the Wholesale Energy Market Integrity and Transparency Regulation (1227/2011/EU)”*¹⁹³.

Numa leitura desatenta quase que se poderia afirmar que o Regulamento (UE) n.º 596/2014 não se viria a aplicar, de forma alguma, aos produtos energéticos grossistas, ainda mais existindo um outro especialmente direccionado para esse mesmo assunto. No entanto, atente-se mais uma vez para o facto de a exclusão prevista ser apenas no que diz respeito aos contratos de mercadorias à vista que preencham esse tipo e meramente esses. Tanto que, no Regulamento (UE) n.º 1227/2011, referente ao regime especial dos mercados grossistas da energia, encontra-se no n.º 2 do seu artigo 1.º a exclusão dos produtos energéticos grossistas que sejam também instrumentos financeiros negociados num mercado regulamentado, aplicando-se a estes então o regime geral apesar da categoria onde se encontram inseridos.

Portanto, conclui-se assim que, no seio dos derivados de energia, podemos ter a aplicação ora do Regulamento geral relativo ao abuso de mercado para aqueles que sejam comercializados no âmbito de um mercado regulamentado como, por exemplo, no MIBEL, ora do Regulamento específico para os mercados grossistas de energia no caso de derivados de balcão, naturalmente à margem daqueles mercados regulamentados, na medida em que, existindo um regime especial, será este o que se aplicará em primeira linha.

¹⁹³ VENTORUZZO, Marco; MOCK, Sebastian, *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide [e-book]*, 1.ª Ed., Oxford: Oxford University Press, 2017. ISBN 978-0-19-881175-6. Consultado a 20 de Julho de 2020. Disponível em: <https://olrl.oup.com/view/10.1093/law/9780198811756.001.0001/law-9780198811756>

Questiona-se ainda a razão de ser de um Regulamento já quase com dez anos de existência sem revisão alguma do mesmo quando no ano de 2019 se deu a reformulação de vários instrumentos legislativos europeus relacionados com a energia no sentido de uma melhor preparação para a implementação de uma nova fase do mercado interno da electricidade, entre outros assuntos. Compreende-se que a redacção do mesmo ainda se encontre relativamente actual, pois não é um espaço de tempo assim tão alargado. No entanto, tendo sido revisto um pacote de normas tão alargado no seio da energia, que sempre terão uma estreita e necessária relação com a transparência nos mercados grossistas de energia, parece que este não foi tema onde houvesse interesse em rever... Ficam por saber os motivos por detrás desta decisão.

Por fim, não se poderá deixar de mencionar a relevância de outros instrumentos legislativos europeus que, através de medidas comuns para os mercados financeiros, acabam também por influenciar a prevenção da manipulação de mercado nos mercados de derivados de *energia*. Tome-se aqui em atenção, numa perspectiva cronológica, os contributos mais importantes do Regulamento (UE) n.º 648/2012 e da Directiva 2014/65/UE.

O primeiro documento referido, elaborado após a percepção do perigo que os derivados dos mercados de balcão podiam representar para os mercados financeiros pela sua falta de regulação, veio trazer alguma segurança também para os mercados de energia. Aplicando-se este Regulamento a quaisquer contratos de derivados de balcão, os que se movem no seio dos mercados de energia não são excepção, e, desta forma, encontramos medidas que obrigam à comunicação de dados relacionados com os contratos de derivados pelas contrapartes centrais e pelas plataformas de negociação, o que atenuará quaisquer tentativas de manipulação de mercado¹⁹⁴. Sublinhe-se, porém, o que já foi anteriormente mencionado em relação a este tipo de obrigação...

A segunda Directiva relativa aos mercados financeiros trouxe também alguma novidade aos mercados de energia pelas exigências nela plasmadas, especialmente em

¹⁹⁴ AGENCY FOR THE COOPERATION OF ENERGY REGULATORS, *Knowledge Base – TRUM – Annex III: Reporting of Energy Derivatives Contracts under REMIT and EMIR* [online]. Consultado a 9 de Outubro de 2020. Disponível em: <https://kb.acer-remit.eu/category/trum/annex-iii-reporting-of-energy-derivatives-contracts-under-remit-and-emir/>

relação aos mercados regulamentados. Veja-se, a título de exemplo, o seu artigo 57.º, que dita o seguinte: “*os Estados-Membros asseguram que as autoridades competentes, em conformidade com a metodologia de cálculo determinada pela ESMA, estabeleçam e apliquem limites às posições relativos à dimensão da posição líquida que uma pessoa possa deter a todo o momento em derivados de mercadorias negociados em plataformas de negociação ou em contratos de derivados OTC economicamente equivalentes*”. Compreende-se o potencial de prevenção da manipulação de mercado deste artigo, na medida em que a detenção de uma grande quantidade de contratos de derivados de mercadorias pode transformar-se num grande poder sobre essa mesma mercadoria em si, dando azo à tentação de praticar actos manipulativos. No entanto, existe aqui também uma excepção, relativa às entidades não financeiras, podendo estas ultrapassar aqueles limites impostos na medida em que reduzam o risco associado à sua actividade comercial¹⁹⁵.

Faltará ainda uma referência aos reguladores, importantes personagens dos mercados financeiros contemporâneos, que intervêm nas demais situações na demanda pela estabilidade no meio, e contribuem em peso na prevenção da manipulação de mercado. Desempenhando um papel deveras relevante, procurou-se desenvolver este aspecto no capítulo seguinte, exclusivamente reservado para o mesmo.

IV. Os Reguladores do Mercado de Derivados de Energia Português

As autoridades reguladoras são, numa acepção mais pormenorizada, entidades administrativas independentes, dotadas de poderes a nível jurídico para fazer cumprir as responsabilidades a elas confiadas, beneficiando de independência orgânica e funcional e, a seu par, de uma autonomia que, embora sendo autoridades de criação estatal, as coloca “*à margem da estrutura administrativa clássica*”¹⁹⁶.

A função de regulação associada a estas entidades acaba por pender quer para um lado económico quer para um lado social, na medida em que pela primeira via se procura

¹⁹⁵ LIEBI, Martin; MARKHAM, Jerry, *Regulation of Commodities Trading [e-book]*, 2020. Consultado a 8 de Outubro de 2020. Disponível em: <https://olrl.ouplaw.com/view/10.1093/law/9780198799962.001.0001/law-9780198799962>

¹⁹⁶ CARDONA, Maria Celeste, *Contributo para o Conceito e a Natureza das Entidades Administrativas Independentes – As Autoridades Reguladoras*, 2016, p. 503.

manter um bom funcionamento dos mercados, supervisionando e disciplinando através de instrumentos reguladores quando necessário, e na segunda já se pretende dar resposta a possíveis preocupações que possam surgir no acesso aos mesmos¹⁹⁷.

Compreendidos no capítulo anterior os variados aspectos abordados relativamente à manipulação de mercado, quer num nível geral quer no seio da energia, falta ainda conhecer e analisar quem são as autoridades do meio, quem supervisiona os mercados em questão. Este estudo mostra-se sobremaneira relevante no sentido de se entender se as normas relativas à manipulação de mercado são efectivamente seguidas e se a relação entre entidades reguladoras é favorável à prossecução dos objectivos.

1. A nível nacional

Na cena nacional, duas autoridades reguladoras tomam como responsabilidade a supervisão do mercado de energia ibérico. Apresentam-se assim a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), na medida em que se trata de um mercado financeiro, e a Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos (ERSE), por aquele mercado se encontrar ligado, exactamente, à energia eléctrica.

A criação da CMVM foi prevista no Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril, aquando a redacção do primeiro Código do Mercado de Valores Mobiliários, acabando por se constituir em Maio de 1991. Segundo este mesmo decreto, revelou-se necessário, no seio do Estado português, o aparecimento de uma entidade que demonstrasse a vontade de desestatização e liberalização dos mercados, promovendo interesses públicos relevantes, nomeadamente através da prevenção de possíveis irregularidades¹⁹⁸.

Desta forma, foram atribuídas várias funções à nova autoridade reguladora, podendo agrupar-se as mesmas em três categorias: *supervisão*, *regulação* e *cooperação*.

¹⁹⁷ SILVA, Suzana Tavares da, *Direito da Energia*, 2011, p. 160-161.

¹⁹⁸ DECRETO-LEI N.º 142-A/91, de 10 de Abril de 1991, *Código do Mercado de Valores Mobiliários* [online]. Consultado a 23 de Outubro de 2019. Disponível em: <https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/322323/details/maximized>

No âmbito da primeira, da *supervisão*, encontra-se um olhar constante sobre a actuação dos participantes no mercado, no sentido de se perceber comportamentos ilícitos, infracções às normas reguladoras do bem-estar dos mercados, havendo ainda permissão para a aplicação de coimas por parte da CMVM, punindo-se assim quaisquer perpetradores. Além desta vertente, cabe aqui também a difusão de informação, por exemplo, sobre empresas que actuem no mercado, e a exigência de registo de participantes no sentido de haver um maior controlo das actuações dos mesmos.

Ao nível da *regulação*, depreende-se facilmente a obrigação de criar regulamentos sobre os mais diversos aspectos dos mercados onde tal se revele necessário e na medida da sua competência. Prevê-se ainda a possibilidade de a CMVM elaborar recomendações aos que se encontram sob a sua alçada de supervisão, e ainda pareceres relativos a eventuais incertezas relacionadas com aspectos dos mercados que lhe possam ser requisitados por aqueles.

A *cooperação* consiste numa colaboração, quer a nível interno, com outras entidades portuguesas com capacidade de supervisão dos mercados, nomeadamente, a título de exemplo, o Banco de Portugal, quer a nível externo, com organizações internacionais relacionadas com os mercados de valores mobiliários que procuram moldar a forma como a sua regulação é concretizada a nível mundial, como a já mencionada *IOSCO*¹⁹⁹.

Todas estas funções, e outras demais que lhe possam vir a ser atribuídas por lei, serão cumpridas com autonomia e independência apesar do carácter de pessoa colectiva de direito público que à CMVM se encontra associado²⁰⁰. Ou seja, embora se encontre sujeita à tutela do Ministro das Finanças em alguns aspectos como a aprovação anual do seu plano de actividades e orçamento ou a nomeação dos membros da Comissão de Fiscalização, em tudo o que não esteja sujeito a este regime tutelar a Comissão terá liberdade de actuar como bem entender desde que dentro dos trâmites legais, e obterá o seu financiamento através da prestação de serviços²⁰¹.

¹⁹⁹ CARDONA, Maria Celeste, *Contributo para o Conceito e a Natureza das Entidades Administrativas Independentes – As Autoridades Reguladoras*, 2016, p. 585-586.

²⁰⁰ COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *A CMVM – Apresentação – O que é a CMVM?* [online]. Consultado a 25 de Agosto de 2020. Disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/CMVM/Apresentacao/Pages/Apresentacao-o-que-e-a-CMVM.aspx>

²⁰¹ CARDONA, Maria Celeste, *Contributo para o Conceito e a Natureza das Entidades Administrativas Independentes – As Autoridades Reguladoras*, 2016, p. 588.

Constituída por quatro órgãos, designadamente, o Conselho de Administração, a Comissão de Fiscalização, o Conselho Consultivo e a Comissão de Deontologia, percebe-se de imediato que, por vezes, a independência que deve ser associada a esta entidade reguladora é um pouco assombrada por algumas regras de nomeação para os cargos que aqui se representam e já ao de leve referidas. Qualquer uma das valências orgânicas mencionadas vêem todos ou alguns dos seus assentos preenchidos através da designação, da parte do responsável pela pasta das Finanças no Governo, de pessoas idóneas para tal²⁰². No entanto, apesar de todo o mérito que alguns indivíduos possam ter legitimando-os para o cargo, a mais das vezes, aquando alguma nomeação da parte do Governo, são dissimuladamente perseguidos interesses político-partidários ou mesmo individuais...

Porém, apesar das dúvidas que possa levantar o método de escolha de quem dirige a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, existirá sempre, em *ultima ratio*, um controlo externo, a nível financeiro, do Ministério das Finanças, da Direcção-Geral do Orçamento, de auditores externos e do Tribunal de Contas, assim como, a um nível geral, da Assembleia da República, do Conselho de Ministros, e dos tribunais, neste último caso, por iniciativa dos particulares²⁰³.

Será já com oito anos de existência da CMVM que, com o Decreto-Lei n.º 473/99, de 8 de Novembro, se aprovam os Estatutos desta entidade reguladora²⁰⁴, onde se encontram ditames relativos ao seu funcionamento. No entanto, em 2015, deu-se uma reforma nos mesmos para acompanhar a evolução do significado e relevância que a Comissão tem nos mercados de hoje em dia, operando-se através do Decreto-Lei n.º 5/2015, de 1 de Agosto²⁰⁵.

²⁰² COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *A CMVM – Apresentação – O que é a CMVM?* [online]. Consultado a 25 de Agosto de 2020. Disponível em:

<https://www.cmvm.pt/pt/CMVM/Apresentacao/Pages/Apresentacao-o-que-e-a-CMVM.aspx>

²⁰³ COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *A CMVM – Apresentação – O que é a CMVM?* [online]. Consultado a 25 de Agosto de 2020. Disponível em:

<https://www.cmvm.pt/pt/CMVM/Apresentacao/Pages/Apresentacao-o-que-e-a-CMVM.aspx>

²⁰⁴ DECRETO-LEI N.º 473/99, de 8 de Novembro de 1999 [online]. Consultado a 13 de Agosto de 2020.

Disponível em: <https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/682985/details/maximized>

²⁰⁵ DECRETO-LEI N.º 5/2015, de 1 de Agosto de 2015, *Estatutos da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários* [online]. Consultado a 26 de Agosto de 2020. Disponível em:

http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_estrutura.php?tabela=leis&artigo_id=2260A0039&nid=2260&nverso=&tabela=leis&so_miolo=

O Decreto-Lei n.º 187/95, de 27 de Julho²⁰⁶, promoveu a criação da antiga Entidade Reguladora do Sector Eléctrico, fazendo parte de um conjunto de legislação emanada nos anos 90 com o objectivo de reestruturar o sector eléctrico nacional. Porém, apenas em 1997 é que entraria em funcionamento através do alargamento do prazo estabelecido na norma anterior, pelo Decreto-Lei n.º 157/96, de 31 de Agosto²⁰⁷. A exigência de mecanismos explícitos de regulação naquele sector levou ao surgimento da entidade reguladora que agora se trata, existindo sempre um desejo de manutenção da confiança nos operadores de mercado assim como a criação de um quadro regulamentar estável e equilibrado, tal como o decreto inicialmente mencionado dita.

Porém, revelou-se necessário, perante um desenvolvimento da legislação europeia referente à energia, que a Entidade Reguladora do Sector Eléctrico passasse a abranger também a regulação do sector do gás natural. Procedeu-se assim a uma actualização do nome atribuído à mesma, denominando-se agora Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos (ERSE), e dos seus Estatutos²⁰⁸, encontrando-se ainda em vigor, com as devidas alterações que foram ocorrendo ao longo dos tempos, a norma que deu origem a estas modificações: o Decreto-Lei n.º 97/2002²⁰⁹, de 12 de Abril.

As competências que cabem a esta autoridade reguladora dividem-se principalmente entre *supervisão, regulação, sancionamento e consulta*.

No campo da *supervisão*, essencialmente ligado à vigilância do funcionamento dos mercados energéticos, a ERSE procura verificar o respeito pelas normas regulamentares que enformam aqueles mercados. Isto acontece através de um acompanhamento e análise constantes do comportamento dos operadores e agentes que neles se movem, assim como tendo em atenção a formação das variáveis dos mercados, nomeadamente o preço²¹⁰. Para

²⁰⁶ DECRETO-LEI N.º 187/95, de 27 de Julho de 1995, *Cria a Entidade Reguladora do Sector Eléctrico* [online]. Consultado a 31 de Agosto de 2020. Disponível em:

<https://dre.pt/pesquisa/-/search/484669/details>

²⁰⁷ DECRETO LEI N.º 157/96, de 31 de Agosto [online]. Consultado a 31 de Agosto de 1996. Disponível em:

<https://dre.pt/pesquisa/-/search/241399/details/maximized>

²⁰⁸ Anteriormente aprovados pelo DECRETO-LEI N.º 44/97, de 20 de Fevereiro [online]. Consultado a 2 de Setembro de 2020. Disponível em: <https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/507062/details/maximized>

²⁰⁹ DECRETO-LEI N.º 97/2002, de 12 de Abril, *Estatutos da Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos (ERSE), versão actualizada* [online]. Consultado a 2 de Setembro de 2020. Disponível em:

http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=1936&tabela=leis&so_miolo=

²¹⁰ ENTIDADE REGULADORA DOS SERVIÇOS ENERGÉTICOS, *Actividade – Supervisão* [online]. Consultado a 3 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://www.erse.pt/atividade/supervisao/supervisao/>

conseguir alcançar este objectivo, também é permitido que ela proceda a acções de *fiscalização* a empresas sujeitas à sua exacta supervisão²¹¹.

A *regulação* será a um nível económico, fixando as condições de prestação das actividades ligadas aos sectores da electricidade e gás natural que sejam ainda monopólios, como o transporte ou a distribuição²¹². Aqui também se costuma associar, por semelhança dos termos, a *regulamentação*, ou seja, a capacidade desta entidade reguladora de emanar regulamentos relativos aos mais diversos âmbitos onde ela detenha poderes²¹³.

Em consequência de infracções cometidas no seio do Sistema Eléctrico Nacional (SEN) e do Sistema Nacional de Gás Natural (SNGN), a ERSE tem incumbida a tarefa de *sancionamento* das entidades que exerçam actividades sujeitas à sua regulação²¹⁴. Esta possibilidade encontra-se prevista na Lei n.º 9/2013, de 28 de Janeiro²¹⁵, relativa ao regime sancionatório do sector energético.

À semelhança da CMVM, a autoridade reguladora da energia tem também competência para emitir pareceres concretizando-se assim a sua capacidade de *consulta* em matérias relacionadas com a sua área de actuação, podendo encaixar-se esta em três vertentes, nomeadamente a cooperação administrativa, a judicial e a com o Governo e a Assembleia da República conforme a entidade que requisitou o parecer²¹⁶.

Dotada de independência, autonomia administrativa e financeira, e património próprio, a ERSE é uma entidade administrativa independente à qual subsidiariamente se aplica o regime jurídico das entidades públicas empresariais. Desta forma, admite-se de

²¹¹ ENTIDADE REGULADORA DOS SERVIÇOS ENERGÉTICOS, *Actividade – Fiscalização* [online]. Consultado a 3 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://www.erse.pt/atividade/fiscalizacao/>

²¹² ENTIDADE REGULADORA DOS SERVIÇOS ENERGÉTICOS, *Actividade – Regulação* [online]. Consultado a 3 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://www.erse.pt/atividade/regulacao/regulacao/>

²¹³ ENTIDADE REGULADORA DOS SERVIÇOS ENERGÉTICOS, *Actividade – Regulamentação* [online]. Consultado a 3 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://www.erse.pt/atividade/regulamentacao/>

²¹⁴ ENTIDADE REGULADORA DOS SERVIÇOS ENERGÉTICOS, *Actividade – Sancionatória* [online]. Consultado a 3 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://www.erse.pt/atividade/sancionatoria/sancionatoria/>

²¹⁵ LEI N.º 9/2013, de 28 de Janeiro, *Regime Sancionatório do Sector Energético* [online]. Consultado a 3 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://dre.pt/pesquisa/-/search/257008/details/maximized>

²¹⁶ ENTIDADE REGULADORA DOS SERVIÇOS ENERGÉTICOS, *Actividade – Consultiva* [online]. Consultado a 3 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://www.erse.pt/atividade/consultiva/consultiva/>

imediatamente o pensamento de que esta autoridade reguladora não se encontra de qualquer forma sujeita aos ditames governamentais. Porém, não é bem assim.

Compete ao Governo fixar as orientações gerais na política energética do país, reduzindo de imediato o leque de abertura da autonomia da ERSE, pois terá de corresponder às políticas emanadas. Assim como, da mesma maneira que acontece na outra entidade reguladora tratada anteriormente, os assentos dos seus órgãos terão alguma ligação ao Governo pois no Conselho de Administração o presidente e os vogais são nomeados por Resolução do Conselho de Ministros, o Fiscal Único é designado por despacho dos membros do Governo responsáveis pela pasta das Finanças e da Energia, o Conselho Consultivo é composto pelos mais diversos representantes de entidades relacionadas com a área, incluindo representantes de alguns membros do Governo, e o Conselho Tarifário e o Conselho para os Combustíveis têm como presidente alguém nomeado pelo ministro responsável pela área da Energia²¹⁷. Compreende-se então as “*suspeitas quanto à verdadeira independência da ERSE relativamente ao Governo*” como SUZANA TAVARES DA SILVA aponta, acusando muito bem que a nossa regulação de sectores dita independente “*sofre um excesso de compressões conformativas*”²¹⁸.

O controlo externo da ERSE concretiza-se, essencialmente, através de uma aprovação do orçamento, balanço e relatório de contas pelos ministérios das Finanças e Energia, da transmissão de informações sobre a sua actividade ao Governo, e de uma sujeição à jurisdição do Tribunal de Contas e dos tribunais, em geral²¹⁹.

2. A nível europeu

A União Europeia não poderia deixar de intervir na regulação dos mercados e da energia através das ditas autoridades ou agências europeias, organismos criados com o

²¹⁷ DECRETO-LEI N.º 97/2002, de 12 de Abril, *Estatutos da Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos (ERSE), versão actualizada* [online]. Consultado a 2 de Setembro de 2020. Disponível em:

http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=1936&tabela=leis&so_miolo=

²¹⁸ SILVA, Suzana Tavares da, *Direito da Energia*, 2011, p. 165.

²¹⁹ Artigos finais do DECRETO-LEI N.º 97/2002, de 12 de Abril, *Estatutos da Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos (ERSE), versão actualizada* [online]. Consultado a 2 de Setembro de 2020. Disponível em: http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=1936&tabela=leis&so_miolo=

objectivo de auxiliar a Comissão na execução do direito comunitário, com um sentido de estreita colaboração com as entidades homónimas dos Estados-membros²²⁰.

A Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (mais conhecida pelo acrónimo inglês *ESMA*) e a Agência Europeia de Cooperação dos Reguladores de Energia (também comumente designada pelo acrónimo inglês *ACER*) serão exploradas no sentido de se compreender o seu funcionamento e atribuições que sempre terão impacto no controlo dos mercados abordados.

As conclusões do relatório *de Larosière*²²¹ de 2009, no seguimento do início da grande crise de 2007-2008, revelaram a necessidade de um revisão geral dos mecanismos de supervisão europeia, sugerindo a transformação dos antigos comités europeus em entidades com um maior poder e autonomia, que levou ao surgimento da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, através do Regulamento (UE) n.º 1095/2010, de 24 de Novembro²²², entre outras mudanças.

Esta autoridade nasceu então no seio do estabelecimento de um Sistema Europeu de Supervisão Financeira (*European System of Financial Supervision – ESFS*), que comunga em si um Comité Europeu do Risco Sistémico (o *European Systemic Risk Board*)²²³, e três novas autoridades reguladoras, a dita Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (*European Securities and Markets Authority – ESMA*), a Autoridade Bancária Europeia (*European Banking Authority - EBA*)²²⁴, e a Autoridade Europeia dos Seguros e

²²⁰ CALVÃO DA SILVA, João Nuno Cruz Matos, *Agências de Regulação da União Europeia*, p. 41.

²²¹ COMISSÃO EUROPEIA, *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière – Report* [online]. Consultado a 21 de Setembro de 2020. Disponível em: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf

²²² REGULAMENTO (UE) N.º 1095/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, *que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados), altera a Decisão n.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/77/CE da Comissão* [online]. Consultado a 22 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32010R1095&from=PT>

²²³ REGULAMENTO (UE) N.º 1092/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, *relativo à supervisão macroprudencial do sistema financeiro na União Europeia e que cria o Comité Europeu do Risco Sistémico* [online]. Consultado a 22 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32010R1092&from=EN>

²²⁴ REGULAMENTO (UE) N.º 1093/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, *que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Bancária Europeia), altera a Decisão n.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/78/CE da Comissão* [online]. Consultado a 22 de Setembro de 2020. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32010R1093&from=EN>

Pensões Complementares de Reforma (*European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA*)²²⁵. Atente-se desde já que as autoridades reguladoras nacionais também participam neste novo sistema de supervisão, não se podendo ignorar a importância da sua proximidade às realidades de cada país²²⁶.

Contribuindo todas para a estabilidade do mundo financeiro, foque-se o estudo na Autoridade mencionada em primeiro lugar, cujo papel será fulcral ao nível da supervisão dos mercados e prevenção de possíveis condutas malignas no seu seio. As suas funções passam essencialmente pela *regulação e consulta, supervisão, e cooperação*.

No âmbito *regulatório*, a Autoridade tem a capacidade de elaborar projectos de normas técnicas de regulamentação assim como de normas técnicas de execução, sendo que, no entanto, a aprovação dos mesmos se encontra sujeita ao aval da Comissão Europeia. Além disto, existe sempre a possibilidade de emitir orientações e recomendações perante as demais situações onde se revele tal necessidade. A par destas redacções, colocam-se também os pareceres, numa função de *consulta* quer às instituições europeias, como o Parlamento Europeu, o Conselho e a Comissão, quer a outros interessados.

A *supervisão* agrega em si, por exemplo, a possibilidade de investigação aquando algum Estado-membro não aplique ou viole a legislação europeia, dando-lhe abertura para a tomada de medidas caso a recomendação para cumprimento não seja acatada, nomeadamente o envio de decisões individuais para intervenientes específicos dos mercados financeiros no sentido de promover o devido cumprimento. No caso de um eventual acontecimento que ponha em causa a integridade e o bom funcionamento dos mercados, a Autoridade pode e deve intervir, proibindo ou restringindo as actividades que estejam na sua origem.

A promoção da *cooperação* entre esta entidade europeia e as autoridades reguladoras nacionais também é um dos objectivos centrais da sua criação, promovendo também a coordenação das autoridades competentes no sentido de manter a estabilidade dos mercados

²²⁵ REGULAMENTO (UE) N.º 1094/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, *que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma), altera a Decisão n.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/79/CE da Comissão [online]*. Consultado a 22 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32010R1094&from=EN>

²²⁶ CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2016, p. 50-51.

em alturas mais frágeis. Inclui-se ainda aqui a celebração de acordos com outras autoridades de supervisão, organizações internacionais ou mesmo administrações de países terceiros²²⁷.

À semelhança da CMVM portuguesa, esta Autoridade de Supervisão beneficia de autonomia organizativa, funcional e financeira, ou seja uma suposta independência da União Europeia em si. Porém, avance-se já, com CALVÃO DA SILVA, que *a autonomia ou independência das agências da União Europeia (em especial relativamente às instituições comunitárias e aos Estados membros) é extremamente limitada*²²⁸. Isto acontece com a Autoridade que tratamos, na medida em que, a nível financeiro, os montantes que constituem o seu orçamento provêm habitualmente de fontes como subvenções da Comissão ou contribuições das autoridades reguladoras nacionais dos Estados membros, sendo a parte monetária um aspecto demasiado importante para se estar dependente... Relembre-se ainda o carácter de auxílio à Comissão com o qual esta Autoridade foi criada.

Constituída por vários órgãos, nomeadamente um Conselho de Supervisores, que agrega os mais altos representantes das autoridades reguladoras nacionais, entre outros membros, um Conselho de Administração, composto por um presidente e membros escolhidos do primeiro órgão, um Presidente, nomeado pelo primeiro Conselho após concurso, e um Director Executivo, nomeado da mesma forma que o anterior e sujeito a aprovação pelo Parlamento Europeu. Encontram-se ainda ligados a esta Autoridade dois organismos conjuntos das Autoridades Europeias de Supervisão, o Comité Conjunto e a Câmara de Recurso, esta última da maior importância como instância de controlo da legalidade dos actos da Autoridade, a par do Tribunal de Justiça da União Europeia²²⁹.

Actualmente, são variadíssimos os actos europeus que remetem de alguma forma para a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, encontrando-se uma quantidade ínfima no n.º 2 do artigo 1.º do Regulamento que a fez nascer, compreendendo-

²²⁷ REGULAMENTO (UE) N.º 1095/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, *que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados), altera a Decisão n.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/77/CE da Comissão* [online]. Consultado a 22 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32010R1095&from=PT>

²²⁸ CALVÃO DA SILVA, João Nuno Cruz Matos, *Agências de Regulação da União Europeia*, p. 687.

²²⁹ REGULAMENTO (UE) N.º 1095/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, *que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados), altera a Decisão n.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/77/CE da Comissão* [online]. Consultado a 22 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32010R1095&from=PT>

se a centralidade desta na supervisão dos mercados financeiros com a Europa relacionados²³⁰.

No ano de 2003, surgiu como novidade para os Estados-membros, no seio dos mercados da electricidade e do gás, a exigência de uma autoridade reguladora nacional para os mesmos. A União Europeia, tendo noção das dificuldades que uma transposição da sua legislação recente poderia trazer, decidiu na altura também criar um Grupo Europeu dos Reguladores da Energia e do Gás²³¹. Porém, as suas competências eram muito limitadas e, pouco mais tarde em 2009, este veio a ser substituído por um organismo com uma maior autonomia e independência, a Agência de Cooperação dos Reguladores da Energia²³².

No sentido de se fornecer uma explicação actual sobre o funcionamento daquela Agência, recorra-se ao Regulamento (UE) 2019/942, cujo teor é a reformulação do Regulamento de 2009, que a originou. Revelou-se necessária esta reforma na medida em que as competências da entidade tratada se vinham alterando ao longo dos tempos por outros instrumentos legislativos europeus, procurando reunir-se agora essas mudanças num só documento.

Se inicialmente se lhe atribuíra um carácter eminentemente consultivo²³³, as suas funções de hoje em dia já revelam uma abertura clara para outras, resumindo-se nas categorias de *cooperação, consulta, regulação e supervisão*.

Opta-se por nomear, em primeiro lugar, a *cooperação*, exactamente por esta palavra se encontrar no nome concedido à Agência e ser o primeiro objectivo da mesma: promover

²³⁰ Para se alcançar uma ideia sobre os actos que remetem para a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados *vide* EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Rules, Databases & Library – EU Acts and National Competent Authorities* [online]. Consultado a 24 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://www.esma.europa.eu/rules-databases-library/eu-acts-and-national-competent-authorities>

²³¹ DECISÃO da Comissão, de 11 de Novembro de 2003, *que estabelece o grupo europeu de reguladores da electricidade e do gás* [online]. Consultado a 25 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003D0796&from=PT>

²³² REGULAMENTO (CE) N.º 713/2009, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de Julho de 2009, *que institui a Agência de Cooperação dos Reguladores da Energia* [online]. Consultado a 25 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009R0713&from=EN>

²³³ CALVÃO DA SILVA, João Nuno Cruz Matos, *Agências de Regulação da União Europeia*, p. 378.

a cooperação entre entidades reguladoras, coordenando a sua actuação quando necessário e mediando quaisquer conflitos que possam surgir entre as mesmas.

De seguida não se pode deixar de salientar a função de *consulta*, emitindo pareceres e recomendações sobre os mais variados assuntos relacionados com a energia, por iniciativa própria ou a pedido das mais diversas entidades, desde as instituições europeias até aos operadores de mercado. Esta é uma grande fatia das competências da Agência.

Na *regulação*, ou numa vertente muito leve da mesma, encontra-se a capacidade de tomar decisões individuais em matérias específicas, previstas no Regulamento, como questões técnicas ou de integridade e transparência nos mercados. Não se alcança uma outra designação para esta função, sendo que se considera que ao decidir, de certa forma estará a regular.

Mencione-se ainda a *supervisão*, sempre a par da Comissão, dos Estados-membros e das autoridades competentes, o que inclui as autoridades reguladoras nacionais e ainda as relativas à concorrência, no que diz respeito aos variados aspectos dos mercados grossistas e retalhistas de electricidade e gás natural que podem influenciar a vida do cidadão comum, entre outros.

Ao longo de todo o documento não faltam referências à independência da Agência, de cariz essencial para que o seu funcionamento tenha sentido, não se submetendo aos interesses de quaisquer pessoas, Governos ou instituições da União Europeia. Porém, será sempre interessante averiguar que uma parte dos fundos orçamentais da Agência provêm de uma contribuição da União, assim como de contribuições *voluntárias* dos Estados-membros...

Além disso, a composição desta autoridade europeia passa por quatro valências, sendo estas um Conselho de Administração constituído por nove membros, nomeados pelas principais instituições europeias²³⁴, um Conselho de Reguladores, onde se encontram altos representantes das entidades reguladoras nacionais, seleccionados por elas mesmas, e um representante da Comissão sem direito de voto, um Director, nomeado pelo primeiro Conselho mencionado, após parecer do segundo, a partir de uma lista de candidatos propostos pela Comissão, e uma Câmara de Recurso, com seis membros nomeados também

²³⁴ Dois nomeados pela Comissão, outros dois pelo Parlamento Europeu, e os cinco restantes pelo Conselho.

pelo Conselho de Administração, sob proposta da Comissão, e mais uma vez após consulta do Conselho de Reguladores. Não se poderá deixar de notar aqui o poderio da Comissão, que, a par da função reguladora que ela já tem para assegurar nos Estados-membros o serviço universal de um bem essencial como os serviços energéticos são hoje encarados, através da sua competência para a tomada de medidas políticas, propõe pessoas para os cargos principais da Agência²³⁵...

A Câmara anteriormente falada dá abertura ao tema da forma de controlo exercida na Agência, pois qualquer pessoa singular ou colectiva, incluindo entidades reguladoras, pode contar com ela para recorrer de decisões tomadas pela Agência, ou ainda quando exista necessidade de recurso, ao Tribunal de Justiça da União Europeia²³⁶.

3. Análise crítica ao desempenho dos reguladores

Dada a panóplia de entidades reguladoras para um mesmo mercado de energia a nível europeu, tal como se passa com o MIBEL, há que questionar a relação entre as mesmas e o *modus operandi* aquando a detecção de alguma conduta ilícita no seio destes mercados, relativa à manipulação de mercado.

As autoridades reguladoras nacionais já abordadas, em cada um dos seus estatutos, definem a relação que deve ser estabelecida com outras entidades reguladoras.

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários define de imediato, no seu artigo 4.º, n.º 4, alínea *a*), a possibilidade de estabelecer formas de cooperação ou associação com outras entidades reguladoras. No entanto, utiliza o termo “designadamente”, elencando de seguida o Banco de Portugal, o Instituto de Seguros de Portugal, e a Autoridade da Concorrência. Questiona-se aqui se este elenco será taxativo relativamente a esta alínea ou não. Na dúvida, poder-se-á sempre recorrer à alínea *e*) do mesmo número e artigo, na medida

²³⁵ No mesmo sentido, *vide* CALVÃO DA SILVA, João Nuno Cruz Matos, *Agências de Regulação da União Europeia*, p. 390-391.

²³⁶ REGULAMENTO (UE) 2019/942, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 5 de Junho de 2019, *que institui a Agência da União Europeia de Cooperação dos Reguladores de Energia (reformulação)* [online]. Consultado a 29 de Setembro de 2020. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R0942&from=PT>

em que esta, de uma forma bem genérica, abre a possibilidade mencionada a outras entidades de direito público ou privado.

No que diz respeito à Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos, será no artigo 3.º, n.º 2, alínea e), que encontraremos a permissão para o estabelecimento de protocolos de associação ou cooperação que se revelem adequados para os mercados da electricidade e do gás natural, mas na alínea n), também do mesmo número e artigo, encontra-se de forma explícita a obrigação de cooperar com a Agência de Cooperação dos Reguladores de Energia e com os reguladores do sector da energia e dos mercados financeiros da União Europeia, o que certamente incluirá a entidade reguladora dos mercados financeiros do seu próprio país.

Portanto, compreende-se que, existindo necessidade de ambas as autoridades reguladoras nacionais conjugarem esforços na supervisão dos mercados relacionados com a energia, há um quadro legal que inclui essa previsão. Porém, em verdade, criou-se uma entidade específica que reúne as entidades reguladoras ligadas ao MIBEL, não se encontrando outro acordo de cooperação entre estas entidades nacionais senão no âmbito do seguidamente exposto.

O Conselho de Reguladores do Mercado Ibérico da Energia Eléctrica já anteriormente mencionado, é composto por entidades reguladoras portuguesas e espanholas referentes aos sectores financeiro e da energia. Nomeadamente, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e a Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos (ERSE) no que diz respeito a Portugal, e a *Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)* e a *Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC)*²³⁷ pertencentes a Espanha²³⁸.

O Conselho foi de imediato previsto no Acordo de Santiago de Compostela de 2004, atribuindo-se-lhe funções como se fosse uma entidade reguladora superior, tudo no sentido de se proceder a um melhor desenvolvimento e supervisão do MIBEL: emissão de pareceres sobre assuntos como a aplicação de sanções muito graves, ou propostas de regulamentação

²³⁷ Que veio substituir, desde 2013, a Comisión Nacional de Energía (CNE) numa reforma de unificação das autoridades reguladoras espanholas. Vide COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA, *Sobre la CNMC – Qué es la CNMC* [online]. Consultado a 4 de Setembro de 2020. Disponível em: <https://www.cnmc.es/sobre-la-cnmc/que-es-la-cnmc>

²³⁸ MIBEL, *Conselho de Reguladores – Membros* [online]. Consultado a 10 de Outubro de 2020. Disponível em: <https://www.mibel.com/conselho-de-reguladores/membros/>

do funcionamento do mercado; a coordenação da actuação dos membros do Conselho; ou o acompanhamento próximo da aplicação do MIBEL²³⁹.

A sua actividade foi actualizada com a introdução de novos pontos em 2008, devendo destacar-se o n.º 3 que foi aditado ao artigo 11.º do Acordo referido: “*sempre que um membro do conselho de reguladores seja consultado no âmbito das competências que lhe tenham sido atribuídas pela legislação aplicável, previamente à aprovação de qualquer proposta de lei ou regulamento que afecte directa ou indirectamente o funcionamento do MIBEL, este deverá enviar essa proposta aos restantes membros do conselho de reguladores para conhecimento e eventuais comentários*”. Denota-se aqui a união pretendida pelas entidades reguladoras ibéricas na análise de tudo o que diga respeito ao Mercado Ibérico de Energia Eléctrica²⁴⁰. No entanto, é em 2011 que se deixa reforçada em forma escrita, através de um memorando de entendimento, a cooperação e a troca de informação entre as várias autoridades reguladoras mencionadas, quer numa perspectiva nacional, quer numa perspectiva entre as congéneres dos dois países, no que diga respeito à supervisão do MIBEL²⁴¹.

Ao nível europeu, recorrer-se-á aos Regulamentos que vieram a dar origem a cada uma das entidades reguladoras europeias aqui abordadas, na senda de se entender de que forma estas se relacionam entre si.

A Autoridade de Supervisão dos Valores Mobiliários e dos Mercados, no seu Regulamento de instituição, não faz qualquer menção à ACER, nem a qualquer cooperação com outras entidades reguladoras europeias a não ser aquelas que fazem também parte do Comité Europeu do Risco Sistémico. Porém, nunca se feche a porta, pois poderá sempre

²³⁹ MIBEL, *Conselho de Reguladores – Atribuições* [online]. Consultado a 10 de Outubro de 2020. Disponível em: <https://www.mibel.com/conselho-de-reguladores/atribuicoes/>

²⁴⁰ DIÁRIO DA REPÚBLICA ELECTRÓNICO, *Resolução da Assembleia da República n.º 17/2009* [online]. Consultado a 12 de Outubro de 2020. Disponível em: <https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/605548/details/normal?perPage=50&q=Constitui%C3%A7%C3%A3o+da+Rep%C3%BAblica+Portuguesa>

²⁴¹ COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Comunicados – Comunicados à Imprensa – Reguladores do Mercado Ibérico de Electricidade Assinam Memorando de Entendimento para Cooperação e Troca de Informação* [online]. Consultado a 20 de Outubro de 2020. Disponível em: <https://www.cmvvm.pt/pt/Cooperacao/AcordosComOutrasEntidades/Documents/MoU%20MIBEL.pdf>

surgir, eventualmente, algum acto legislativo que mencione a colaboração entre aquelas duas entidades pela nesga aberta que a alínea j) do n.º 1 do artigo 8.º do Regulamento mencionado permite, através da possibilidade de atribuição de novas competências.

Já no caso da Agência de Cooperação dos Reguladores de Energia, a quem cabe a vigilância para a manutenção da integridade e transparência nos mercados grossistas segundo o artigo 12.º do Regulamento (UE) 942/2019, assim como a sua supervisão a par dos mercados retalhistas de energia, pelo artigo 15.º do mesmo documento, também não existe qualquer menção à Autoridade antes referida.

Compreende-se assim que as actividades de regulação e supervisão dos mercados financeiros e de energia se encontram bem separadas, não se conjugando. Ora, os derivados de energia, sendo essencialmente instrumentos financeiros, apesar de ligados pelo seu activo subjacente ao mundo da energia, deverão ser vigiados pela Autoridade de Supervisão dos Valores Mobiliários e dos Mercados, e não pela Agência de Cooperação dos Reguladores de Energia. A lógica aqui usada segue as conclusões retiradas da aplicação da legislação europeia da manipulação de mercado aos derivados de energia, sendo que aqueles que se encontram em mercados regulamentados pertencem ao Regulamento aplicado aos mercados financeiros em geral. Fica a questão sobre os derivados de energia dos mercados de balcão, serão supervisionados por quem? Crê-se que também se deverá seguir pela via da essência de instrumento financeiro e, por conseguinte, pela Autoridade dita.

Interrogando sobre a relação entre as entidades reguladoras nacionais e europeias, esta revela-se bastante simples de conhecer, na medida em que os Regulamentos europeus dão a resposta de uma forma bastante pragmática. Já tendo uma noção das atribuições das autoridades europeias, conhece-se que a actuação algo paternalista das mesmas não intervirá na detecção da manipulação de mercado, ora nos financeiros, ora nos de energia, num primeiro lugar.

O que se entende é que a sua intervenção apenas ocorrerá quando as autoridades nacionais não cumpram os seus deveres, colocando em risco a estabilidade dos mercados em questão, ou quando seja uma situação de emergência tal que não pode haver momento algum de espera. Veja-se o n.º 1 do artigo 18.º do Regulamento (UE) n.º 1095/2010 como prova

deste entendimento: ” *Caso ocorram acontecimentos adversos que possam pôr seriamente em causa o bom funcionamento e a integridade dos mercados financeiros ou a estabilidade de todo ou parte do sistema financeiro da União, a Autoridade promove activamente e, se necessário, coordena as acções empreendidas pelas autoridades nacionais de supervisão competentes interessadas*”, que não deixa margem para dúvidas em relação aos mercados financeiros.

Já a ACER menciona no seu Regulamento reformulado a cooperação que estabelece com as autoridades reguladoras nacionais no que diz respeito aos mercados grossistas e retalhistas de energia, apresentando-se os artigos 12.º e 15.º como essenciais para se alcançar esse entendimento. Porém, há sempre que não esquecer o princípio da subsidiariedade e do respeito pela soberania dos Estados-membros da União, o que implicará, da mesma forma que ocorre para os mercados financeiros, uma intervenção subsidiária da Agência.

Portanto, quem deverá tomar as medidas devidas em primeiríssimo lugar num caso de manipulação de mercado serão as entidades reguladoras nacionais competentes, sendo que, no caso dos mercados de energia, em específico no MIBEL, intervirá a entidade reguladora competente pelo mercado a prazo, a portuguesa, ou pelo mercado *spot*, a espanhola, conforme a manipulação ocorra num ou noutro, embora sempre acordando uma com a outra no âmbito do Conselho de Reguladores.

Conclusão

Numa abordagem leve e concisa, procurou-se desde *ab initio* compreender o conceito de contratos de derivados de energia, especialmente no que diz respeito às especificidades que eles acarretam, num paralelismo aos contratos de derivados meramente financeiros. Revelaram-se especiais pelo tipo de derivado normalmente utilizado, resumindo-se aos mais básicos que se conhece, como os *swaps* ou os futuros, assim como nos principais interessados, tendo as empresas de energia um peso diferente aqui. Também se fez uma introdução aos dois tipos de mercados onde estes se movem, ora regulamentados ora de balcão, cuja importância é de relevar, na medida em que tal influenciará certamente que tipo de legislação será aplicável aos derivados que nele são transaccionados.

O MIBEL e outros antecessores europeus mostraram todo um percurso, recheado de várias etapas, uns desbravando caminho como o Reino Unido, que veio a inspirar os conhecidos Pacotes de Energia da antiga Comunidade e actual União Europeia, outros perseguindo as intenções europeias como os países nórdicos e ibéricos. Interessou estudar o desenvolvimento deste tipo de mercados de energia, desta união de sistemas, no sentido de se perceber melhor o que levou ao surgimento do MIBEL, onde nos encontramos inseridos e através do qual podemos sofrer as consequências de alguma eventual manipulação de mercado que nele possa ocorrer.

Centrou-se o rumo desta investigação, tal como já se deu abertura, na manipulação daqueles mercados, numa vertente mais direccionada para a energia eléctrica, mencionando-se ao de leve o gás natural, com o intuito de alertar para as consequências que a descara da existência deste tipo de mal pode provocar para o dito cidadão comum. Efectivamente, após análise dos vários tipos de manipulação de mercado, chegou-se à conclusão de que não existirão casos tipicamente associados ao ramo da energia, podendo ocorrer qualquer um, dos mais gravosos aos mais simples, pois este crime funciona segundo a lógica do mercado, cujo objectivo será subvertê-la para ganhos próprios indevidos, sejam monetários ou de puro caos.

Ao nível das pessoas que serão particularmente afectadas pela manipulação de mercado, crê-se que quem terá mais a perder serão os já mencionados cidadãos. Este conjunto de pessoas pagará a conta final de uma eventual manipulação de mercado mais agressiva na medida em que participará ora como consumidor de um bem já considerado

essencial, podendo reflectir-se na factura da electricidade e do gás natural, ora como contribuinte do Estado, intervindo o dinheiro pago em impostos no possível salvamento de alguma empresa de energia “*too big to fail*” afectada. Tal como, num episódio muito extremo, se este tipo de empresa mencionado acabar por ser extremamente afectada e, em consequência disso, não for possível a sua manutenção provocando o seu encerramento, o fornecimento da electricidade ou do gás natural de um país pode ficar em causa e, em consequência, provocar uma séria crise social.

A prevenção da manipulação de mercado, quer legislativa, quer regulatória, revela-se algo dispersa. Encontrou-se uma proibição da manipulação de mercado para os derivados de energia repartida entre dois instrumentos legais europeus, conforme a manipulação ocorra em mercados regulamentados ou de balcão. Não diminuindo certamente a sua eficácia, será todavia necessário ter atenção quando se usar os devidos Regulamentos. Os reguladores, nacionais e europeus, que se exige serem independentes, ao fim de se aprofundar um pouco no estudo da sua organização alcança-se o facto de que eles se encontram dependentes de outras entidades no que respeita ao factor monetário. Tal como já disse antes em relação a um dos entes reguladores, mas que se aplica a todos, é engraçado ver como se consideram entidades independentes e autónomas que depois, no seu fundo e essência, no dinheiro que as mantém a funcionar, se encontram dependentes... É um aspecto demasiado importante para se considerar que não poderá de forma alguma influenciar a sua actuação.

Não se dirá que o rumo da prevenção da manipulação de mercado no seio dos mercados financeiros e dos mercados de energia se encontra incerto. Na verdade, a preocupação em se criar uma legislação específica para um mercado com características únicas e de elevada importância como o da energia, tratando de forma diferente o que é diferente, revela sabedoria da parte da União. Porém, considera-se que a legislação europeia necessita de ponderar a sua escrita e as interpretações que dela se podem retirar, assim como as autoridades reguladoras deverão ter um olhar mais atento sobre os mercados, sempre com o devido respeito entre as mesmas, nomeadamente no referente à soberania dos Estados e à intervenção primeira das autoridades reguladoras nacionais.

Para finalizar, pondere-se sobre o baixo número de condenações relativas a manipulação de mercado nos mercados de energia. Será por falta de ocorrências? Por dificuldades na prova? Ou porque não foram detectadas? Desde 2011 apenas se deram sete

condenações no âmbito do Regulamento (UE) n.º 1227/2011, ou seja, em nove anos de existência parece altamente improvável que apenas tenham ocorrido sete situações relacionadas com manipulação de mercado ou abuso de informação no seio dos mercados de energia. Sobre ocorrências relacionadas com derivados de energia em mercados regulamentados já será mais difícil de saber na medida em que estes se inserem no Regulamento dedicado ao abuso de mercado nos mercados financeiros, não se tendo encontrado um relatório europeu dedicado em específico a condenações neste âmbito. Crê-se que seria deveras relevante que a União Europeia tivesse a preocupação em revelar as condenações relacionadas com os derivados de energia, na medida em que estes também têm uma importância significativa nos preços da energia em si e, tal como já foi sublinhado, na vida de todos nós.

Bibliografia

BARRALES, Edgar Ortega, «Lessons from the Flash Crash for the Regulation of High-Frequency Traders», *Fordham Journal of Corporate and Financial Law* [online], Vol. 17, N.º 4 (2012), p. 1195-1262. Consultado a 18 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/fjcf17&collection=journals&id=1207&startid=&endid=1274#>

BEHARRELL, Steven R., «The Electricity Pool in England and Wales: The Generator's Perspective», *Journal of Energy and Natural Resources Law* [online], Vol. 9, N.º 1 (1991), p. 46-65. Consultado a 6 de Março de 2020. Disponível em:

https://heinonline.org/HOL/Page?public=true&handle=hein.journals/jenr19&div=10&start_page=45&collection=journals&set_as_cursor=0&men_tab=srchresults

BERNARD, Pierre; MORENO, Marta Navarrete; VANHAY, Aurore, «An Overview of the Evolution of the European Unbundling Process in the Electricity Sector: The Cases of France, the UK and Belgium», *European Energy Journal* [online], Vol. 3, N.º 4 (2013), p. 24-45. Consultado a 18 de Março de 2020. Disponível em:

https://heinonline.org/HOL/Page?public=true&handle=hein.journals/euenj3&div=52&start_page=24&collection=journals&set_as_cursor=0&men_tab=srchresults

BRITO, Maria Helena, «Sobre a Aplicação no Espaço do Novo Código dos Valores Mobiliários», *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* [online], N.º 7 (2000), p. 50-73. Consultado a 12 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/C07MariaHelenaBrito.pdf>

BRUNET, Alexia; SHAFE, Meredith, «Beyond Enron: Regulation in Energy Derivatives Trading», *Northwestern Journal of International Law & Business* [online], Vol. 27, N.º 3 (2007), p. 665-706. Consultado a 24 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/nwjilb27&collection=journals&id=671&startid=&endid=712#>

CALIL, Ana Carolina Katlauskas, *et al.*, *Estudos Aplicados de Direito Empresarial: Mercados Financeiros e de Capitais*, 1.^a Ed., São Paulo: Almedina Brasil, 2016. 189 p. ISBN 978-85-8493-175-0.

CALVÃO DA SILVA, João Nuno Cruz Matos, *Agências de Regulação da União Europeia*, 1.^a Ed., Coimbra: GestLegal Editora, 2017. 987 p. ISBN 978-989-99824-0-6.

CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.^a Ed., Coimbra: Almedina Editora, 2016. 950 p. ISBN 978-972-40-6813-8.

CARDONA, Maria Celeste, *Contributo para o Conceito e a Natureza das Entidades Administrativas Independentes – As Autoridades Reguladoras*, 1.^a Ed., Coimbra: Almedina Editora, 2016. 885 p. ISBN 978-972-40-6553-3.

COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Contraordenações e Crimes no Mercado de Valores Mobiliários – O Sistema Sancionatório, a Evolução Legislativa e as Infracções Imputadas* [online], 2.^a Ed, Coimbra: Almedina Editora, 2015. 225 p. ISBN 978-972-40-6186-3. Consultado a 22 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Contraordena%C3%A7%C3%B5es%20e%20Crimes%20no%20Mercado%20de%20Valores%20Mobili%C3%A1rios/Documents/Contraordenacoes%20e%20Crimes%20no%20Mercado%20de%20Valores%20Mobiliarios.pdf>

COOPER, Mark N., «The Oil & Gas Issue: The Failure of Federal Authorities to Protect American Energy Consumers from Market Power and Other Abusive Practices», *Loyola Consumer Law Review* [online], Vol. 19 (2007), p. 315-411. Consultado a 24 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://advance.lexis.com/document/?pdmfid=1516831&crid=77ff12ab-9c6c-452f-b7ca-17867ed352d2&pddocfullpath=%2Fshared%2Fdocument%2Fanalytical-materials%2Furn%3AcontentItem%3A4P9T-PDN0-0198-G072-00000-00&pdcontentcomponentid=265265&pdteaserkey=sr1&pditab=allpods&comp=kb63k&earg=sr1&prid=a802bcf3-ddb2-436e-a9a0-6bbbd1fc980c>

CUMMING, Douglas; GROH, Alexander Peter; JOHAN, Sofia, «Same Rules, Different Enforcement: Market Abuse in Europe», *Journal of International Financial*

Markets, Institutions and Money [online], Vol. 54 (2018), p. 130-151. Consultado a 6 de Julho de 2020. Disponível em:

<https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S1042443118301197?token=1556528DE863DEB8BE917FB465F4C25E0789FBC39129D0C3E2CF88A1FE52F16BDB25A8455D6F2E003F2647FB203FBD5A>

DOMÍNGUEZ, E. Fernández; BERNAT, J. Xiberta, «Restructuring and Generation of Electrical Energy in the Iberian Peninsula», *Energy Policy* [online], Vol. 35, N.º 10 (2007), p. 5117-5129. Consultado a 9 de Abril de 2020. Disponível em:

<https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S0301421507001735?token=D953E130B1005A21DC9C49384D0035BA4A10D313FD1A668E0B624FD7DBDF84E9769A195A2E95B6F0F3E14648F10D578E>

DUANE, Timothy P., «Regulation's Rationale: Learning From The California Energy Crisis», *Yale Journal on Regulation* [online], Vol. 19, N.º 2 (2002), p. 471-540. Consultado a 25 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/yjor19&collection=journals&id=477&startid=&endid=546#>

ENGRÁCIA ANTUNES, José A., *Direito dos Contratos Comerciais*, 5.^a Reimp., Coimbra: Almedina Editora, 2017. 875 p. ISBN 978-972-40-3935-0.

–, «Os Derivados», *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* [online], Vol. 30, N.º 1 (2008), p. 91-136. Consultado a 6 de Outubro de 2020. Disponível em:

<https://blook.pt/publications/fulltext/3efe8d25a7a0/>

–, *Os Instrumentos Financeiros*, 3.^a Ed., Coimbra: Almedina Editora, 2018. 296 p. ISBN 978-972-40-6944-9.

EVANS, Matthew, «Regulating Electricity-Market Manipulation: A Proposal for a New Regulatory Regime to Proscribe All Forms of Manipulation», *Michigan Law Review* [online], Vol. 113, N.º 4 (2015), p. 585-606. Consultado a 22 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/mlr113&collection=journals&id=623&startid=&endid=644>

FERREIRA, Ângela Paula; RAMOS, Jenice Gonçalves; FERNANDES, Paula Odete, «A Linear Regression Pattern For Electricity Price Forecasting in the Iberian Electricity Market», *Revista Facultad de Ingeniería, Universidad de Antioquia* [online], N.º 93 (2019), p. 117-127. Consultado a 11 de Setembro de 2019. Disponível em:

<http://eds.a.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=3&sid=d1fb6c44-371c-4b3d-ae0e-7176b9f4f4bb%40sdc-v-sessmgr02>

FERREIRA, Domingos, *Swaps e Outros Derivados: Gestão de Risco, Especulação e Arbitragem*, 2.ª Ed., Lisboa: Rei dos Livros, 2019. 740 p. ISBN 978-989-8823-97-7.

FLETCHER, Gina-Gail S., «Macroeconomic Consequences of Market Manipulation», *Law and Contemporary Problems* [online], Vol. 83, N.º 1 (2020), p. 123-140. Consultado a 22 de Maio de 2020. Disponível em:

https://heinonline.org/HOL/Page?public=true&handle=hein.journals/lcp83&div=12&start_page=123&collection=journals&set as cursor=0&men tab=srchresults#

FOSTER, Sharon E., «LIBOR Manipulation and Antitrust Allegations», *DePaul Business & Commercial Law Journal* [online], Vol. 11, N.º 3 (2013), p. 291-330. Consultado a 17 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/depbc111&collection=journals&id=335&startid=&endid=374#>

GRUBB, Michael; NEWBERY, David, «UK Electricity Market Reform and the Energy Transition: Emerging Lessons», *Energy Journal* [online], Vol. 39, N.º 6 (2018), p. 1-25. Consultado a 16 de Abril de 2020. Disponível em:

<http://eds.b.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=4&sid=b0799896-1afe-4da5-958c-a50497e0b444%40pdc-v-sessmgr02>

HAMMER, Ulf, «Reorganisation of the Norwegian Electricity Market», *Journal of Energy and Natural Resources Law* [online], Vol. 14, N.º 1 (1996), p. 95-98. Consultado a 30 de Março de 2020. Disponível em:

https://heinonline.org/HOL/Page?public=true&handle=hein.journals/jenr114&div=14&start_page=95&collection=journals&set_as_cursor=3&men_tab=srchresults#

HOLLIMAN, Hayden C., «The Consolidated Audit Trail: An Overreaction to the Danger of Flash Crashes from High Frequency Trading», *North Carolina Banking Institute [online]*, Vol. 19 (2015), p. 135-164. Consultado a 18 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/ncbj19&collection=journals&id=153&startid=&endid=182#>

HORWICH, Allan, «Warnings to the Unwary: Multi-Jurisdictional Federal Enforcement of Manipulation and Deception in the Energy Markets after the Energy Policy Act of 2005», *Energy Law Journal [online]*, Vol. 27 (2006), p. 363-422. Consultado a 24 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://advance.lexis.com/document/?pdmfid=1516831&crd=e39158e2-bd56-420a-8d8c-c484cd91029e&pddocfullpath=%2Fshared%2Fdocument%2Fanalytical-materials%2Furn%3AcontentItem%3A4M93-FY10-00CV-K00T-00000-00&pdcontentcomponentid=143868&pdteaserkey=sr4&pditab=allpods&comp=kb63k&earg=sr4&prid=f343c0e3-1e9d-4111-98a1-7d40a6530105>

HUDSON, Alastair, *The Law on Financial Derivatives*, 6.th Ed., London: Thomson Reuters as Sweet & Maxwell, 2018. 971 p. ISBN 978-0-414-06009-8.

KLEIT, Andrew N., *Modern Energy Market Manipulation [e-book]*, 1.st Ed., UK: Emerald Publishing Limited, 2018. ISBN 978-1-78743-385-4. Consultado a 24 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://www.emerald.com/insight/publication/doi/10.1108/9781787433854>

LIEBI, Martin; MARKHAM, Jerry, *Regulation of Commodities Trading [e-book]*, 1.st Ed., UK: Oxford: Oxford University Press, 2020. ISBN 978-0-19-879996-2. Consultado a 8 de Outubro de 2020. Disponível em:

<https://olrl.oup.com/view/10.1093/law/9780198799962.001.0001/law-9780198799962>

LIN, Tom C. W., «The New Investor», *UCLA Law Review [online]*, Vol. 60, N.º 3 (2013), p. 678-735. Consultado a 18 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/uclalr60&collection=journals&id=695&startid=&endid=752#>

– , «The New Market Manipulation», *Emory Law Journal* [online], Vol. 66, N.º 6 (2017), p. 1253-1314. Consultado a 25 de Maio de 2020. Disponível em:

<https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/emlj66&collection=journals&id=1290&startid=&endid=1351#>

MACHADO, Jónatas E. M., *Direito da União Europeia*, 1.ª Ed., Coimbra: Wolters Kluwer Portugal – Coimbra Editora, 2010. 617 p. ISBN 978-972-32-1858-9.

MENEZES CORDEIRO, A. Barreto, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª Ed., Coimbra: Almedina Editora, 2018. 396 p. ISBN 978-972-40-7687-4.

PIERCE, Richard; TREBILCOCK, Michael; THOMAS, Evan, «Regional Electricity Market Integration: A Comparative Perspective», *Competition and Regulation in Network Industries* [online], Vol. 8, N.º 2 (2007), p. 215-258. Consultado a 6 de Março de 2020. Disponível em:

https://heinonline.org/HOL/Page?public=true&handle=hein.journals/netwin8&div=14&start_page=215&collection=journals&set_as_cursor=0&men_tab=srchresults

RAYBURN, C. Cowden W., «The LIBOR Scandal and Litigation: How The Manipulation of LIBOR Could Invalidate Financial Contracts», *North Carolina Banking Institute* [online], Vol. 17 (2013), p. 221-248. Consultado a 16 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/ncbj17&collection=journals&id=239&startid=&endid=266#>

SHUTTLEWORTH, Graham; MCKENZIE, Isabelle, «A Comparative Study of the Electricity Markets in UK, Spain and Nord Pool: a Report for Confindustria», *NERA Economic Consulting* [online], 2002, 46 p. Consultado a 9 de Março de 2020. Disponível em:

<https://www.nera.com/content/dam/nera/publications/archive1/5566.pdf>

SILVA, Suzana Tavares da, *Direito da Energia*, 1.^a Ed., Coimbra: Wolters Kluwer Portugal – Coimbra Editora, 2011. 245 p. ISBN 978-972-32-2000-1.

SRIVASTAVA, Anurag K., *et al.*, «Electricity Markets: an Overview and Comparative Study», *International Journal of Energy Sector Management* [online], Vol. 5, N.º 2 (2011), p. 169-200. Consultado a 27 de Março de 2020. Disponível em:

<https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/17506221111145977/full/pdf?title=electricity-markets-an-overview-and-comparative-study>

SWAN, Edward J.; VIRGO, John, *Market Abuse Regulation* [e-book], 3.rd Ed., Oxford: Oxford University Press, 2019. ISBN 978-0-19-875925-6. Consultado a 9 de Outubro de 2019. Disponível em:

<https://olrl.ouplaw.com/view/10.1093/law/9780198759256.001.0001/law-9780198759256>

VEIL, Rüdiger, *European Capital Markets Law*, 2.nd Ed., Oxford and Portland, Oregon: Hart Publishing, 2017. 791 p. ISBN 978-1-7825-652-6.

VENTORUZZO, Marco; MOCK, Sebastian, *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide* [e-book], 1.st Ed., Oxford: Oxford University Press, 2017. ISBN 978-0-19-881175-6. Consultado a 4 de Maio de 2020. Disponível em:

<https://olrl.ouplaw.com/view/10.1093/law/9780198811756.001.0001/law-9780198811756>

WALKER, George; PURVES, Robert, *Financial Services Law* [e-book], 4.th Ed., Oxford: Oxford University Press, 2018. ISBN 978-0-19-879380-9. Consultado a 14 de Maio de 2020. Disponível em:

<https://olrl.ouplaw.com/view/10.1093/law/9780198793809.001.0001/law-9780198793809>

WELDON, John, «The LIBOR Manipulation Scandal & The Wheatley Review: a Band-Aid on a Knife Wound», *Syracuse Journal of International Law and Commerce* [online], Vol. 41, N.º 1 (2013), p. 199-228. Consultado a 16 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/sjilc41&collection=journals&id=205&startid=&endid=234#>

WOLFRAM, Catherine D., «Electricity Markets: Should the Rest of the World Adopt the United Kingdom's Reforms?», *Regulation* [online], Vol. 22, N.º 4 (1999), p. 48-53. Consultado a 6 de Março de 2020. Disponível em:

<https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/rcatorbg22&id=230&collection=journals&index=>

Sites

AGENCY FOR THE COOPERATION OF ENERGY REGULATORS, *Knowledge Base – TRUM – Annex III: Reporting of Energy Derivatives Contracts under REMIT and EMIR* [online]. Consultado a 9 de Outubro de 2020. Disponível em:

<https://kb.acer-remit.eu/category/trum/annex-iii-reporting-of-energy-derivatives-contracts-under-remit-and-emir/>

COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA, *Resolución del Procedimiento Sancionador Incoado a Galp Gas Natural, S.A. por Manipulación del Mercado Organizado del Gas* [online]. Consultado a 29 de Junho de 2020. Disponível em:

https://www.cnmc.es/sites/default/files/2228079_3.pdf

COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA, *Sobre la CNMC – Qué es la CNMC* [online]. Consultado a 4 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://www.cnmc.es/sobre-la-cnmc/que-es-la-cnmc>

COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *A CMVM – Apresentação – O que é a CMVM?* [online]. Consultado a 25 de Agosto de 2020. Disponível em:

<https://www.cmvm.pt/pt/CMVM/Apresentacao/Pages/Apresentacao-o-que-e-a-CMVM.aspx>

COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Comunicados – Contraordenações e Crimes Contra o Mercado – Decisões Judiciais Relativas a Crimes Contra o Mercado* [online]. Consultado a 17 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Pages/DecCrimesMercado.aspx>

COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Comunicados – Comunicados à Imprensa – Reguladores do Mercado Ibérico de Electricidade Assinam Memorando de Entendimento para Cooperação e Troca de Informação* [online]. Consultado a 20 de Outubro de 2020. Disponível em:

<https://www.cmvm.pt/pt/Cooperacao/AcordosComOutrasEntidades/Documents/MoU%20MIBEL.pdf>

COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Manipulação do Mercado – Conceitos, Comportamentos Proibidos, Consequências Legais, Linhas de Orientação e Decisões Judiciais* [online]. Consultado a 26 de Maio de 2020. Disponível em:

<https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Anexos/Pages/Manipula%C3%A7%C3%A3o-do-Mercado.aspx>

COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Regulamentos* [online]. Consultado a 30 de Outubro de 2019. Disponível em:

<http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Regulamentos.aspx?pg>

COMISSÃO EUROPEIA, *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière – Report* [online]. Consultado a 21 de Setembro de 2020. Disponível em:

https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf

DIÁRIO DA REPÚBLICA ELECTRÓNICO, *Resolução da Assembleia da República n.º 33-A/2004* [online]. Consultado a 11 de Março de 2020. Disponível em:

<https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/245122/details/maximized>

DIÁRIO DA REPÚBLICA ELECTRÓNICO, *Resolução da Assembleia da República n.º 23/2006* [online]. Consultado a 11 de Março de 2020. Disponível em:

<https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/667536/details/maximized>

DIÁRIO DA REPÚBLICA ELECTRÓNICO, *Resolução da Assembleia da República n.º 17/2009* [online]. Consultado a 12 de Março de 2020. Disponível em:

<https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/605548/details/normal?perPage=50&q=Constitui%C3%A7%C3%A3o+da+Rep%C3%BAblica+Portuguesa>

ENERGY COMMUNITY, *Who We Are* [online]. Consultado a 13 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://www.energy-community.org/aboutus/howeare.html>

ENTIDADE REGULADORA DOS SERVIÇOS ENERGÉTICOS, *Actividade – Consultiva* [online]. Consultado a 3 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://www.erse.pt/atividade/consultiva/consultiva/>

ENTIDADE REGULADORA DOS SERVIÇOS ENERGÉTICOS, *Actividade – Fiscalização* [online]. Consultado a 3 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://www.erse.pt/atividade/fiscalizacao/>

ENTIDADE REGULADORA DOS SERVIÇOS ENERGÉTICOS, *Actividade – Regulação* [online]. Consultado a 3 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://www.erse.pt/atividade/regulacao/regulacao/>

ENTIDADE REGULADORA DOS SERVIÇOS ENERGÉTICOS, *Actividade – Regulamentação* [online]. Consultado a 3 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://www.erse.pt/atividade/regulamentacao/>

ENTIDADE REGULADORA DOS SERVIÇOS ENERGÉTICOS, *Actividade – Sancionatória* [online]. Consultado a 3 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://www.erse.pt/atividade/sancionatoria/sancionatoria/>

ENTIDADE REGULADORA DOS SERVIÇOS ENERGÉTICOS, *Actividade – Supervisão* [online]. Consultado a 3 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://www.erse.pt/atividade/supervisao/supervisao/>

ENTIDADE REGULADORA DOS SERVIÇOS ENERGÉTICOS, *Plano de Compatibilização entre Portugal e Espanha no Sector Energético* [online]. Consultado a 12 de Março de 2020. Disponível em:

<https://www.erse.pt/media/nulhyqdf/plano-de-compatibiliza%C3%A7%C3%A3o-entre-portugal-e-espanha-no-sector-energ%C3%A9tico.pdf>

ENTIDADE REGULADORA DOS SERVIÇOS ENERGÉTICOS, *Regulamentação* [online]. Consultado a 13 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://www.erse.pt/atividade/regulamentacao/>

EUR-LEX, *Mercado Interno da Electricidade (a partir de 2021)* [online]. Consultado a 8 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=LEGISSUM:4404055&from=EN>

EURONEXT, *Mercados Regulamentados* [online]. Consultado a 10 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://www.euronext.com/pt/regulation/mercados-regulamentados>

EUROPEAN FEDERATION OF ENERGY TRADERS, *EFET Mission Statement* [online]. Consultado a 8 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://www.efet.org/about-us/efet-mission-statement~2/>

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Rules, Databases & Library – EU Acts and National Competent Authorities* [online]. Consultado a 24 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://www.esma.europa.eu/rules-databases-library/eu-acts-and-national-competent-authorities>

INTERCONTINENTAL EXCHANGE, *LIBORTM – LIBOR's Evolution* [online].

Consultado a 16 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://www.theice.com/iba/libor>

INTERCONTINENTAL EXCHANGE, *LIBORTM – The Future of LIBOR* [online].

Consultado a 17 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://www.theice.com/iba/libor>

INTERNATIONAL ENERGY CHARTER, *The International Energy Charter – Signatories of the International Energy Charter (2015)* [online]. Consultado a 13 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://www.energycharter.org/process/international-energy-charter-2015/overview/>

INVESTOPEDIA, *Dow Jones Industrial Average (DJIA)* [online]. Consultado a 19 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://www.investopedia.com/terms/d/djia.asp>

INVESTOPEDIA, *S&P 500 Index – Standard & Poor's 500 Index* [online].

Consultado a 19 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://www.investopedia.com/terms/s/sp500.asp>

IOSCO, *About IOSCO – IOSCO Membership – Ordinary Members* [online].

Consultado a 22 de Agosto de 2020. Disponível em:

<https://www.iosco.org/about/?subsection=membership&memid=1>

IOSCO, *About IOSCO – Who We Are – About IOSCO* [online]. Consultado a 22 de

Agosto de 2020. Disponível em:

https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco

MIBEL, *Conselho de Reguladores – Atribuições* [online]. Consultado a 10 de Outubro de 2020. Disponível em:

<https://www.mibel.com/conselho-de-reguladores/atribuicoes/>

MIBEL, *Conselho de Reguladores – Estudos – Novembro 2009, Descrição do Funcionamento do MIBEL* [online]. Consultado a 6 de Agosto de 2020. Disponível em:

https://www.mibel.com/wp-content/uploads/2018/08/Descricao_Funcionamento_MIBEL_Marco_2009.pdf

MIBEL, *Conselho de Reguladores – Estudos – Março 2018, Integração da Produção Renovável e de Cogeração no MIBEL e na Operação dos Respetivos Sistemas Eléctricos* [online]. Consultado a 13 de Abril de 2020. Disponível em:

https://www.mibel.com/wp-content/uploads/2018/08/Estudo_PRE_PT_201803.pdf

MIBEL, *Conselho de Reguladores – Estudos – Julho 2020, Estudo sobre o Mercado de Licenças de Emissão de CO₂ – Sumário Executivo* [online]. Consultado a 6 de Agosto de 2020. Disponível em:

https://www.mibel.com/wp-content/uploads/2020/07/SE_Estudo_MIBEL_Mercado_CO2_PT.pdf

MIBEL, *Conselho de Reguladores – Membros* [online]. Consultado a 9 de Abril de 2020. Disponível em:

<https://www.mibel.com/conselho-de-reguladores/membros/>

NORD POOL, *About Us – History* [online]. Consultado a 16 de Abril de 2020. Disponível em:

<https://www.nordpoolgroup.com/About-us/History/>

OMICLEAR, *Participantes – Tipos de Participantes – Membro Compensador* [online]. Consultado a 4 de Agosto de 2020. Disponível em:

<https://www.omiclear.pt/pt/tipos-de-participantes>

OMIP, *Membros – Criadores de Mercado* [online]. Consultado a 4 de Agosto de 2020. Disponível em:

<https://www.omip.pt/pt/criadores-de-mercado-omip>

OMIP, *Membros – Lista de Membros* [online]. Consultado a 4 de Agosto de 2020. Disponível em:

<https://www.omip.pt/pt/lista-de-membros>

OMIP, *Membros – Tipos de Membros – Intermediários de Operações Bilaterais* [online]. Consultado a 4 de Agosto de 2020. Disponível em:

<https://www.omip.pt/pt/tipos-de-membros-omip>

OMIP, *Membros – Tipos de Membros – Membros Compensadores* [online]. Consultado a 4 de Agosto de 2020. Disponível em:

<https://www.omip.pt/pt/tipos-de-membros-omip>

OMIP, *New Iberian Natural Gas Service – OMIP & OMIClear* [online]. Consultado a 16 de Outubro de 2019. Disponível em:

<https://www.omip.pt/en/publication/new-iberian-natural-gas-service-omip-omiclear>

OMIP, *OMIPData – Acesso a Ficheiros – Regras do OMIP – Regulamento de Negociação* [online]. Consultado a 7 de Agosto de 2020. Disponível em:

https://www.omip.pt/system/files/2020-01/omip_regulamento_da_negociacao_29.junho.2018_pt_0.pdf

OMIP, *Portfólio de Derivados de Electricidade* [online]. Consultado a 27 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://www.omip.pt/pt/electricidade>

PARLAMENTO EUROPEU, *Mercado Interno da Energia* [online]. Consultado a 24 de Março de 2020. Disponível em:

https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/pt/FTU_2.1.9.pdf

Legislação

ACT N.º 50 OF 29 JUNE 1990, *Act relating to the Generation, Conversion, Transmission, Trading, Distribution and Use of Energy, etc. (The Energy Act) – Unofficial Translation* [online]. Consultado a 27 de Março de 2020. Disponível em:

https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/oed/vedlegg/lover-og-reglement/act_no_50_of_29_june_1990.pdf

CONVENÇÃO de Haia sobre a Lei Aplicável aos Contratos de Mediação e à Representação [online]. Consultado a 12 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

http://gddc.ministeriopublico.pt/sites/default/files/documentos/instrumentos/convencao_lei_aplicavel_contratos_mediacao_representacao.pdf

CONVENÇÃO de Roma sobre a Lei Aplicável às Obrigações Contratuais [online]. Consultado a 11 de Fevereiro de 2020. Disponível em: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:41998A0126\(02\)&from=PT](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:41998A0126(02)&from=PT)

DECRETO-LEI N.º 142-A/91, de 10 de Abril de 1991, *Código do Mercado de Valores Mobiliários* [online]. Consultado a 23 de Outubro de 2019. Disponível em:

<https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/322323/details/maximized>

DECRETO-LEI N.º 187/95, de 27 de Julho de 1995, *Cria a Entidade Reguladora do Sector Eléctrico* [online]. Consultado a 31 de Agosto de 2020. Disponível em:

<https://dre.pt/pesquisa/-/search/484669/details>

DECRETO LEI N.º 157/96, de 31 de Agosto [online]. Consultado a 31 de Agosto de 1996. Disponível em:

<https://dre.pt/pesquisa/-/search/241399/details/maximized>

DECRETO-LEI N.º 44/97, de 20 de Fevereiro [online]. Consultado a 2 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/507062/details/maximized>

DECRETO-LEI N.º 473/99, de 8 de Novembro de 1999 [online]. Consultado a 13 de Agosto de 2020. Disponível em:

<https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/682985/details/maximized>

DECRETO-LEI N.º 486/99, de 13 de Novembro de 1999, *Código dos Valores Mobiliários, versão original* [online]. Consultado a 23 de Outubro de 2019. Disponível em:

http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra Estrutura.php?tabela=lei_velhas&artigo_id=&nid=450&nversao=1&tabela=lei_velhas&so_miolo=

DECRETO-LEI N.º 486/99, de 13 de Novembro de 1999, *Código dos Valores Mobiliários, versão actualizada* [online]. Consultado a 23 de Outubro de 2019. Disponível em:

http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra Estrutura.php?tabela=leis&artigo_id=&nid=450&nversao=&tabela=leis&so_miolo=

DECRETO-LEI N.º 221/2000, de 9 de Setembro de 2000 [online]. Consultado a 30 de Outubro de 2019. Disponível em:

<https://dre.pt/pesquisa/-/search/577713/details/maximized>

DECRETO-LEI N.º 97/2002, de 12 de Abril, *Estatutos da Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos (ERSE), versão actualizada* [online]. Consultado a 2 de Setembro de 2020. Disponível em:

http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=1936&tabela=leis&so_miolo=

DECRETO-LEI N.º 240/2004, de 27 de Dezembro de 2004 [online]. Consultado a 6 de Novembro de 2019. Disponível em:

<https://dre.pt/pesquisa/-/search/353945/details/maximized>

DECRETO-LEI N.º 264/2007, de 24 de Julho de 2007 [online]. Consultado a 6 de Novembro de 2019. Disponível em:

<https://dre.pt/pesquisa/-/search/636739/details/maximized>

DECRETO-LEI N.º 357-A/2007, de 31 de Outubro de 2007 [online]. Consultado a 23 de Outubro de 2019. Disponível em:

<https://dre.pt/pesquisa/-/search/241222/details/maximized>

DECRETO-LEI N.º 85/2011, de 29 de Junho de 2011 [online]. Consultado a 30 de Outubro de 2019. Disponível em:

<https://dre.pt/pesquisa/-/search/670530/details/maximized>

DECRETO-LEI N.º 40/2014, de 18 de Março de 2014 [online]. Consultado a 30 de Outubro de 2019. Disponível em:

<https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/571934/details/normal?l=1>

DECRETO-LEI N.º 5/2015, de 1 de Agosto de 2015, *Estatutos da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários* [online]. Consultado a 26 de Agosto de 2020. Disponível em:

http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra Estrutura.php?tabela=leis&artigo_id=2260A0039&nid=2260&nversao=&tabela=leis&so_miolo=

DECRETO-LEI N.º 76/2019, de 3 de Junho de 2019 [online]. Consultado a 6 de Novembro de 2019. Disponível em:

<https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/122476954/details/maximized>

DECRETO-LEI N.º 104/2019, de 9 de Agosto de 2019 [online]. Consultado a 6 de Novembro de 2019. Disponível em:

<https://dre.pt/home/-/dre/123855888/details/maximized>

DIRECTIVA 96/92/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Dezembro de 1996, *que estabelece regras comuns para o mercado interno da electricidade* [online]. Consultado a 24 de Março de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:31996L0092&from=PT>

DIRECTIVA 97/9/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 3 de Março de 1997, *relativa aos sistemas de indemnização dos investidores* [online]. Consultado 28 de Janeiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:31997L0009&from=PT>

DIRECTIVA 98/26/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Maio de 1998, *relativa ao carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários* [online]. Consultado a 30 de Outubro de 2019. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:31998L0026&from=PT>

DIRECTIVA 2003/54/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Junho de 2003, *que estabelece regras comuns para o mercado interno da electricidade e que revoga a Directiva 96/92/CE* [online]. Consultado a 12 de Março de 2020. Disponível em:

https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:caeb5f68-61fd-4ea8-b3b5-00e692b1013c.0010.02/DOC_1&format=PDF

DIRECTIVA 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, *relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as Directivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Directiva 93/22/CEE do Conselho* [online]. Consultado a 23 de Outubro de 2019. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0039&from=PT>

DIRECTIVA 2004/109/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Dezembro de 2004, *relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado e que altera a Directiva 2001/34/CE* [online]. Consultado a 28 de Janeiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0109&from=PT>

DIRECTIVA 2006/73/CE, da Comissão, de 10 de Agosto de 2006, *que aplica a Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da actividade das empresas de investimento e aos conceitos definidos para efeitos da referida directiva* [online]. Consultado a 23 de Outubro de 2019. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32006L0073&from=PT>

DIRECTIVA 2009/44/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de Maio de 2009, *que altera a Directiva 98/26/CE relativa ao carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários e a Directiva 2002/47/CE relativa aos acordos de garantia financeira, no que diz respeito a sistemas ligados e a créditos sobre terceiros* [online]. Consultado a 30 de Outubro de 2019. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0044&from=pt>

DIRETIVA 2009/72/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de Julho de 2009, *que estabelece regras comuns para o mercado interno da electricidade e que revoga a Directiva 2003/54/CE* [online]. Consultado a 31 de Janeiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0072&from=PT>

DIRETIVA 2013/50/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de Outubro de 2013, *que altera a Directiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado, a Directiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho relativa ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação e a Directiva 2007/14/CE da Comissão que estabelece as normas de execução de determinadas disposições da Directiva 2004/109/CE* [online]. Consultado a 28 de Janeiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0050&from=pt>

DIRETIVA 2014/57/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Abril de 2014, *relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado)* [online]. Consultado a 31 de Janeiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0057&from=PT>

DIRETIVA 2014/65/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Maio de 2014, *relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Directiva 2002/92/CE e a Directiva 2011/61/UE* [online]. Consultado a 23 de Outubro de 2019. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=PT>

DIRETIVA (UE) 2019/944, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 5 de Junho de 2019, *relativa a regras comuns para o mercado interno da electricidade e que altera a Directiva 2012/27/UE (reformulação)* [online]. Consultado a 3 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019L0944&from=pt>

ELECTRICITY ACT 1989, *versão original*, de 27 de Julho de 1989 [online]. Consultado a 26 de Março de 2020. Disponível em:

<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1989/29/contents/enacted>

ENERGY ACT 2004, *versão original*, de 22 de Julho de 2004 [online]. Consultado a 26 de Março de 2020. Disponível em:

<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2004/20/contents/enacted>

ENERGY ACT 2013, *versão original*, de 18 de Dezembro de 2013 [online]. Consultado a 14 de Abril de 2020. Disponível em:

<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2013/32/contents/enacted>

ENERGY CHARTER TREATY (CONSOLIDATED) with Related Documents [online]. Consultado a 13 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://www.energycharter.org/fileadmin/DocumentsMedia/Legal/ECTC-en.pdf>

ENERGY COMMUNITY TREATY [online]. Consultado a 13 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://www.energy-community.org/legal/treaty.html>

ENERGY POLICY ACT OF 1992 [online]. Consultado a 5 de Março de 2020. Disponível em:

<https://www.congress.gov/bill/102nd-congress/house-bill/776/text>

LEI N.º 9/2013, de 28 de Janeiro, *Regime Sancionatório do Sector Energético* [online]. Consultado a 3 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://dre.pt/pesquisa/-/search/257008/details/maximized>

LEI N.º 35/2018, de 20 de Julho [online]. Consultado a 4 de Março de 2020. Disponível em:

http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=2920&tabela=leis&ficha=1&pagina=1&so_miolo=

LEI N.º 28/2017, de 30 de Maio [online]. Consultado a 15 de Maio de 2020.
Disponível em:

http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=2686&tabela=leis&ficha=1&pagina=1&so_miolo=

REGULAMENTO de Relações Comerciais no Sector Eléctrico, *Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos* [online]. Consultado a 13 de Fevereiro de 2020.
Disponível em:

<https://www.erse.pt/ebooks/regulamento-de-relacoes-comerciais-setor-eletrico/>

REGULAMENTO (CE) N.º 1287/2006, da Comissão, de 10 de Agosto de 2006, *que aplica a Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito às obrigações de manutenção de registos das empresas de investimento, à informação sobre transacções, à transparência dos mercados, à admissão à negociação dos instrumentos financeiros e aos conceitos definidos para efeitos da referida directiva* [online]. Consultado a 23 de Outubro de 2019. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32006R1287&from=PT>

REGULAMENTO (CE) N.º 864/2007, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Julho de 2007, *relativo à lei aplicável às obrigações extracontratuais («Roma II»)* [online]. Consultado a 6 de Outubro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32007R0864&from=PT>

REGULAMENTO (CE) N.º 593/2008, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de Junho de 2008, *sobre a lei aplicável às obrigações contratuais* [online]. Consultado a 6 de Outubro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32008R0593&from=pt>

REGULAMENTO (CE) N.º 713/2009, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de Julho de 2009, *que institui a Agência de Cooperação dos Reguladores da Energia* [online]. Consultado a 3 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009R0713&from=pt>

REGULAMENTO (CE) N.º 714/2009, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de Julho de 2009, *relativo às condições de acesso à rede para o comércio transfronteiriço de electricidade e que revoga o Regulamento (CE) N.º 1228/2003* [online]. Consultado a 3 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009R0714&from=PT>

REGULAMENTO (UE) N.º 1092/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, *relativo à supervisão macroprudencial do sistema financeiro na União Europeia e que cria o Comité Europeu do Risco Sistémico* [online]. Consultado a 22 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32010R1092&from=EN>

REGULAMENTO (UE) N.º 1093/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, *que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Bancária Europeia), altera a Decisão n.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/78/CE da Comissão* [online]. Consultado a 22 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32010R1093&from=EN>

REGULAMENTO (UE) N.º 1094/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, *que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma), altera a Decisão n.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/79/CE da Comissão* [online]. Consultado a 22 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32010R1094&from=EN>

REGULAMENTO (UE) N.º 1095/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, *que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados), altera a Decisão n.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/77/CE da Comissão* [online]. Consultado a 22 de Setembro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32010R1095&from=PT>

REGULAMENTO (UE) N.º 1227/2011, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de Outubro de 2011, *relativo à integridade e à transparência nos mercados grossistas de energia* [online]. Consultado a 31 de Janeiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011R1227&from=PT>

REGULAMENTO (UE) N.º 236/2012, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Março de 2012, *relativo às vendas a descoberto e a certos aspectos dos swaps de risco de incumprimento* [online]. Consultado a 8 de Maio de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012R0236&from=PT>

REGULAMENTO (UE) N.º 648/2012, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Julho de 2012, *relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transacções* [online]. Consultado a 30 de Outubro de 2019. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012R0648&from=PT>

REGULAMENTO (UE) N.º 543/2013, da Comissão, de 14 de Junho de 2013, *sobre a apresentação e a publicação de dados dos mercados da electricidade e que altera o anexo I do Regulamento (CE) n.º 714/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho* [online]. Consultado a 3 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0543&from=PT>

REGULAMENTO (UE) N.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Abril de 2014, *relativo ao abuso de mercado (regulamento abuso de mercado) e que revoga a Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e as Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE da Comissão* [online]. Consultado a 28 de Janeiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=pt>

REGULAMENTO (UE) N.º 600/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, *de 15 de Maio de 2014, relativo aos mercados de instrumentos financeiro se que altera o*

Regulamento (UE) N.º 648/2012 [online]. Consultado a 31 de Janeiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600&from=pt>

REGULAMENTO (UE) 2019/942, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 5 de Junho de 2019, *que institui a Agência da União Europeia de Cooperação dos Reguladores de Energia (reformulação)* [online]. Consultado a 3 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R0942&from=PT>

REGULAMENTO (UE) 2019/943, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 5 de Junho de 2019, *relativo ao mercado interno da electricidade (reformulação)* [online]. Consultado a 3 de Fevereiro de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R0943&from=PT>

UTILITIES ACT 2000, *versão original*, de 28 de Julho de 2000 [online]. Consultado a 26 de Março de 2020. Disponível em:

<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/27/contents/enacted>

Jurisprudência

ACÓRDÃO do Tribunal da Relação de Lisboa – 3.ª Secção Criminal, de 9 de Janeiro de 2019, *Processo n.º 2742/15.7TDLSB.L1* [online]. Consultado a 17 de Junho de 2020. Disponível em:

https://www.cmv.m.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Documents/Ac%C3%B3rd%C3%A3o%20TRL%202742_15.7TDLSB.L1.pdf

ACÓRDÃO do Tribunal de Justiça da União Europeia – Grande Secção, de 20 de Março de 2018, *Processo C-537/16* [online]. Consultado a 7 de Julho de 2020. Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:62016CA0537&from=PT>

SENTENÇA do Tribunal Judicial da Comarca de Lisboa – Juízo Local Criminal de Lisboa, de 6 de Abril de 2018, *Processo n.º 408/11.6TDLSB* [online]. Consultado a 17 de Junho de 2020. Disponível em:

<https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Documents/Senten%C3%A7a%2006.04.2018.pdf>

SENTENÇA do Tribunal Judicial da Comarca de Lisboa – Juízo Local Criminal de Lisboa, de 21 de Junho de 2018, *Processo n.º 2742/15.7TDLSB* [online]. Consultado a 17 de Junho de 2020. Disponível em:

https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Documents/DecisaoJudicial_21062018.PDF