

# Listing Act: os novos desenvolvimentos em matéria de abuso de mercado

Legal flash da UE

20 de novembro de 2024



## Aspetos-chave

### > Divulgação de informação privilegiada:

- O âmbito da obrigação de divulgação em processos continuados, como operações de fusões e aquisições (M&A), foi reduzido, sendo que a divulgação é exigida apenas para "acontecimentos finais" e não para etapas intermédias do processo.
- As condições para atrasar a divulgação de informação privilegiada são clarificadas: o critério de que o atraso não deve induzir o público em erro é substituído pelo critério de que a informação não deve contrastar com o último anúncio público ou outra comunicação do emitente sobre o mesmo assunto.

> **Prospecção de mercado:** sublinha-se que a "zona de proteção" é facultativa e é alargada para incluir comunicações de informações não seguidas de qualquer anúncio específico de uma transação.

> **Operações efetuadas por administradores e gestores ("PDMR"):** são alargadas as exceções à proibição de negociação durante os períodos de blackout e aumentados os limiares de notificação das operações efetuadas pelos PDMRs e pelas pessoas com eles estreitamente relacionadas.

> **Listas de iniciados:** o formato será revisto, de modo a alargar o modelo simplificado previsto para as PME em expansão a todos os emitentes.

> **Sanções:** é estabelecido um sistema mais proporcional à dimensão da empresa, com base no volume de negócios anual total e com limiares máximos em função do tipo de infração.



---

## Introdução

A 8 de outubro de 2024, o Conselho da UE adotou o “*Listing Act*”, um pacote legislativo destinado a simplificar o acesso aos mercados de capitais da União Europeia (“UE”) e a torná-los mais atrativos para as empresas, especialmente as PME. Para o efeito, o *Listing Act* altera, entre outras, três regulamentos fundamentais - o Regulamento relativamente ao Prospeto, o Regulamento (UE) n.º 596/2014 relativo ao Abuso de Mercado (“**RAdM**”) e o Regulamento (UE) n.º 600/2014 (“**MiFIR**”) - e adota uma Diretiva que obriga os Estados-Membros a reconhecerem, pelo menos, o direito de as sociedades que pretendam obter a primeira admissão à negociação num sistema de negociação multilateral (“MTF”) adotarem estruturas de ações com direitos de voto múltiplos. Para mais pormenores, ver [Publicação do Listing Act](#).

No presente documento, descrevemos os principais desenvolvimentos em matéria de abuso de mercado e os seus efeitos práticos introduzidos pelo [Regulamento \(UE\) n.º 2024/2809](#). No geral, a reforma do RAdM entrará em vigor a 5 de dezembro de 2024, mas algumas disposições não serão imediatamente aplicáveis, podendo demorar entre 15 e 18 meses, devido à necessidade de as desenvolver, nomeadamente as medidas referentes à criação de uma lista de plataformas de negociação e à especificação do mecanismo para o intercâmbio de dados relativos às ordens entre as autoridades competentes para supervisionar e prevenir o abuso de mercado.

Além disso, a reforma dá alguma flexibilidade aos Estados-Membros para adaptarem alguns aspetos às suas condições de mercado, pelo que Portugal poderá legislar internamente neste sentido.

---

## Divulgação de informação privilegiada

- **Processos continuados:** um dos desenvolvimentos mais relevantes diz respeito à obrigação de divulgação de informação privilegiada (IP) em processos continuados, tais como operações de fusões e aquisições (M&A), que podem envolver várias etapas ou fases em que a IP é produzida. Nesses casos, o emitente pode adiar, por sua conta e risco, a divulgação da IP, desde que: (i) a divulgação imediata prejudique os seus interesses legítimos, (ii) o adiamento não seja confuso ou enganador, (iii) a confidencialidade seja assegurada e que o adiamento não contrarie o mais recente anúncio público ou outro tipo de comunicação previamente realizada pelo emitente.

Na sequência desta reforma, os emitentes só terão de divulgar, logo que possível, as circunstâncias específicas, ou seja, terão de divulgar os acontecimentos finais a que o processo continuado se destina.

A Comissão adotará um Ato Delegado que incluirá uma lista não exaustiva de acontecimentos finais e indicações sobre o momento em que devem ser divulgados. Até esse momento, o [Regulamento \(EU\) 2024/2809](#) fornece algumas orientações e exemplos que podem ajudar nessa avaliação:



- “Os anúncios de meras intenções, as negociações em curso ou, consoante as circunstâncias, a evolução das negociações, como, por exemplo, uma reunião entre representantes das empresas” não terão de ser divulgados.
- Numa fusão, a divulgação deve ser efetuada o mais rapidamente possível depois de a direção ter tomado a decisão de assinar o acordo de fusão e de os elementos essenciais do acordo terem sido acordados.
- No caso de acordos contratuais, o evento final ocorre quando os termos fundamentais do acordo tiverem sido acordados.

Na prática, esta evolução simplifica os procedimentos para os emitentes em processos continuados e proporciona uma maior segurança jurídica. No entanto, é importante compreender que, mesmo que uma etapa intermédia não seja um acontecimento final, pode continuar a ser uma IP e é importante ter em consideração implicações que daí advêm. Mesmo que o emitente não tenha de cumprir as regras relativas à divulgação diferida de IP, deve manter a confidencialidade da informação e evitar a utilização indevida de IP em qualquer altura.

- **Divulgação diferida:** as condições em que a divulgação das IP pode ser diferida são clarificadas, substituindo o requisito de que o atraso não deve ser enganador pelo requisito de que as IP não devem contrastar com o último anúncio público ou outra comunicação do remetente sobre o mesmo assunto. Esta evolução pode ajudar os emitentes em situações de incerteza ou de mudança, uma vez que só precisam de verificar se a informação é coerente com o que já comunicaram.

Além disso, a reforma alarga o âmbito subjetivo da exceção que permite o adiamento da divulgação das IP às instituições de crédito, a fim de preservar a estabilidade do sistema financeiro. Como novidade, as empresas-mãe ou entidades relacionadas com uma instituição de crédito ou financeira, cotada ou não cotada, poderão beneficiar desta exceção.

---

## Prospecção de mercado

- **Definição:** o Regulamento (UE) 2024/2809 estabelece um regime especial para as sondagens de mercado, permitindo que os participantes no mercado beneficiem de uma “zona de proteção”. Por outras palavras, presume-se que a informação privilegiada (IP) não é divulgada ilegalmente desde que sejam cumpridos determinados requisitos. Como novidade, a definição de sondagem de mercado é alargada para incluir comunicações que não resultem num anúncio específico de uma operação.

Este aspeto é particularmente relevante para as operações de fusões e aquisições (M&A) e nos mercados de capitais, onde é relativamente comum haver um intercâmbio de IP sem que a operação se concretize. O facto de o participante no mercado poder agora beneficiar da “zona de proteção” nestas situações poderá constituir um incentivo para a realização de sondagens de mercado, que o próprio regulamento considera um



instrumento muito valioso para o bom funcionamento dos mercados financeiros.

- **Carácter facultativo da “zona de proteção”:** os participantes no mercado apenas são obrigados a avaliar e registar por escrito se considerarem que a informação fornecida é uma IP e a informar o destinatário quando deixa de o ser, mas podem renunciar à proteção especial proporcionada pelo procedimento voluntário previsto no n.º 4 do artigo 11. Como novidade, não terão de notificar o destinatário de que a informação fornecida deixou de ser IP se a informação já tiver sido divulgada publicamente.

---

## Operações efetuadas por administradores e quadros superiores

- **Períodos de restrição (*blackouts*):** para evitar que os administradores e quadros superiores (“PDMR”) obtenham uma vantagem informativa sobre a situação financeira do emitente, o Regulamento (UE) n.º 596/2014 (RdAM) proíbe-os de transacionar os instrumentos financeiros do emitente durante um período de 30 dias úteis antes da publicação dos relatórios financeiros intercalares ou anuais (os chamados “blackouts” ou “períodos restritos”).

A reforma alarga as exceções a esta proibição, excluindo as operações ou atividades que não envolvam “decisões de investimento ativas” dos PDMRs ou que dependam de fatores externos ou de condições pré-determinadas. Por exemplo, o exercício de instrumentos derivados, as operações resultantes de um mandato discricionário de gestão de ativos executado por um terceiro independente, ou a aceitação de heranças, ofertas e doações. Além disso, a reforma clarifica que a exceção para a venda em circunstâncias excecionais ou no contexto da participação dos trabalhadores ou de planos de poupança se refere tanto a ações como a outros instrumentos financeiros.

Em suma, a proibição de negociação durante os períodos de blackout é flexibilizada, permitindo que os PDMRs realizem operações que não envolvam uma decisão de investimento ativa, desde que tenham a autorização do emitente.

- **Limiares de notificação:** para aumentar a transparência e evitar a utilização abusiva de informação privilegiada, o [Regulamento \(UE\) 2024/2809](#) obriga as Pessoas com Responsabilidades de Direção (PDMR) e as pessoas a elas estreitamente associadas a notificar o emitente e a autoridade competente das operações sobre instrumentos financeiros do emitente.

A reforma aumenta o limiar de notificação de 5 000 euros para 20 000 euros por ano e permite que os Estados-Membros o aumentem para 50 000 euros por ano ou o reduzam para 10 000 euros por ano, em função das condições do mercado nacional e das políticas de supervisão adotadas pelas autoridades competentes em Portugal.

---

## Proporcionalidade das sanções



- **Sistema proporcional:** é introduzido um sistema de sanções mais proporcional à dimensão da empresa. No caso das pessoas coletivas, o critério para calcular o montante das sanções **será o volume de negócios anual total** e não os lucros anuais ou o valor de mercado dos instrumentos financeiros em causa. Desta forma, garante-se que as sanções são proporcionais à capacidade económica da entidade sancionada e não dependem de fatores voláteis ou externos.
- Os limiares máximos dependem do **tipo de infração e do volume de negócios anual total**, variando entre 0,8% e 15% do volume de negócios anual total, ou entre 1 milhão e 15 milhões de euros, consoante o valor mais elevado.
- **Ajustes:** os Estados-Membros podem fixar o mesmo nível máximo para todos os tipos de emittentes ou aplicar um nível inferior para as PME, expresso em montantes absolutos, a fim de assegurar um tratamento proporcional.

Além disso, as autoridades competentes podem aumentar o montante das sanções, até ao montante máximo fixado pela legislação nacional em termos absolutos, em casos excecionais em que o montante resultante do cálculo baseado no volume de negócios anual total seja desproporcionadamente baixo em relação à gravidade da infração.

---

### Outras novidades

- **Listas de iniciados:** a ESMA irá rever as normas técnicas relativas às listas de iniciados, até 5 de setembro de 2025, com vista a alargar a todos os emittentes a utilização do atual formato simplificado previsto para as PME em expansão.
- **“Porto seguro” para os programas de recompra e de estabilização:** o procedimento de notificação e divulgação das operações concluídas é simplificado, permitindo que a notificação seja feita de forma agregada e apenas à autoridade competente do mercado mais relevante em termos de liquidez.
- **Front running:** a definição de IP é alargada em relação às ordens pendentes relativas a instrumentos financeiros. Para além da informação que o cliente transmite à pessoa que executa a operação, passa a ser considerada IP a informação sobre ordens futuras que possa ser do conhecimento de quem gere as suas próprias contas ou as de um fundo gerido, mesmo que não execute as ordens.
- **Contratos de liquidez:** o processo de celebração de tais contratos nos mercados de PME em crescimento é simplificado através da eliminação do requisito de aceitação por escrito pelos participantes no mercado.
- **Poderes e cooperação entre as autoridades competentes:** entre outros, prevê-se a criação de um mecanismo de troca de ordens entre as autoridades que supervisionam os mercados com uma dimensão transfronteiriça significativa.



---

Para mais informações sobre o conteúdo deste documento, por favor envie uma mensagem à nossa equipa da [área de Conhecimento e Inovação](#) ou contacte o seu interlocutor habitual na Cuatrecasas.

©2024 CUATRECASAS

Todos os direitos reservados.

Este documento é uma compilação de informação jurídica elaborado pela Cuatrecasas. As informações ou comentários contidos neste documento não constituem aconselhamento jurídico.

Os direitos de propriedade intelectual sobre este documento são propriedade da Cuatrecasas. Este documento não pode ser reproduzido em qualquer suporte, distribuído, transferido ou utilizado de qualquer outra forma, seja na sua totalidade ou sob qualquer outra forma extraída, sem autorização prévia da Cuatrecasas.

