

2.º CICLO DE ESTUDOS EM DIREITO

ÁREA DE ESPECIALIZAÇÃO EM CIÊNCIAS JURÍDICO-ECONÓMICAS

O regime europeu da manipulação de mercado e as transações organizadas nas redes sociais

José Luís Ferreira Teixeira

M

2022





O regime europeu da manipulação de mercado e as transações organizadas nas redes sociais

José Luís Ferreira Teixeira

Dissertação conducente à obtenção do
grau de Mestre em Ciências Jurídico-Económicas,
realizada sob a orientação do
Prof. Doutor José António do Carmo da Silva Sá dos Reis

Porto, 2022

Agradecimentos

Agradeço aos meus pais, José e Maria, à Laura, à minha família e aos meus amigos que durante este longo processo foram incansáveis no seu apoio.

Deixo ainda palavras de agradecimento ao Prof. Dr. José Reis. O seu acompanhamento e os seus conselhos foram muito valiosos para a realização desta dissertação.

Resumo

Os inéditos acontecimentos de 2021 em torno das ações da *GameStop* e que viriam a originar o fenómeno das “ações *memes*”, provocaram uma grande volatilidade e resultaram em elevados prejuízos financeiros para investidores de retalho e profissionais. Estes acontecimentos revelaram o potencial das práticas coordenadas nas redes sociais para influenciar os preços nos mercados financeiros.

Como tal, nesta dissertação, tendo como pano de fundo os acontecimentos referidos, analisam-se as práticas de negociação coordenada de investidores de retalho através das redes sociais à luz dos objetivos prosseguidos pelo Direito para os mercados financeiros, bem como a aplicabilidade do regime europeu da manipulação de mercado do MAR a tais práticas.

Concluimos que estas práticas coordenadas têm o potencial para produzir efeitos semelhantes aos da tradicional manipulação de mercado, contrariando os objetivos da regulação dos mercados financeiros e o conceito de bons mercados que o Direito procura proteger e que o regime europeu da manipulação de mercado é, apenas de forma muito limitada, aplicável a estas práticas.

Palavras-chave: Manipulação de mercado; transações coordenadas; redes sociais; investidores de retalho; MAR

Abstract

The unprecedented events of 2021 surrounding GameStop stock, which eventually led to the "meme stock" phenomenon, caused high volatility and resulted in large financial losses for retail and professional investors. These events revealed the potential of coordinated practices on social networks to influence prices in financial markets.

As such, in this dissertation, with the aforementioned events as a backdrop, we analyze the coordinated trading practices of retail investors through social networks in light of the objectives pursued by the Law for financial markets, as well as the applicability of MAR's European market manipulation regime to such practices.

We conclude that these coordinated practices have the potential to produce effects similar to traditional market manipulation, contrary to the objectives of financial market regulation and the concept of good markets which the law seeks to protect, and that the European market manipulation regime is only to a very limited extent applicable to these practices.

Keywords: Market manipulation; coordinated trading; social networks; retail investors; MAR

Lista de abreviaturas

CAPM	<i>Capital Assets Pricing Model</i>
ECMH	<i>Efficient Capital Market Hypothesis</i>
et al.	<i>et alii</i> (e outros)
FOMO	Fear of missing out
i. e.	<i>id est</i> (isto é)
Ibid.	<i>Ibidem</i> (no mesmo local)
IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions</i>
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
MAR	<i>Market Abuse Regulation</i> (Regulamento do Abuso de Mercado)
MTF	Multilateral Trading Facilities (Sistema de negociação multilateral)
NCIRRS	Negociação coordenada de investidores de retalho através das redes sociais
n.º	número
OTC	Over-the-Counter (mercado de balcão)
OTF	Organized Trading Facilities (Sistema de negociação organizado)
p.	página
pp.	páginas
SEC	Securities and Exchange Commission
TFUE	Tratado de Funcionamento da União Europeia
TJUE	Tribunal de Justiça da União Europeia
UE	União Europeia
v.g.	<i>verbi gratia</i> (por exemplo)
WSB	fórum <i>WallStreetBets</i> da rede social <i>Reddit</i>

Índice de conteúdos

Introdução.....	1
Capítulo I - O caso <i>GameStop</i> e a génese da negociação coordenada de investidores de retalho através das redes sociais	4
1. <i>GameStop</i>	4
1.1. As vendas a descoberto	4
1.2. A reação coordenada dos pequenos investidores	5
1.3. Aquisição de valores mobiliários e instrumentos derivados financeiros	6
1.4. Os fatores estimuladores	8
1.5. As <i>Meme Stocks</i>	9
1.6. As primeiras conclusões da autoridade norte-americana de supervisão dos mercados de valores mobiliários (SEC) e a resposta académica	10
2. A negociação coordenada de investidores de retalho através das redes sociais (NCIRRS).....	11
2.1. O processo de coordenação da negociação nas redes sociais	11
2.2. Negociação expressiva.....	12
2.3. A delimitação do conceito	12
Capítulo II – Os objetivos da regulação dos mercados financeiros e a negociação coordenada nas redes sociais	14
1. O objetivo da regulação dos mercados financeiros	15
1.1. Eficiência	16
1.2. Liquidez	18
1.3. Estabilidade.....	19
2. A eficiência dos mercados e a teoria financeira na base da lei	19
3. O valor fundamental e o CAPM.....	22
4. As consequências da manipulação de mercado e a negociação coordenada nas redes sociais	23
4.1. O (inexistente) conceito de manipulação de mercado e a negociação coordenada	23

4.2. As consequências da manipulação de mercado	24
4.3. As (possíveis) consequências da negociação coordenada entre investidores de retalho através das redes sociais	26
Capítulo III - A manipulação de mercado do MAR	29
1. O regulamento MAR – <i>Market Abuse Regulation</i>	29
2. O regime europeu da manipulação de mercado	34
Capítulo IV - A negociação coordenada dos investidores de retalho através das redes sociais	36
1. Art. 12.º n.º 1 alínea a) do MAR	36
1.1. Operações, a colocação de uma ordem ou outras condutas	37
1.2. Adequação para dar indicações falsas ou enganosas	38
1.3. (Provável) criação de um nível de preços anormal ou artificial	41
1.4. O problema da intenção e dos motivos	47
1.5. A execução coletiva por parte dos investidores de retalho	48
2. Art. 12.º n.º 2 alínea a) do MAR	49
2.1. A posição dominante.....	51
2.2. Ação de forma concertada	55
2.3. Fixação de preços ou de condições de negociação não equitativas	58
Capítulo V – As publicações da negociação coordenada nas redes sociais	60
1. Art. 12.º n.º 1 alínea c) do MAR	60
1.1. Divulgação de informações.....	61
1.2. Indicações falsas ou enganosas quanto à procura ou preço de um instrumento financeiro.....	63
1.3. Fixação de preços anormais ou artificiais.....	65
1.4. Saber ou dever saber – o requisito subjetivo	67
2. Art. 12.º n.º 1 alínea b) do MAR	69
Conclusão	72

Referências bibliográficas	76
----------------------------------	----

Introdução

No início do ano de 2021, nos Estados Unidos da América, os mercados financeiros mais desenvolvidos a nível mundial, foram palco de uma prática inédita na história dos mercados financeiros, que provocou uma influência de grandes proporções no preço das ações da empresa *GameStop*.

Um grande número de pequenos investidores de retalho em interação através das redes sociais e com um objetivo de manifestarem o seu descontentamento perante as posições a descoberto nas ações da *GameStop* (manifestação de emoções) desenvolveram uma estratégia de negociação coordenada que levou cada participante da estratégia a negociar nos mercados financeiros de acordo com as instruções discutidas nas redes sociais. Tal levou a uma hipervalorização do preço da *GameStop* em relação ao seu valor fundamental, o que, por sua vez, levou ao *short squeeze* de fundos de investimento de alto retorno com vendas a descoberto das ações da *GameStop*, sendo estes obrigados a fechar as suas posições de negociação com perdas muito elevadas. A elevada volatilidade dos preços provocou também perdas a investidores de retalho envolvidos e não envolvidos na prática coordenada. No seguimento do caso, os investidores de retalho nas redes sociais voltaram as atenções para outras empresas dadas como sem potencial e, como tal, alvo de vendas a descoberto. As ações de empresas em tal situação viriam a ser apelidadas de “ações *meme*”.

Os mercados financeiros desempenham funções de elevada importância, permitindo a canalização de poupanças e investimento para a economia de modo a facilitar a acumulação de capital e a produção de bens e serviços, v.g., fornecendo capital de investidores que permitirá a empresas investir e concretizar projetos (os quais podem criar mais postos de trabalho), enquanto permitem aos investidores obter lucros do seu investimento. Bons mercados financeiros fomentam o crescimento económico e a criação de postos de trabalho, e como tal a sua integridade e a confiança nos mesmos deve ser protegida.

Olhando às consequências do caso *GameStop* e ao evidenciado potencial de práticas de negociação coordenada nas redes sociais para obter um número indefinido de participantes e influenciar preços de instrumentos financeiros mediante a introdução de modificações nos mecanismos de formação dos preços, impera analisar a negociação coordenada de investidores de retalho através das redes sociais no sentido de apurar se estas são compatíveis

com os objetivos dos mercados financeiros prosseguidos pelo Direito, e se podem constituir manipulação de mercado à luz do regime europeu de manipulação de mercado.

Como tal, esta dissertação incide na análise da negociação coordenada de investidores de retalho através das redes sociais em mercados financeiros. Ou seja, a negociação dos investidores de retalho participantes (compra, venda ou manutenção de instrumentos financeiros) de acordo com a estratégia definida e coordenada através de publicações nas redes sociais com o objetivo de influenciar os preços de modo a expressar uma opinião ou emoção.

Na nossa dissertação iremos quando necessário utilizar os conceitos da teoria económico-financeira necessários a uma melhor compreensão dos problemas em questão, seguindo as palavras de EMILIOS AVGOULEAS, o qual aponta que «uma sólida compreensão dos mercados financeiros modernos e dos conceitos de teoria económica utilizados para os explicar é indispensável no estudo do abuso de mercado».¹

Começaremos, no Capítulo I, por descrever a génese da negociação coordenada dos investidores de retalho nas redes sociais através do caso *GameStop*, descrevendo os fatores-chave do mesmo, os quais serão importantes na análise subsequente. De seguida, procederemos à delimitação do conceito de negociação coordenada de investidores de retalho através das redes sociais.

No Capítulo II, começaremos por analisar o objetivo da regulação dos mercados financeiros e as características que se pretendem em bons mercados financeiros. Para a compreensão do funcionamento de bons mercados financeiros e da sua eficiência, procederemos à necessária introdução dos fundamentos básicos da teoria financeira que estão na base das soluções legais, passando pelo conceito de valor fundamental à luz do conceito de eficiência seguido. Tentamos até aqui perceber não só os objetivos e características dos mercados financeiros que o Direito adota, mas também o mecanismo de formação de preços e interação entre procura e oferta de modo a compreender em que medida a negociação coordenada poderá interferir com os últimos. Terminaremos o capítulo com a ponderação e comparação dos conceitos e consequências da manipulação de mercado e da negociação coordenada de investidores de retalho nas redes sociais, concluindo acerca de uma possível compatibilidade das práticas de

¹ «A sound understanding of modern financial markets and of economic theory concepts used to explain them is indispensable in the study of market abuse.» EMILIOS AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2005, p. 22.

negociação coordenada de investidores de retalho através redes sociais com a manipulação de mercado de um ponto de vista conceptual e das consequências produzidas.

No Capítulo III, procederemos a uma breve exposição e caracterização do Regulamento do Abuso de Mercado (*Market Abuse Regulation*) que regula a manipulação de mercado na União Europeia, bem como do regime da manipulação de mercado que o referido regulamento contém.

No Capítulo IV, a análise detalhada incidirá nas efetivas transações levadas a cabo pelos investidores de retalho no âmbito da NCIRRS enquanto passível de submissão da alínea a) do número 1 do artigo n.º 12.º do MAR e da alínea a) do número 2 do artigo 12.º do mesmo regulamento.

No Capítulo V analisaremos detalhadamente a possibilidade de aplicação das alíneas c) e b) do número 1 do artigo 12.º do MAR às publicações nas redes sociais no âmbito da negociação coordenada de investidores de retalho nas redes sociais.

Por fim, estaremos em condições de concluir acerca da compatibilidade das práticas da negociação coordenada de investidores de retalho através das redes sociais com os objetivos da regulação dos mercados financeiros, com o conceito de bons mercados (que o Direito procura proteger) e com o tradicional conceito de manipulação de mercado; bem como se estas podem constituir manipulação de mercado à luz do regime europeu de manipulação de mercado.

Em suma, esta dissertação foca-se essencialmente na análise das práticas de negociação coordenada dos investidores de retalho através das redes sociais à luz dos objetivos prosseguidos pelo Direito para os mercados financeiros, bem como na aplicabilidade do regime europeu da manipulação de mercado do MAR a tais práticas. Essa análise abrange as condutas delimitadas pelo nosso conceito de negociação coordenada de investidores de retalho, as quais incidem em mercados financeiros. A dissertação limitará a análise dos problemas ao plano europeu, visto que o Regulamento do Abuso de Mercado tem aplicação direta no espaço da União Europeia, não podendo os Estados-Membros desviar-se das normas estabelecidas no referido regulamento em consequência da harmonização total vigente na União Europeia em matérias de abuso de mercado. Também não analisaremos os casos do ponto de vista da responsabilidade criminal decorrente da infração das normas europeias no território dos Estados-Membros.

Capítulo I - O caso *GameStop* e a gênese da negociação coordenada de investidores de retalho através das redes sociais

1. *GameStop*

Nos Estados Unidos da América, um pequeno grupo de investidores não profissionais de baixo poder financeiro, entre os quais se destacou Keith Gill, focaram a sua atenção nas ações da empresa *GameStop* (doravante, GME). Keith Gill começou a adquirir ações da GME em junho de 2019, quando cada ação estava cotada em cerca de 5 dólares americanos². A GME apresentava, na altura, dificuldades em acompanhar o desenvolvimento dos seus concorrentes de negócio digital, o que a tornava, à data, pouco popular perante os investidores, dadas as baixas expectativas de lucro financeiro³. Keith Gill promoveu o seu investimento nas redes sociais, acreditando que a empresa tinha capacidade para inverter a difícil situação e se valorizar novamente, o que fez com que seja considerado como a figura que iniciou a discussão nas redes sociais no caso GME. Destaca-se a rede social *Reddit*, nomeadamente, o seu fórum *WallStreetBets* (WSB), que conta com milhões de membros, onde os pequenos investidores partilham e discutem sobre investimentos.⁴

1.1. As vendas a descoberto

Enquanto os pequenos investidores discutiam nas redes sociais sobre a empresa GME, fundos de retorno absoluto (*hedge funds*), tal como a *Melvin Capital Management* e a *Citron Research*, especializados em descobrir empresas com um preço de mercado superior ao seu valor fundamental⁵ - sobrevalorizado segundo os fundamentos de finanças - detinham posições de venda a descoberto⁶. Por outras palavras, venderam ações que não possuíam, mas receberam através de um empréstimo, esperando lucrar quando o mercado ajustasse o preço das ações àquilo que estas realmente valessem, comprando nesse momento as ações ao preço

² JULIA-AMBRA VERLAINE e GUNJAN BANERJI, “Keith Gill Drove the GameStop Reddit Mania. He Talked to the Journal”, Wall Street Journal, disponível em: <https://www.wsj.com/articles/keith-gill-drove-the-GameStop-reddit-mania-he-talked-to-the-journal-11611931696> (consultado em 21 de junho de 2022).

³MATT LEVINE, “The GameStop Game Never Stops”, Bloomberg, disponível em: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2021-01-25/the-game-never-stops?sref=1kJVNqnU> (consultado em 21 de junho de 2022).

⁴ Ibid.

⁵ Ver *infra*, capítulo II 3.

⁶ A venda a descoberto é uma técnica utilizada quando se acredita que os preços de um instrumento financeiro se encontram sobrevalorizados. JOHN ARMOUR et al., *Principles of Financial Regulation*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2015, p. 195 e ss. Ver ainda ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 2ª edição, Coimbra, Almedina, 2019, pp. 210-212. PAULO CÂMARA, *Manual de direito dos valores mobiliários*, 4ª edição, Coimbra, Almedina, 2018, pp. 205-218. ZVI BODIE, ALEX KANE e ALAN MARCUS, *Investments*, 11ª edição, New York, McGraw-Hill Education, 2018, pp. 78-82.

mais baixo e lucrando com a diferença entre o preço a que compraram e o preço a que venderam⁷. A GME chegou a ter um interesse de venda a descoberto (*short*) de 140%, o que significa que por cada ação da empresa, havia 1,4 ações vendidas a descoberto⁸, ou seja, mais ações vendidas a descoberto do que aquelas que existiam no mercado.

1.2. A reação coordenada dos pequenos investidores

Assim que os pequenos investidores da comunidade WSB tomaram conhecimento das volumosas posições a descoberto em ações da GME, assumiram uma posição contra os fundos de retorno absoluto, pretendendo “derrubar” estes fundos⁹. Os investidores nas redes sociais sinalizaram o seu empenho obstinado em comprar e manter as ações através do *meme* “*Diamond Hands*”¹⁰, que é um termo usado como metáfora para um investidor de longo prazo num ativo popular, apesar de todas as rápidas oscilações dos preços¹¹. Os pequenos investidores estimularam-se mutuamente através das redes sociais, nomeadamente, nas redes *Reddit*, *Twitter* e *YouTube*, e sinalizaram uma visão extrema da potencial valorização através do *meme* “foguetão”(*Rocket*)¹².

As cotações da GME subiram ainda mais quando Elon Musk, um dos mais influentes e bem-sucedidos empresários norte-americanos, publicou na rede social *Twitter* uma ligação para o sítio da rede *Reddit* que hospedava os investidores de retalho mais atentos à GME - o *WallStreetBets*¹³, atraindo ainda mais investidores para este subfórum da rede *Reddit*. Aumentou assim, ainda mais, o potencial de disseminação e propagação da estratégia dos investidores de retalho.

⁷ JONATHAN MACEY, “Securities Regulation Warfare”, *Columbia Business Law Review*, 2021, p.4 disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3789706>.

⁸ KATHERINE GREIFELD e LU WANG, “GameStop Short Interest Plunges in Sign Traders Are Covering”, *Bloomberg*, disponível em: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-02-01/gamestop-short-interest-plummets-in-a-sign-traders-are-covering> (consultado em 21 de junho de 2022).

⁹ *Ibid.*

¹⁰ Este *meme* consiste numa imagem onde sejam apresentadas mãos a segurar um ou mais diamantes.

¹¹ GONÇALO ALMEIDA, “Lembra-se da GameStop ou da AMC? As “meme stocks” continuam a dar que falar em Wall Street”, *Jornal de Negócios*, disponível em: <https://www.jornaldenegocios.pt/mercados/detalhe/lembra-se-da-gamestop-ou-da-amc-as-meme-stocks-continuam-a-dar-que-falar-em-wall-street> (consultado em 21 de junho de 2022).

¹² LASSE PEDERSEN, *Game On: Social Networks and Markets*, NYU Stern School of Business, p.26, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3794616>.

¹³ SHALINI NAGARAJAN, “GameStop explodes another 157% higher after Elon Musk’s ‘Gamestonk’ tweet extends Reddit-driven short squeeze”, *Business Insider*, disponível em: <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/gamestop-stock-price-elon-musk-gamestonk-tweet-extends-trading-rally-2021-1-1030009065> (consultado em 21 de junho de 2022).

Esta ação coletiva dos pequenos investidores do grupo WSB representou uma tentativa de fazer frente aos ricos e poderosos investidores profissionais, nomeadamente os grandes fundos de investimento¹⁴. Através da negociação sob lemas como “YOLO”¹⁵ (*you only live once*), os pequenos investidores adquiriam as ações e tentavam segurá-las, não vendendo independentemente da movimentação do curso das ações.

O curso das ações da GME subiu 1500% durante o mês de janeiro de 2021, atingindo um preço superior a 320 dólares por ação¹⁶. Os especialistas avaliavam a GME em 2 mil milhões de dólares. Os pequenos investidores impulsionaram o valor da empresa até aos 23 mil milhões de dólares¹⁷, no dia 27 de janeiro de 2021. O curso das ações aumentou até aos 2500% em janeiro, caiu de seguida drasticamente, e aumentou novamente, tendo os picos associados ao volume e volatilidade de negociação coincido com um aumento da atenção nas redes sociais e outros *media*¹⁸. O volume diário de negociação atingiu um pico acima dos 200% a 22 de janeiro, o que significa que todas as ações da empresa foram negociadas mais de duas vezes por dia¹⁹, em demonstração da imensa atividade que decorreu no referido pico.

1.3. Aquisição de valores mobiliários e instrumentos derivados financeiros

Os investidores de retalho “apostaram” na GME através da aquisição de ações e de opções. As opções são contratos que conferem ao adquirente (posição longa) o direito de, até uma específica data, poder acionar uma cláusula que lhe permite comprar ou vender²⁰ as respetivas ações ao preço fixado no contrato²¹. Estes instrumentos financeiros derivados incorporam

¹⁴ JONATHAN MACEY, “Securities Regulation Warfare”, *Columbia Business Law Review*, 2021, p. 4, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3789706>.

¹⁵ LASSE PEDERSEN, “Game On: Social Networks and Markets”, *NYU Stern School of Business*, 2021, p. 26, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3794616>.

¹⁶ HARRY ROBERTSON, “Short-Sellers Are Nursing Estimated Losses Of \$19 Billion in 2021 After Betting on GameStop's Stock to Plunge”, *Business Insider*, <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/short-sellers-sitting-on-19-billion-of-losses-on-GameStop-data-shows-2021-1-1030020684> (consultado em 21 de junho de 2022).

¹⁷ OLGA KHARIF, “What’s the \$23 Billion GameStop Really Worth? Maybe \$2 Billion”, *Bloomberg*, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-27/what-s-the-23-billion-gamestop-really-worth-maybe-2-billion> (consultado em 21 de junho de 2022).

¹⁸ LASSE PEDERSEN, “Game On: Social Networks and Markets”, *NYU Stern School of Business*, 2021, p. 5, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3794616>.

¹⁹ LASSE PEDERSEN, “Game On: Social Networks and Markets”, *NYU Stern School of Business*, 2021, p. 30, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3794616>.

²⁰ Conforme se trate de uma opção de compra (*call option*) ou de uma opção de venda (*put option*).

²¹ ZVI BODIE, ALEX KANE e ALAN MARCUS, *Investments*, 11ª edição, New York, McGraw-Hill Education, 2018, p. 50. Por outro lado, a parte que vende o contrato (posição curta) está obrigada a executar a venda ou compra se a parte com a posição longa exercer a cláusula de opção. A parte com a posição curta deve possuir os instrumentos financeiros na base do contrato para o caso de a parte longa decidir exercer a opção. Tal necessidade de possuir os instrumentos financeiros na base do contrato é expressa no rácio de cobertura. ZVI BODIE, ALEX KANE e ALAN MARCUS, *Investments*, 11ª edição, New York, McGraw-Hill Education, 2018, p. 50.

alavancagem, permitindo aos investidores multiplicar muitas vezes os seus ganhos ou perdas para o mesmo investimento²².

Quando os investidores finais (posição longa) adquirem opções de compra, estas são, normalmente, vendidas por criadores de mercado (posição curta) que cobrem o seu risco comprando as ações que constam no contrato de opção, precavendo-se para o caso de a sua contraparte decidir exercer a opção²³. O rácio de cobertura (o *delta*) aumenta conforme o preço das ações se movimenta num sentido favorável ao exercício da opção de compra. Esta alteração no rácio de cobertura, por sua vez, é chamada de *gamma*²⁴. Deste modo, um aumento do preço das ações leva a parte com posição curta num contrato de opção de compra a adquirir as mesmas para poder cumprir com o mesmo, cobrindo o seu risco para o caso de os investidores acionarem a opção de compra das ações. Para estes compensará acionar a opção de compra se os preços das ações forem superiores ao preço a pagar através da ativação da opção²⁵. Estas compras provocam uma pressão acrescida na procura, o que leva a novos aumentos do preço das ações e estes, por sua vez, levam a aumentos do rácio de cobertura, dando-se um aperto *gamma* (*gamma squeeze*). Assim, a compra de opções é comparável a uma estratégia de transação pré-programada, em que o investidor final compra cada vez mais ações à medida que o preço sobe²⁶, devido ao facto de a contraparte central ter de comprar ações para cobrir o risco e poder cumprir a sua parte do contrato.

De um ponto de vista económico-financeiro, são contratos cujo exercício do direito conferido apenas compensa se os preços das ações subjacentes nos diversos locais de negociação forem superiores ao preço fixado para o exercício pelo direito de compra. Inversamente, opções de venda são contratos cuja opção de venda conferida apenas compensa sob um ponto de vista económico-financeiro se o preço de venda nos diversos locais de negociação for inferior ao preço de venda fixado na cláusula de opção do contrato. ZVI BODIE, ALEX KANE e ALAN MARCUS, *Investments*, 11ª edição, New York, McGraw-Hill Education, 2018, pp. 50 e ss.

A opção conferida pelo contrato de opção «representa um direito, mas não uma obrigação, a adquirir ou dispor de um bem ou a celebrar um contrato em data futura.» PAULO CÂMARA, *Manual de direito dos valores mobiliários*, 4ª edição, Coimbra, Almedina, 2018, p. 212. Sobre instrumentos financeiros derivados ver também ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª edição, Coimbra, Almedina, 2019, pp. 215-251.

²² LASSE PEDERSEN, “Game On: Social Networks and Markets”, *NYU Stern School of Business*, 2021, p. 32, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3794616>.

²³ Ibid. Tal necessidade da parte com a posição curta de se precaver para a possibilidade de a parte com a posição longa exercer a opção está expressa no rácio de cobertura.

²⁴ Ibid.

²⁵ Por exemplo, se um investidor tiver adquirido um contrato de opção de compra europeu de ações de uma determinada empresa com preço de opção de 10 euros por ação e na data de fim de contrato as ações em mercado secundário tiverem o preço de 12 euros, então este irá exercer a opção. Os contratos de opções europeus distinguem-se dos americanos, na medida em que nos primeiros o investidor só pode exercer a opção na data de fim de contrato. Já nos americanos, pode-se exercer a qualquer altura, desde que até à data de fim do contrato. Sobre isto, ZVI BODIE, ALEX KANE e ALAN MARCUS, *Investments*, 11ª edição, New York, McGraw-Hill Education, 2018, p. 661.

²⁶ Ibid.

À medida que o preço das ações da GME subiu no final de janeiro, alguns detentores de posições a descoberto foram, a fim de reduzirem os seus prejuízos, obrigados a fechar as suas posições, comprando ações que anteriormente lhes tinham sido emprestadas para a realização das vendas a descoberto²⁷. Esta redução nas posições curtas através da compra de ações colocou ainda maior pressão do lado da procura em relação à oferta, provocando uma maior subida do preço, em sentido contrário ao das posições de venda a descoberto - *short squeeze*²⁸, uma vez que aumentou a procura em relação à oferta. Como consequência dos *short squeeze* e *gamma squeeze*, alguns fundos de investimento de retorno absoluto sofreram perdas na ordem dos milhares de milhões de dólares, nomeadamente a *Melvin Capital Management* com perdas de 53% no mês de janeiro, tendo vindo, como consequência, a necessitar de injeções de capital de quase 3 mil milhões de dólares.²⁹ Mas não só os grandes fundos de capitais sofreram grandes perdas, resultando a elevada volatilidade³⁰ também em avultados prejuízos do lado dos pequenos investidores de retalho.³¹

Assim, esta oscilação do preço das ações da GME criou e destruiu cerca de 30 mil milhões de dólares de capital, afetando várias classes de investidores, causando perdas não só a investidores profissionais, mas também a investidores de retalho envolvidos no esquema com o fim de contrariar os grandes fundos de investimento, bem como a investidores de retalho que apenas pretendiam retirar lucros financeiros.³²

1.4. Os fatores estimuladores

Os acontecimentos do caso GME foram facilitados sobretudo pelas interações nas redes sociais e pela facilidade em negociar instrumentos financeiros através de intermediários financeiros com serviços de corretagem sem comissões, que disponibilizam o seu serviço online, ou em aplicações de *smartphone* de interface simples e, em muitos casos,

²⁷ KATHERINE GREIFELD e LU WANG, “GameStop Short Interest Plunges in Sign Traders Are Covering”, Bloomberg, disponível em: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-02-01/gamestop-short-interest-plummets-in-a-sign-traders-are-covering> (consultado em 21 de junho de 2022).

²⁸ LASSE PEDERSEN, “Game On: Social Networks and Markets”, *NYU Stern School of Business*, 2021, p. 32, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3794616>.

²⁹ COLIN KEATINGE, “Melvin Lost 53% in January, Hurt by GameStop, Other Bets”, Bloomberg, disponível em: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-31/melvin-lost-53-in-january-hurt-by-gamestop-other-bets-dj> (consultado em 21 de junho de 2022).

³⁰ Entre janeiro e fevereiro deu-se uma acentuada queda dos preços - a GameStop apresentava um curso de 40 dólares americanos em meados de fevereiro de 2021.

³¹ RACHEL ENSIGN, “GameStop Investors Who Bet Big—and Lost Big”, *Wall Street Journal*, disponível em: <https://www.wsj.com/articles/gamestop-investors-who-bet-big-and-lost-big-11613385002> (consultado em 21 de junho de 2022).

³² MATT PHILLIPS *et al.*, “The Hopes That Rose And Fell With GameStop”, *New York Times*, disponível em: <https://www.nytimes.com/2021/02/07/business/gamestop-stock-losses.html> (consultado em 11 de abril de 2022)

“gamificada”³³, sendo que o aumento de tempo disponível devido ao confinamento provocado pela primeira vaga da pandemia da covid-19 constituiu também um importante catalisador³⁴.

1.5. As *Meme Stocks*

LASSE PEDERSEN considera que o *short squeeze* desempenhou um grande papel no pico dos preços em janeiro, mas que, por outro lado, não foi um fator no subsequente aumento dos preços em março³⁵, o que releva a importância dos efeitos das negociações coordenadas nas redes sociais e do seu potencial de estabelecimento enquanto prática no futuro.

Efetivamente, tem-se verificado que o fenómeno da compra massiva de ações, organizada e coordenada nas redes sociais, se desenvolveu, alargando os investidores de retalho o seu âmbito de compra de ações a outras empresas desvalorizadas e em queda, e como tal, com grande interesse para vendas a descoberto, tais como a *AMC Entertainment Holdings*, a *Blackberry* ou a *Nokia*. Consequentemente, estas continuaram com cotações sobrevalorizadas e volumes de transações bastante elevados³⁶. Estes acontecimentos viriam apenas a ser o início daquilo que foi denominado o fenómeno das *meme stocks* (“ações *meme*”), i.e., ações cujo valor não se baseia em fundamentos de finanças, mas em interações e tendências das redes sociais que resultam em grandes oscilações dos preços nos mercados financeiros (elevadas volatilidades)³⁷.

A senadora norte-americana ELIZABETH WARREN escreveu, inclusive, uma carta à *Securities and Exchange Commission* (SEC), a autoridade norte-americana de supervisão de mercados financeiros, na qual apelou a uma profunda investigação sobre os fenómenos mencionados, expressando preocupação acerca das consequências que os fenómenos recentes poderiam ter na confiança da sociedade nos mercados e sublinhando a importância de ter mercados

LASSE PEDERSEN, “Game On: Social Networks and Markets”, *NYU Stern School of Business*, 2021, p. 26, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3794616>. Os elementos de *gamificação* consistem em elementos como fogo de artifício após a execução de cada ordem, tal como se o cliente tivesse completado um desafio num jogo. Estes verificam-se, v.g. na aplicação da corretora *Robinhood*. ANNIE MASSA e TRACY ALLOWAY, “Robinhood’s Role in the ‘Gamification’ of Investing”, *Bloomberg*, disponível em: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-12-19/robinhood-s-role-in-the-gamification-of-investing-quicktake>

³⁴JIM BIANCO, “Wall Street Never Saw the Redditors Coming”, *Bloomberg*, disponível em: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2021-02-02/wall-street-didn-t-see-reddit-s-wallstreetbets-coming-for-gamestop-gme> (consultado em 21 de junho de 2022)

³⁵ LASSE PEDERSEN, “Game On: Social Networks and Markets”, *NYU Stern School of Business*, 2021, p. 32, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3794616>.

³⁶MATT LEVINE, “The Meme Stocks keep coming”, *Bloomberg*, available at: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2021-06-09/the-meme-stocks-keep-coming> (consultado em 21 de junho de 2022).

³⁷ *Ibid.*

financeiros justos, ordeiros e eficientes³⁸. A proteção da função dos mercados financeiros e da confiança nos mesmos por parte dos investidores são, como iremos ver, objetivos da regulação dos mercados financeiros também na União Europeia.

Se os acontecimentos iniciais com as ações da GME já seriam suficientes, isoladamente, para levantar questões relacionadas com a regulação dos mercados financeiros, o facto de as práticas de negociação coordenadas através das redes sociais serem persistentes e terem grande volume nos mercados de capitais e de derivados aumentou consideravelmente o número de questões legais e económico-financeiras.

1.6. As primeiras conclusões da autoridade norte-americana de supervisão dos mercados de valores mobiliários (SEC) e a resposta académica

A SEC publicou em outubro de 2021 um relatório onde argumenta que os investidores (institucionais) que fecharam as suas posições a descoberto nas ações da GME através da compra das respetivas ações desempenharam apenas um papel menor no desenvolvimento deste caso. Apesar de os reguladores americanos afirmarem não conseguir determinar, exatamente, o que provocou a extrema volatilidade dos preços das ações da GME, estes especularam apenas que a razão poderia ser o otimismo dos investidores em relação às perspetivas da empresa, ou o facto de estes acreditarem poder desencadear um *short squeeze*.³⁹

Em resposta ao relatório da SEC, um grupo de académicos das áreas do Direito e das Finanças de algumas das mais reputadas universidades norte-americanas, criticaram a perspetiva apresentada no relatório. Num estudo de 28 de janeiro de 2022⁴⁰, afirmaram que a análise dos factos realizada pela SEC resultou de uma utilização incompleta de dados e de métodos defeituosos, chegando a conclusões erróneas acerca dos eventos e que,

³⁸ELIZABETH WARREN, Letter to the Acting Chair of the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), United States Senate, 2021. Disponível em: <https://www.warren.senate.gov/imo/media/doc/01.29.2021%20Letter%20from%20Senator%20Warren%20to%20Acting%20Chair%20Lee.pdf> (consultado em 21 de junho de 2022).

³⁹ MATT ROBINSON, “Meme-Stock Frenzy Gets a Fresh Look That Questions SEC Narrative”, Bloomberg, disponível em: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-14/meme-stock-frenzy-gets-a-fresh-look-that-questions-sec-narrative> (consultado a 17 de junho de 2022).

⁴⁰ JOSHUA MITTS *et al.*, A Report by the Ad Hoc Academic Committee on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021, 28 janeiro de 2022, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4030179>

consequentemente, a sua resposta ao referido caso e às “ações *meme*” poderia estar profundamente mal orientada⁴¹.

JOSHUA MITTS, o líder do referido grupo de académicos, afirmou que os episódios do caso GME e das “ações *meme*” expôs a fragilidade do mercado a esquemas que podem provocar a negociação de ações a preços afastados do seu valor fundamental, que não refletem os rendimentos das empresas. Neste tipo de cenário, um ajustamento dos preços ao seu valor fundamental pode provocar enormes prejuízos aos investidores posicionados do lado errado da reação.⁴² JOSHUA MITTS defende que as normas de manipulação de mercado americanas devem ser ajustadas de modo a serem aptas a responder à nova era das redes sociais.⁴³ No caso, os *short squeeze* e *gamma squeeze* provocados pela negociação coordenada nas redes sociais são prejudiciais à normal negociação e desenvolvimento do preço.⁴⁴

2. A negociação coordenada de investidores de retalho através das redes sociais (NCIRRS)

2.1. O processo de coordenação da negociação nas redes sociais

Num artigo de 2021, MICHELE COSTOLA *et al.* propõem uma descrição do processo de coordenação descentralizada que ocorre nas redes sociais, defendendo que este consiste em três ações principais: em primeiro lugar, uma população de investidores de retalho que discute abertamente nas redes sociais sobre ações tidas como populares; em segundo lugar, um grupo de investidores de retalho que partilha a crença de que um determinado preço de ações pode ser afetado pelas suas compras conjuntas, coordena nas redes sociais, através de publicações com imagens e *memes*, a compra sincronizada de grandes quantidades dessas ações; terceiro, à medida que os volumes negociados dessas ações começam a aumentar, mais investidores começam a reparar nos sinais de compra colocados nas redes e meios de comunicação social⁴⁵. Consequentemente, mais investidores, também movidos pelo medo de ficar de fora (um sintoma normalmente designado como *fear of missing out*, ou FOMO) começam a

⁴¹ MATT ROBINSON, “Meme-Stock Frenzy Gets a Fresh Look That Questions SEC Narrative”, Bloomberg, disponível em: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-14/meme-stock-frenzy-gets-a-fresh-look-that-questions-sec-narrative> (consultado a 17 de junho de 2022).

⁴² JOSHUA MITTS *et al.*, A Report by the Ad Hoc Academic Committee on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021, 28 janeiro de 2022, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4030179>

⁴³ MATT ROBINSON, “Meme-Stock Frenzy Gets a Fresh Look That Questions SEC Narrative”, Bloomberg, disponível em: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-14/meme-stock-frenzy-gets-a-fresh-look-that-questions-sec-narrative> (consultado a 17 de junho de 2022).

⁴⁴ *Ibid.*

⁴⁵ MICHELE COSTOLA, MATTEO IACOPINI, CARLO. SANTAGIUSTINA, “On the “momentum” of Meme Stocks”, 2021, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3861779>

comprar as ações, o que cria um efeito de comboio através do qual os preços das ações e os volumes negociados disparam⁴⁶. Este fator psicológico dos investidores é um dos aspetos apontados pelas finanças comportamentais para criticar a perspectiva de que os mercados financeiros são eficientes⁴⁷. Como iremos ver adiante, o Direito segue a perspectiva da eficiência dos mercados eficientes, nomeadamente, a ECMH, assumindo que um investidor razoável tem como objetivo maximizar lucros ajustados aos riscos⁴⁸.

2.2. Negociação expressiva

A propósito do objetivo de negociação por motivos que não a obtenção de lucro, ANDERSON *et al.* introduziram o conceito de *negociação expressiva* - a negociação de instrumentos financeiros para fins de expressão política, social, ou estética⁴⁹. Os “negociadores expressivos” sabem que o movimento do preço das ações que geram não reflete os fundamentos das ações, e que podem incorrer em perdas quando a provável correção dos preços ocorrer⁵⁰. No entanto, consideram que os seus atos valem o risco de quaisquer perdas associadas. Entre as motivações destes negociadores podem estar as de prejudicar os poderosos e ricos fundos de retorno absoluto e prejudicar o sistema, a utilização do mercado como meio de “protesto”⁵¹ ou outros motivos mais lúdicos ou estéticos, como v.g., a nostalgia⁵².

2.3. A delimitação do conceito

A nosso ver, daqui resulta que a negociação coordenada de investidores de retalho através das redes sociais (doravante, NCIRRS) se trata da negociação dos investidores de retalho participantes (compra, venda ou manutenção de instrumentos financeiros) de acordo com a

⁴⁶ Ibid.

⁴⁷ Sobre finanças comportamentais, ver ROBERT SHILLER, *Irrational Exuberance*, 3ª edição, Princeton University Press, 2016.

⁴⁸ Ver *infra*, Capítulo II 2.

⁴⁹ JOHN ANDERSON, JEREMY KIDD e GEORGE MOCSARY, “Social Media, Securities Markets, and the Phenomenon of Expressive Trading”, 25 Lewis & Clark L. Rev. 1223, 2022, p. 11, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3834801>.

⁵⁰ JOHN ANDERSON, JEREMY KIDD e GEORGE MOCSARY, “Social Media, Securities Markets, and the Phenomenon of Expressive Trading”, 25 Lewis & Clark L. Rev. 1223, 2022, p. 12, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3834801>.

⁵¹ JEDIDAJAH OTTE, “‘Sending a Message’: GameStop Investors on Why They Bought Shares”, The Guardian, disponível em: <https://www.theguardian.com/business/2021/jan/28/sending-a-message-gamestop-investors-on-why-they-bought-shares> (consultado em 21 de junho 2022).

⁵² EAMON JAVERS, “Republicans in Washington warn Wall Street: The GameStop Populists Are More Powerful than You Think”, CNBC, disponível em: <https://www.cnbc.com/2021/01/28/gamestop-republicans-warn-of-trump-style-populist-revolution.html> (consultado em 21 de junho 2022).

estratégia definida e coordenada através de publicações nas redes sociais com o objetivo de influenciar os preços de modo a expressar uma opinião ou emoção.

Os participantes da NCIRRS são, em regra, os investidores de retalho, os quais são investidores não profissionais, dispendo, em regra de menores conhecimentos e experiência nos mercados financeiros e estando, como tal, expostos a maiores riscos⁵³.

A nossa análise divide, portanto, a negociação coordenada em dois momentos: (1) as publicações nas redes sociais que são suscetíveis de instigar e dar instruções para a prática da negociação coordenada de instrumentos financeiros por um número indefinido de investidores de retalho através dessas redes e (2) a concreta aplicação da estratégia e negociação de instrumentos financeiros pelos inúmeros investidores de retalho – a negociação coordenada através das redes sociais.

⁵³ Como tal, aos intermediários financeiros são, pela DMIF II (Diretiva 2014/65/EU), impostos um maior número de deveres perante estes clientes não profissionais. Ver NIAMH MOLONEY, *EU Securities and financial markets regulation*, 3ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2016, pp. 352 a 354.

Capítulo II – Os objetivos da regulação dos mercados financeiros e a negociação coordenada nas redes sociais

Uma das funções mais importantes dos mercados financeiros é a de fornecer informação sobre as projeções dos investidores relativas a futuros ganhos, estando os participantes dos mercados financeiros continuamente a atualizar as suas crenças acerca dos lucros futuros em resposta a novas informações⁵⁴. Por isso, os preços a que são realizadas as transações nos mercados financeiros agregam informação sobre o valor esperado dos instrumentos financeiros negociados⁵⁵. O preço de um instrumento financeiro deve refletir a soma do valor presente dos interesses futuros ou pagamentos de dividendos e do preço do instrumento financeiro à data na qual o investidor antecipa vendê-lo⁵⁶. No momento da aquisição, os investidores realizam investimentos, um compromisso atual de dinheiro ou outros recursos, na expectativa de obter benefícios no futuro⁵⁷, ou seja, o investidor sacrifica algo hoje para obter benefícios mais tarde. Se os preços das ações devem refletir a avaliação coletiva dos investidores sobre o desempenho atual de uma empresa e dos seus lucros futuros, tal faz com que o preço das ações suba quando o mercado está mais otimista em relação à empresa, fazendo com que esta tenha mais facilidade em obter capital e encorajar o investimento⁵⁸. Desta maneira, os preços dos valores mobiliários têm uma grande importância na alocação de capital nas economias de mercado, dirigindo capital para as empresas com maior potencial previsto⁵⁹.

Como exposto no caso GME, que veio a evoluir para o fenómeno das “ações *meme*”, estas negociações coordenadas nas redes sociais, e que envolvem grandes números de investidores de retalho, levam a fortes implicações nos processos de formação dos preços e alocação de capitais, conduzindo a preços que não são totalmente formados à luz dos fundamentais das finanças. Acrescenta-se o facto de este tipo de transações realizadas pelos pequenos investidores de retalho poderem ter como objetivo não o investimento, mas uma expressão de um sentimento ou pretensão que não a de obtenção de um lucro financeiro (negociação

⁵⁴ JOHN ARMOUR et al., *Principles of Financial Regulation*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2015, p. 101.

⁵⁵ Ibid.

⁵⁶ JOHN ARMOUR et al., *Principles of Financial Regulation*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2015, p. 102.

⁵⁷ ZVI BODIE, ALEX KANE e ALAN MARCUS, *Investments*, 11ª edição, New York, McGraw-Hill Education, 2018, p. 1.

⁵⁸ ZVI BODIE, ALEX KANE e ALAN MARCUS, *Investments*, 11ª edição, New York, McGraw-Hill Education, 2018, p. 5.

⁵⁹ Ibid.

expressiva⁶⁰). No caso GME, o objetivo foi, em larga parte, provocar a subida do curso das ações de modo a prejudicar os fundos de investimento de alto retorno (*hedge funds*) que detinham posições de venda a descoberto, levando a prejuízos enormes destes últimos, os quais detinham posições legítimas visto que a empresa estava subvalorizada e com um modelo de negócio ultrapassado e, portanto, sem expectativas de poder vir a justificar o preço das suas ações.

É relevante realçar que as vendas a descoberto são defendidas por vários economistas como constituindo um mecanismo de aumento da eficiência do mercado através de um melhor ajuste dos preços, neste caso contribuindo para uma mais rápida exposição de cotações sobrevalorizadas e consequente ajuste dos preços ao seu valor fundamental.⁶¹ É também, no entanto, importante sublinhar que estes mecanismos de mercado devem ser devidamente regulados de modo a evitar a sua utilização para fins de especulação que nada beneficiam a eficiência da descoberta do preço de um instrumento financeiro e que podem criar riscos sistémicos que prejudicam a estabilidade financeira e a confiança nos mercados. Estas matérias são reguladas na União Europeia através do Regulamento das Vendas a Descoberto⁶².

Por outro lado, o objetivo inicial de muitos dos investidores de retalho de prejudicar os grandes fundos de retorno absoluto evoluiu para o fenómeno das “ações *meme*”, verificando-se negociação coordenada e para fins distintos dos defendidos pela teoria económico-financeira e pela legislação europeia.

Portanto, o que se espera nos mercados financeiros é que indivíduos e instituições adquiram instrumentos financeiros pelos rendimentos que estes pagam. É este o objetivo com o qual o legislador europeu espera que um investidor razoável negoceie. No entanto, não é o que em grande parte se observa nos acontecimentos descritos, podendo verificar-se distorções destes conceitos e objetivos.

1. O objetivo da regulação dos mercados financeiros

Segundo o sublinhado por todos os comités designados pela Comissão Europeia, os principais objetivos da regulação dos mercados financeiros na União Europeia são assegurar a eficiência

⁶⁰ Ver *supra*, Capítulo I 2.2.

⁶¹ EDWARD MILLER, “Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion”, *The Journal of Finance*, Vol. 32, n.º 4, 1977, p. 1151 (pp. 1151-1168).

⁶² Regulamento (UE) n.º 236/2012. do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de março de 2012.

dos mercados de capitais e a proteção dos investidores⁶³. Nos considerandos de diversas diretivas e regulamentos europeus é sublinhada a importância de assegurar o bom funcionamento dos mercados de valores mobiliários e a confiança do público nesses mercados como condição essencial para o crescimento económico e para a prosperidade⁶⁴, pois mercados de capitais eficientes promovem o crescimento e a criação de emprego através de uma melhor afetação dos capitais e de uma redução dos custos⁶⁵.

O bom funcionamento dos mercados de capitais assenta em três atributos: a eficiência, a liquidez e a estabilidade⁶⁶.

1.1. Eficiência

A conceito de eficiência dos mercados financeiros é composto por quatro dimensões: alocativa, institucional, informativa e operativa.⁶⁷

A eficiência alocativa existe quando o capital de investimento é dirigido através dos preços de mercado para os seus melhores usos possíveis⁶⁸, i.e., para onde este capital é mais necessário e para onde se perspetivam maiores ganhos com menor risco. Para tal, deve ser possível identificar o investimento que maior sucesso promete, o que por sua vez pressupõe que os preços dos instrumentos financeiros têm uma correspondência o mais próxima possível do seu valor fundamental^{69,70}. Tal exige preços não só informados, mas também exatos⁷¹. A eficiência alocativa está diretamente relacionada com a eficiência informativa, mas preços eficientes do ponto de vista da informação não o são necessariamente do ponto de vista da alocação de capital.⁷² A eficiência informativa implica apenas que o mercado reage a novas

⁶³ CHRISTIAN BUMKE, “Regulierung am Beispiel der Kapitalmärkte – Eine Untersuchung über Konzeption und Dogmatik des Regulierungsverwaltungsrechts“ in: KLAUS HOPT, RÜDIGER VEIL e JÖRN KÄMMERER, *Kapitalmarktgesetzgebung im europäischen Binnenmarkt*, 1ª edição, Tübingen, Mohr Siebeck, 2008, p. 118 (pp. 107-142).

⁶⁴ Considerando 2 do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014. Ver também o considerando 3 da DMIF II.

⁶⁵ Considerando 1 da Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de dezembro de 2004.

⁶⁶ LARS KLÖHN, “Kapitalmarktrecht“ in KATJA LANGENBUCHER, 4ª edição, *Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht*, Baden-Baden, Nomos, 2017, p. 336.

⁶⁷ Ibid.

⁶⁸ HEINZ-DIETER ASSMANN, *Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverkehrspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht*, Köln, Carl Heymanns Verlag, 1985, p. 25.

⁶⁹ Ver *infra*, Capítulo II 3.

⁷⁰ MARCEL KAHAN, “Securities Laws and the Social Costs of Inaccurate Stock Prices”, *Duke Law Journal*, Vol. 41, 1992, p. 1006 e ss. (pp. 977-1044). Disponível em: <https://scholarship.law.duke.edu/dlj/vol41/iss5/1>

⁷¹ LARS KLÖHN, “Kapitalmarktrecht“ in KATJA LANGENBUCHER, 4ª edição, *Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht*, Baden-Baden, Nomos, 2017, p. 337.

⁷² Ibid.

informações de tal forma que os indivíduos não as podem explorar, enquanto que, por sua vez, a eficiência alocativa implica que o mercado reage às novas informações de forma apropriada⁷³.

A eficiência institucional designa o grau de confiança que os participantes têm no funcionamento do mercado⁷⁴. A confiança dos investidores na integridade e estabilidade do mercado é uma condição essencial para o seu funcionamento, pois estes apenas irão investir as suas poupanças em instrumentos financeiros se acreditarem que os preços são formados de acordo com as leis da procura e da oferta⁷⁵.

A existência de eficiência informativa verifica-se quando novas informações são incorporadas nos preços tão rapidamente que os especuladores não podem lucrar apenas com base em tais informações⁷⁶. No entanto é importante sublinhar que a total eficiência informacional é um estado ideal que nunca pode ser plenamente alcançado. Sempre haverá alguém que incorpora a nova informação no preço antes de todos os outros, lucrando com isso e contribuindo para o reajustamento dos preços.⁷⁷

Na teoria económico-financeira, nomeadamente, segundo a chamada forma semi-forte da teoria ECMH, é geralmente assumido que os preços nos mercados de capitais contêm sempre toda a informação conhecida publicamente, ou seja, os investidores só poderiam realizar um lucro acima da média com base em informação privada não conhecida publicamente.⁷⁸ Contudo, esta visão é cada vez mais desafiada sob uma perspetiva teórica e empírica pelas finanças comportamentais⁷⁹.

A eficiência operacional prevalece quando os custos de transação nos mercados de capitais são baixos.⁸⁰ Quanto menores estes custos, maiores serão os rendimentos dos investidores.⁸¹

⁷³ Ibid.

⁷⁴ HEINZ-DIETER ASSMANN, *Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverkehrspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht*, Köln, Carl Heymanns Verlag, 1985, p. 26.

⁷⁵ DÖRTE POELZIG, *Kapitalmarktrecht*, 2ª edição, München, C.H. Beck, 2021, p. 13.

⁷⁶ RONALD GILSON e REINIER KRAAKMAN, “The Mechanisms of Market Efficiency”, *Virginia Law Review*, Vol.70, n.º 4, 1984, p. 558 (pp. 549-644)

⁷⁷ LARS KLÖHN, “Kapitalmarktrecht“ in KATJA LANGENBUCHER, 4ª edição, *Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht*, Baden-Baden, Nomos, 2017, p. 337.

⁷⁸ DÖRTE POELZIG, *Kapitalmarktrecht*, 2ª edição, München, C.H. Beck, 2021, p. 18.

⁷⁹ DÖRTE POELZIG, *Kapitalmarktrecht*, 2ª edição, München, C.H. Beck, 2021, p. 21.

⁸⁰ PETRA BUCK-HEEB, *Kapitalmarktrecht*, 9ª edição, München, C.F. Müller, 2017, p. 3.

⁸¹ DÖRTE POELZIG, *Kapitalmarktrecht*, 2ª edição, München, C.H. Beck, 2021, p. 14.

1.2. Liquidez

A segunda característica dos "bons" mercados de capitais é a liquidez. Os mercados são líquidos quando os investidores podem negociar a qualquer momento em qualquer quantidade, sem a produção de um efeito significativo no preço.⁸² A liquidez reduz os custos de transação e conduz a preços mais informativos e precisos, encorajando tanto os investidores de retalho como os investidores profissionais a entrarem no mercado⁸³. Os investidores necessitam, assim, de liquidez para negociarem de forma rápida e com os menores custos com outros participantes, encontrando contrapartes para as suas ordens de negociação⁸⁴. Não havendo liquidez, os mercados terão elevados custos de transação implícitos, sendo mais voláteis e menos eficientes⁸⁵.

A liquidez é visível olhando ao *bid-ask spread*, o qual espelhará baixos custos de transação em mercados líquidos e elevados custos de transação em mercados ilíquidos⁸⁶. O *bid-ask spread* consiste na diferença entre o preço mais elevado que um comprador está disposto a pagar por um bem (*bid*) e o preço mais baixo que um vendedor está disposto a aceitar (*ask*), correspondendo o *ask* ao preço pelo qual é possível imediatamente comprar e o *bid* ao preço pelo qual é possível imediatamente vender o respetivo título⁸⁷. Por outro lado, o *bid* corresponde à procura e o *ask* à oferta⁸⁸. Por exemplo, se um investidor pretender comprar e imediatamente vender um instrumento financeiro cujos preços de *ask* e *bid* sejam, respetivamente, 10,40 euros e 10,20 euros, irá incorrer num prejuízo de 0,20 euros. Daí, quanto mais líquido o mercado, menor o *spread* e, conseqüentemente, menores os custos implícitos de transação para os participantes do mercado.

⁸² LARRY HARRIS, *Trading & Exchanges*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2002, p. 70.

⁸³ LARS KLÖHN, *Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance*, Berlin, Duncker & Humblot, 2006, pp. 68 e ss.

⁸⁴ MILAN BAYRAM, *Manipulative Handelspraktiken gemäß Art. 12. MAR*, Berlin, Duncker & Humblot, 2020, p. 99.

⁸⁵ ABDOURAHMANE SARR e TONNY LYBEK, "Measuring Liquidity in Financial Markets", *IMF Working Paper*, 2002, p. 9. Disponível em: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2002/232/article-A001-en.xml>.

⁸⁶ MILAN BAYRAM, *Manipulative Handelspraktiken gemäß Art. 12. MAR*, 1ª edição, Berlin, Duncker & Humblot, 2020, p. 101.

⁸⁷ ZVI BODIE, ALEX KANE e ALAN MARCUS, *Investments*, 11ª edição, New York, McGraw-Hill Education, 2018, p. 63. JOHN ARMOUR et al., *Principles of Financial Regulation*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2015, p p. 113 e 114.

⁸⁸ *Ibid.*

1.3. Estabilidade

Finalmente, em mercados estáveis os preços só devem flutuar tanto quanto o valor fundamental de um instrumento financeiro varia⁸⁹, sendo que qualquer volatilidade para além desta é considerada excessiva. A volatilidade agrada os especuladores, mas afeta a confiança de todos os outros participantes no mercado⁹⁰.

2. A eficiência dos mercados e a teoria financeira na base da lei

Se os mercados financeiros fossem perfeitos, estaríamos na presença de eficiência total, o que significaria que os preços nos mercados financeiros espelham o valor fundamental dos seus títulos. Dizendo de outra forma, que os preços dos instrumentos financeiros respondem a toda a informação disponível de forma rápida e eficaz, de forma a que os preços reflitam as melhores estimativas possíveis do atual valor económico dos instrumentos financeiros em termos do seus retornos e riscos esperados⁹¹. Como referido, tal não se verifica.

Na realidade verificam-se assimetrias de informação e relativa falta de transparência. Ainda assim, na batalha contra o abuso de mercado é de grande importância o estado de eficiência de sistemas e informação dos mercados financeiros, pois quanto maior for a eficácia de reflexão de informação relativa ao valor que os preços dos instrumentos financeiros espelham, maior será a dificuldade de perpetração de esquemas abusivos.⁹² É neste sentido que o Direito regula os mercados financeiros com o objetivo de obter mercados o mais eficientes possível.

A teoria da *Efficient Capital Market Hypothesis*⁹³ (ECMH) de EUGENE FAMA permanece a teoria de referência quanto à eficiência dos mercados de capitais e a teoria que o Direito dos Valores Mobiliários Europeu segue⁹⁴. Esta teoria contém três formas: forte, semi-forte e fraca.

A forma forte avança que os preços dos instrumentos financeiros refletem com precisão toda a informação relevante sobre um determinado instrumento financeiro, independentemente de a

⁸⁹ LARS KLÖHN, “Kapitalmarktrecht“ in KATJA LANGENBUCHER, 4ª edição, *Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht*, Baden-Baden, Nomos, 2017, p. 338.

⁹⁰ LARRY HARRIS, *Trading & Exchanges*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2002, p. 316.

⁹¹ LYNN STOUT, “The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance”, 2003, p. 641, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=470161>

⁹² EMILIOS AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2005, p. 45.

⁹³ EUGENE FAMA, “Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, Vol. 25, n.º 2, 1970, pp. 383-417.

⁹⁴ DÖRTE POELZIG, *Kapitalmarktrecht*, 2ª edição, München, C.H. Beck, 2021, p. 23.

informação ter entrado no domínio público ou permanecer não revelada⁹⁵. Assim, nenhum investidor pode obter retornos em excesso apenas confiando em informações não públicas⁹⁶.

A forma semi-forte, pelo contrário, sustenta que os preços dos títulos refletem com exatidão toda a informação disponível ao público e se ajustam instantaneamente e de forma imparcial a novas informações.⁹⁷ Assim, nenhum retorno em excesso pode ser ganho com a negociação de informação disponível ao público⁹⁸.

A forma fraca sustenta que os preços dos títulos refletem com exatidão apenas informação histórica relativa ao título em particular⁹⁹. Consequentemente, de acordo com esta forma, nenhum retorno em excesso pode ser ganho através da utilização de estratégias de investimento baseadas em preços históricos de ações e outros dados financeiros.¹⁰⁰

A principal diferença é que sob a forma fraca, um investidor que detém informação privilegiada, sensível aos preços, pode obter ganhos superiores durante um longo período, embora não possa ter um desempenho superior ao do mercado numa base consistente¹⁰¹. O mesmo pode acontecer sob a forma semi-forte durante um período mais curto¹⁰². Tal encoraja os investidores a empenharem-se em estudos do mercado a fim de lucrarem com a informação obtida a título privado através do estudo e análise dos títulos.¹⁰³ Os resultados desta pesquisa são comunicados ao mercado sob a forma de informação extraída dos preços a que vários intervenientes no mercado estão dispostos a negociar.¹⁰⁴

Deste modo, e simplificadamente, de acordo com a ECMH um investidor racional procura obter ganhos financeiros, comprando o que é “barato” (subvalorizado) e vendendo o que é “caro” (sobrevalorizado):

- no caso de obtenção de informações positivas, os investidores reagem adquirindo instrumentos financeiros que se encontravam subvalorizados, o que provoca o

⁹⁵ EMILIOS AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2005, p. 45.

⁹⁶ Ibid.

⁹⁷ Ibid.

⁹⁸ Ibid.

⁹⁹ Ibid.

¹⁰⁰ EMILIOS AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2005, p. 46.

¹⁰¹ Ibid.

¹⁰² Ibid.

¹⁰³ Ibid.

¹⁰⁴ Ibid.

aumento da procura face à oferta, movendo-se o valor de mercado no sentido do valor fundamental do título, através da sua subida.

- no caso de obtenção de informações negativas, os investidores reagem vendendo instrumentos financeiros que se encontravam sobrevalorizados, o que aumenta a pressão do lado da oferta face à procura, movendo-se o valor de mercado no sentido do valor fundamental do título, através da sua descida.

Assim, na realidade, nos mercados de capitais verifica-se (na melhor das hipóteses) a forma semi-forte da teoria ECMH¹⁰⁵, refletindo os preços todas as informações passadas e presentes publicamente conhecidas. Os restantes tipos de mercados financeiros, em particular, de obrigações, mercadorias (*commodities*) e derivados seguem princípios semelhantes¹⁰⁶.

A teoria ECMH tem como uma das suas premissas centrais a de que o investidor negocia de forma racional utilizando todas as informações essenciais, investindo nos instrumentos financeiros que prometem os maiores rendimentos com menores níveis de risco¹⁰⁷. No entanto, estudos da área das finanças comportamentais afirmam que os investidores não negociam sempre de forma racional¹⁰⁸. Por exemplo, as bolhas (*bubbles*) são fenómenos causados pela negociação exagerada e não fundamentada de instrumentos financeiros que leva os preços a valores sobrevalorizados e que, como tal, dificilmente podem ser explicados pela teoria da ECMH.¹⁰⁹

O mesmo podemos verificar no caso da negociação coordenada de pequenos investidores para fins que não a obtenção de ganhos financeiros. Se os investidores de retalho no caso GME pretendessem obter lucro, teriam procedido à venda das ações quando os seus preços estavam (consideravelmente) acima dos valores verificados aquando do início da negociação coordenada. Ao invés, esses investidores não venderam as ações, não obtendo lucro e continuando expostos às acentuadas quedas de preço que mais tarde se viriam a verificar. Muitos deles continuaram a adquirir ações e contratos de opções mesmo em períodos onde os preços se encontravam extremamente sobrevalorizados, expondo-se a riscos ainda maiores, o que confirma a ausência de racionalidade sob o ponto de vista económico-financeiro.

¹⁰⁵ RONALD GILSON e REINIER KRAAKMAN, “The Mechanisms of Market Efficiency”, *Virginia Law Review*, Vol. 70, 1984, p. 551 (pp. 549-644).

¹⁰⁶ JOHN ARMOUR et al., *Principles of Financial Regulation*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2015, p. 102.

¹⁰⁷ DÖRTE POELZIG, *Kapitalmarktrecht*, 2ª edição, München, C.H. Beck, 2021, p. 21.

¹⁰⁸ DÖRTE POELZIG, *Kapitalmarktrecht*, 2ª edição, München, C.H. Beck, 2021, pp. 21 e 22.

¹⁰⁹ ROBERT SHILLER, *Irrational Exuberance*, 3ª edição, Princeton University Press, 2016, pp. 240 e 241.

Apesar da evidência, e dos estudos com posições que colocam em causa a teoria ECMH que as finanças comportamentais têm apresentado, não foi ainda apresentada uma melhor alternativa ao nível do Direito, continuando este a trilhar o caminho da otimização das condições nos mercados¹¹⁰ e de mercados financeiros eficientes¹¹¹. Tal é efetivado através das regras de divulgação de informações relevantes e de proibição dos tipos de abuso de mercado, estando os investidores e participantes dos mercados expostos aos riscos que da normal negociação e natural formação dos preços advêm¹¹².

É neste âmbito que se afigura extremamente relevante o estudo e discussão do caso GME e das práticas de negociação coordenada entre investidores de retalho através das redes sociais capazes de alterar os preços de forma artificial, afastando-os do seu valor fundamental e contribuindo para a ineficiência dos mercados financeiros.

3. O valor fundamental e o CAPM

Como referido, a eficiência alocativa pressupõe que os preços dos instrumentos financeiros tenham uma correspondência o mais próxima possível do seu valor fundamental. O valor fundamental é o valor de um instrumento financeiro com o qual todos os intervenientes de mercado concordariam se se encontrassem na posse de todas as informações relevantes¹¹³. Este deve assim refletir a soma do valor presente dos interesses futuros, ou pagamentos de dividendos, e do preço do instrumento financeiro à data em que o investidor antecipa vendê-lo¹¹⁴. Assim, estando os participantes dos mercados financeiros continuamente a atualizar as suas crenças acerca dos lucros futuros em resposta a novas informações, e agregando os preços a que são realizadas as transações nos mercados financeiros informação sobre o valor esperado dos instrumentos financeiros negociados¹¹⁵, os preços destes devem ser o mais próximo possível dos seus valores fundamentais.

¹¹⁰ Ver considerandos 49 e 51 do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014.

¹¹¹ DÖRTE POELZIG, *Kapitalmarktrecht*, 2ª edição, München, C.H. Beck, 2021, p. 23.

¹¹² EMILIOS AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2005.

¹¹³ BARUCH LEV e MEIRING DE VILLIERS, “Stock Price Crashes and 10b-5 Damages: A Legal, Economic, and Policy Analysis”, *Stanford Law Review*, Vol. 47, n.º 1, 1994, p. 24 (pp. 7-37).

¹¹⁴ JOHN ARMOUR et al., *Principles of Financial Regulation*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2015, p. 102.

¹¹⁵ JOHN ARMOUR et al., *Principles of Financial Regulation*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2015, p. 101.

Na teoria, da combinação da ECMH com o modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)¹¹⁶, o qual assenta nas premissas da primeira, resulta que, num mercado informacionalmente eficiente, os preços refletirão da forma mais próxima possível o valor fundamental dos instrumentos financeiros¹¹⁷. O CAPM é um modelo de dois fatores, que descreve a relação quantificável entre risco e retorno esperado para encontrar o valor dos títulos¹¹⁸. O rendimento esperado de um título (ou de um portfólio de títulos) é igual à taxa de um título sem risco, acrescida de um prémio de risco multiplicado pelo risco sistemático do ativo¹¹⁹.

Apesar das críticas que lhe são dirigidas, o CAPM é um dos métodos mais importantes na teoria financeira¹²⁰. Juntando tal ao facto de assentar nas premissas da ECMH, na qual se baseia o modelo de eficiência que as normas dos mercados de capitais defendem, faz com que o CAPM seja uma solução a ponderar para a investigação da artificialidade do preço¹²¹.

4. As consequências da manipulação de mercado e a negociação coordenada nas redes sociais

4.1. O (inexistente) conceito de manipulação de mercado e a negociação coordenada

Atualmente, não existe uma definição geral e reconhecida do fenómeno económico de manipulação de mercado capaz de descrever de forma razoavelmente concisa os comportamentos abrangidos pelo fenómeno¹²². Tal é visível no artigo 12.º do MAR, no qual o legislador estabelece diferentes tipos de condutas que podem ser classificadas como manipulação de mercado, e infringir a proibição consagrada no art. 15º do MAR.

É relevante trazer aqui a clássica definição do oitavo circuito do Tribunal Federal de Recurso norte-americano (*Federal Court of Appeals*) no caso *Cargill v. Hardin*¹²³, onde foi estabelecida a definição de manipulação de mercado como um «comportamento que de forma intencional influencie o preço de mercado de tal maneira que este não mais represente as

¹¹⁶ VER EUGENE FAMA E KENNETH FRENCH, “The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence”, 2003, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=440920>

¹¹⁷ LYNN STOUT, *The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance*, Cornell Law Faculty Publications, 2003, p. 641, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=470161>

¹¹⁸ EMILIOS AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2005, p. 52.

¹¹⁹ Ibid.

¹²⁰ EMILIOS AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2005, p. 53.

¹²¹ Ver *infra*, Capítulo IV 1.3.1.

¹²² KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 451.

¹²³ Ver *Cargill, Inc v Hardin* 452 F 2d 1154, 1164–65 (8th Cir 1971).

forças de procura e oferta»¹²⁴. Esta definição clássica inclui fatores que são encarados como constituintes de manipulação, e que são visíveis no caso GME e das “ações *meme*”, onde investidores de retalho coordenados através das redes sociais negociaram de acordo com uma estratégia com o objetivo de influenciar os preços, tendo efetivamente conseguido desviar os preços dos seus valores fundamentais¹²⁵ e, como tal, do mecanismo de formação dos preços da natural interação entre procura e oferta. A NCIRRS apresenta, em relação às clássicas perceções de manipulação de mercado, a diferença de os efeitos se produzirem apenas através da negociação de todos os participantes de acordo com a estratégia coletiva, pois, considerando a conduta negocial individual de cada participante, não existem fundamentos para esta ser considerada capaz de produzir efeitos como os de uma manipulação de mercado na sua visão mais tradicional.

Tal como afirma MOLONEY, as práticas manipulativas são uma forma de falha de mercado que pode conduzir a uma ineficiente alocação de recursos e que prejudica o papel do mercado na alocação de capital.¹²⁶ É a salvaguarda do regular funcionamento do mecanismo de formação de preços que justifica a incriminação da manipulação de mercado¹²⁷.

Tal releva a necessidade de analisar esta prática de negociação coordenada de investidores de retalho através das redes sociais. Antes de tal análise, porém, cabe ponderar as consequências da manipulação de mercado e estabelecer a possível correspondência entre estas e as (possíveis) consequências da referida negociação coordenada.

4.2. As consequências da manipulação de mercado

Como vimos, para que o bom financiamento dos mercados de capitais seja assegurado, o capital deve ser alocado onde maiores retornos com um melhor nível de risco sejam prometidos, o que leva a que os preços reflitam o valor fundamental das empresas cujos valores mobiliários são negociados, o que, por sua vez conduz a mais baixos custos de transação e menor dificuldade em executar transações, com menores impactos de transação nos preços (menor volatilidade), e a mercados mais estáveis, aumentando também a confiança

¹²⁴ Cargill, Inc v Hardin 452 F 2d 1154, 1164–65 (8th Cir 1971).

¹²⁵ Neste sentido, a IOSCO afirma que a regulação anti-manipulação se foca em «manter a integridade do preço de mercado dos valores mobiliários, dos contratos derivados e dos instrumentos na base dos contratos derivados.» IOSCO, 2000 IOSCO Market Manipulation Report, n.º 34, p. 8. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf> (consultado em 21 de junho de 2022).

¹²⁶ NIAMH MOLONEY, *EU Securities and financial markets regulation*, 3ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2016, p. 704

¹²⁷ PAULO CÂMARA, *Manual de direito dos valores mobiliários*, 4ª edição, Coimbra, Almedina, 2018, p. 966.

dos investidores nos mercados financeiros. Neste sentido, as proibições da manipulação de mercado ambicionam a manutenção da eficiência de mercado e a redução de custos de capital.¹²⁸

As práticas constituintes da manipulação de mercado têm como efeito principal a distorção dos preços nos mercados financeiros, afastando-os dos seus valores fundamentais, i. e. do valor correspondente aos seus lucros futuros. Tal resulta na obtenção de preços artificiais, ou seja, cuja formação não resulta dos mecanismos de procura e oferta. Estas falhas de formação do preço (*mispicing*) nos mercados financeiros repercutem-se na falha dos mercados em refletir, de forma precisa, a informação disponível sobre o valor dos ganhos subjacentes, resultando em má afetação de recursos.¹²⁹ A manipulação do mercado prejudica, assim, também a eficiência informativa. Tal pode significar que significativas quantias de investimento serão direcionadas para atividades que os mercados erroneamente identificam como geradoras de elevados retornos, e que pouco investimento será canalizado para aquelas que os mercados subestimam, havendo, por isso, custos económicos reais da má alocação de recursos¹³⁰, sendo a eficiência alocativa do mercado perturbada.

A manipulação de mercado prejudica também a confiança que os investidores e os restantes participantes têm no mercado, afetando a eficiência institucional. Se a confiança dos investidores na integridade da formação dos preços desaparecer poderá verificar-se a previsão de GEORGE AKERLOF do “mercado de limões” (*market for lemons*), verificando-se seleções adversas¹³¹. Se os investidores desconfiam do mercado, poderão não conseguir distinguir entre bons e maus investimentos. Seguindo AKERLOF, em tal situação estes optarão pelos instrumentos financeiros de mais baixo preço (seleção adversa), levando a que os emitentes de instrumentos financeiros de melhor qualidade abandonem o mercado¹³². Finalmente, de acordo com este modelo, o êxodo dos participantes pode levar ao colapso completo de um mercado.¹³³ Se os investidores abandonarem o mercado devido à perda de confiança, o número de participantes dispostos a negociar irá diminuir, levando a que a liquidez diminua.

¹²⁸ LUCA ENRIQUES e MATTEO GATTI, “Is there a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?”, *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, Vol. 14, n.º 1, 2008, p. 43.

¹²⁹ JOHN ARMOUR et al., *Principles of Financial Regulation*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2015, p.106.

¹³⁰ *Ibid.*

¹³¹ GEORGE AKERLOF, “The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, n.º 2, Oxford, Oxford University Press, 1970, p. 488.

¹³² *Ibid.*

¹³³ GEORGE AKERLOF, “The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, n.º 2, Oxford, Oxford University Press, 1970, p. 490.

Tal fará aumentar os custos de negociação implícitos associados ao instrumento de negociação (diminuição da eficiência operacional), bem como o *bid-ask spread*.¹³⁴ Os mercados podem, assim, tornar-se ilíquidos e, como tal, pouco atrativos para os investidores. Por outro lado, a perda de liquidez corresponderá a um aumento da volatilidade e consequente instabilidade.

O estabelecimento de tais ações concertadas faz perigar também mecanismos como a venda a descoberto. A possibilidade facilitada de um *short squeeze* abriga o perigo de forçar os vendedores a descoberto a saírem do mercado, embora a sua informação, avaliação do mercado e comportamento negocial sejam muito importantes para uma formação eficiente dos preços¹³⁵. Além disso, campanhas como as do caso GME ameaçam os modelos de negócio que consistam na descoberta de empresas cujo preço esteja sobrevalorizado, podendo a venda a descoberto deixar de ser rentável devido ao considerável risco da ocorrência de um *short squeeze* causado por aquisições ou vendas coordenadas de instrumentos financeiros e das potenciais volumosas perdas para os detentores de posições curtas que a eles se associam.¹³⁶ O mercado corre assim o risco de perder uma componente essencial no processo de formação de preços eficientes^{137 138}, o que é prejudicial para a eficiência a longo prazo. Por sua vez, tal contribuirá para o aumento da volatilidade e do número de títulos sobrevalorizados, o que pode conduzir à formação de bolhas. Por fim, a economia poderá ressentir-se, com dificuldades para as empresas e a diminuição de postos de trabalho.

4.3. As (possíveis) consequências da negociação coordenada entre investidores de retalho através das redes sociais

À semelhança de uma tradicional prática de manipulação de mercado, a negociação coordenada entre investidores de retalho através das redes sociais tem também potencial para

¹³⁴ Ver *supra*, Capítulo II 1.2.

¹³⁵ JOHN ARMOUR et al., *Principles of Financial Regulation*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2015, pp. 195 e 196.

¹³⁶ ALEXANDER SAJNOVITS, “GameStop im Lichte der MAR – Meme-Trading, soziale Medien und Handelsbeschränkungen durch Broker“, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, vol. 50, n.º 5, 2021, p. 810 (pp. 804–845).

¹³⁷ JOHN ARMOUR et al., *Principles of Financial Regulation*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2015, pp. 195 e ss.

¹³⁸ É importante sublinhar as críticas realizadas às vendas a descoberto devido ao seu perigo especulatório, e que, de facto, estas constituem um perigo real que os legisladores reconhecem e, por isso, regulam com o objetivo de que sejam apenas utilizadas no sentido do apuramento de um preço mais próximo do seu valor fundamental e não no sentido da obtenção de um preço artificial. JOHN ARMOUR et al., *Principles of Financial Regulation*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2015, p. 198. Sobre vendas a descoberto, ver também ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª edição, Coimbra, Almedina, 2019, pp. 210-212.

afastar os preços dos instrumentos financeiros dos seus valores fundamentais, resultando numa falha dos preços em refletir a informação disponível sobre o valor dos ganhos subjacentes, e podendo assim levar à falha da alocação de recursos.

No caso GME e das “ações *meme*”, a influência da negociação coordenada provocou a sobrevalorização de valores mobiliários de empresas com fracas perspectivas de lucros futuros de acordo com os seus fundamentais, falhando assim os preços em projetar as informações disponíveis acerca das respetivas empresas, prejudicando a eficiência informativa. Tal demonstra o potencial das NCIRRS para afastar os preços dos seus valores fundamentais, falhando estes em espelhar as informações públicas conhecidas, perdendo-se eficiência informativa.

A má alocação de recursos nos mercados financeiros resultante das falhas da eficiência informativa pode também conduzir à maior canalização de capital para investimentos que menores lucros prometem, e a conseqüente menor alocação para investimentos com melhores perspectivas e potencial. No caso GME e das “ações *meme*” observou-se a alocação de imenso capital em empresas cujos fundamentais ofereciam fraca perspectiva de lucro. Tal espelha a negociação expressiva por motivos de revolta, políticos, sentimentais, nostálgicos, entre outros.¹³⁹

A diminuição da eficiência informativa e alocativa irá também levar à diminuição da confiança dos participantes no mercado, diminuindo a eficiência institucional. No caso GME, o *short squeeze* e o *gamma squeeze* para o qual a negociação coordenada entre investidores de retalho fortemente contribuiu, e que provocou elevados prejuízos a investidores e grandes fundos de investimento (sobretudo aqueles com posições de venda a descoberto), é suscetível de aumentar os receios de que vendas a descoberto sejam alvos para investidores nas redes sociais, que procurem frustrar seus objetivos de quem as realiza. Desta perda de confiança pode resultar a perda de um mecanismo que ajuste preços sobrevalorizados e que previna bolhas¹⁴⁰.

Da diminuição da confiança pode resultar um gradual abandono dos mercados e perda de liquidez, aumentando os custos e gerando instabilidade, à semelhança das conseqüências da

¹³⁹ Ver *supra*, Capítulo I 2.2.

¹⁴⁰ Muitos economistas, incluindo ROBERT J. SHILLER (laureado com Nobel da Economia em 2013) veem as vendas a descoberto como um importante mecanismo para contrariar o desenvolvimento de bolhas nos mercados financeiros. JOHN ARMOUR et al., *Principles of Financial Regulation*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2015, p. 195.

tradicional manipulação de mercado. Os potenciais efeitos negativos da NCIRRS são também reconhecidos pela Reserva Federal americana (*Federal Reserve*), a qual sublinha num dos seus relatórios que a interação dos investidores de retalho nas redes sociais e a sua negociação de “ações *meme*” pode levar a um considerável aumento de volatilidade e eventuais prejuízos para os quais os sistemas de gestão de risco das instituições financeiras não estão preparados, apresentando, deste modo, riscos para a estabilidade financeira.¹⁴¹

Também as bolhas podem ser uma consequência da negociação coordenada entre investidores de retalho através das redes sociais nos casos em que estes tenham como intenção influenciar o preço de um instrumento financeiro no sentido ascendente. Tal cenário verifica-se se o preço ultrapassar o valor fundamental. No caso GME e das ações *meme* podemos afirmar a ocorrência de bolhas, no sentido em que a negociação coordenada provocou uma inflação dos preços de ações de empresas de baixo potencial em relação aos seus respetivos valores fundamentais. A diferença, em comparação com as tradicionais bolhas, será que, no caso da negociação coordenada, os investidores de retalho envolvidos ambicionam a influência do preço. Neste caso, foi neutralizado o mecanismo que poderia ter contribuído para o ajustamento dos preços – as vendas a descoberto – tendo este sido um alvo inicial no caso GME.

Finalmente, da cumulação das consequências referidas pode a economia sofrer com as dificuldades das empresas e a diminuição dos postos de trabalho.

Por conseguinte, verificando-se os números de participantes e a efetiva coordenação necessária entre eles, a NCIRRS tem o potencial para causar impactos semelhantes às consequências da tradicional manipulação de mercado, distinguindo-se desta no sentido em que apresenta a particularidade de, em regra, poder ser realizada apenas por um grande número de participantes coordenados através de publicações nas redes sociais, com um objetivo de influenciar o preço de instrumentos financeiros.

¹⁴¹ Board of Governors of the Federal Reserve System, Financial Stability Report, novembro de 2021, pp. 18 a 21. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/publications/files/financial-stability-report-20211108.pdf> (consultado em 09/04/2022).

Capítulo III - A manipulação de mercado do MAR

1. O regulamento MAR – *Market Abuse Regulation*

Na União Europeia, o regime da manipulação de mercado é estabelecido pelo Regulamento do Abuso de Mercado, o Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014, que estabelece um quadro legal comum aplicável em toda a União Europeia para os propósitos da prevenção e combate do abuso de mercado.¹⁴² O termo “abuso de mercado” é utilizado no regulamento como uma definição genérica que engloba os atos contrários às normas nos mercados financeiros, abrangendo os abusos ligados à informação privilegiada e a manipulação de mercado.¹⁴³

No artigo 1.º do MAR, o legislador europeu estabelece o objetivo «de assegurar a integridade dos mercados financeiros na União e promover a confiança dos investidores nesses mercados»¹⁴⁴. Nesse sentido, a incerteza legal e a arbitragem regulatória devem ser evitadas.¹⁴⁵ Consequentemente, a formal legal de regulamento assegura a aplicação uniforme das normas de abuso de mercado do MAR em todos os Estados-Membros da União Europeia¹⁴⁶, o que aumenta a certeza para todos os participantes do mercado, prevenindo distorções da concorrência e reduzindo custos de *compliance* relativos a atividades transfronteiriças.¹⁴⁷ Os investidores devem poder confiar num preço que evoluiu através da oferta e da procura, e não através da manipulação¹⁴⁸.

O MAR proíbe qualquer pessoa de se envolver em manipulação do mercado¹⁴⁹. No âmbito pessoal, a proibição da manipulação de mercado aplica-se a todos os participantes do mercado, com especiais condições para o jornalismo¹⁵⁰.

¹⁴² ELENA GUGGENBERGER in SUSANNE KALSS *et al.*, *EU Market Abuse Regulation: A Commentary on Regulation (EU) No 594/2014*, 1ª edição, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2021, p. 1.

¹⁴³ *Ibid.*

¹⁴⁴ Artigo 1.º do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014.

¹⁴⁵ Considerando 4 do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014.

¹⁴⁶ *Ibid.* Em contraste com a diretiva, a qual permite uma relativa discricionariedade dos Estados-membros na implementação das normas, a aplicação imediata e direta do regulamento assegura um quadro legal europeu harmonizado.

¹⁴⁷ Considerando 4 do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014.

¹⁴⁸ LARS TEIGELACK, “Market Manipulation” in RÜDIGER VEIL, *European Capital Markets Law*, 2ª edição, Oxford, Hart Publishing, 2017, p. 227.

¹⁴⁹ Artigo 15.º do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014.

¹⁵⁰ ver artigo 21.º do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014.

O escopo material do MAR é extenso, sobretudo quando comparado com a anterior Diretiva de Abuso de Mercado de 2003¹⁵¹.

A principal área de aplicação do MAR é baseada em dois elementos: o instrumento financeiro e o local onde o último pode ser negociado (mercado regulamentado, MTF, OTF). A definição dos instrumentos financeiros e das plataformas de negociação de negociação é realizada na DMIF II.¹⁵²

Quanto aos instrumentos financeiros, estão incluídos todos estes que tenham sido admitidos à negociação em uma das plataformas de negociação, ou para os quais tenha sido efetuado um pedido de admissão à negociação¹⁵³.

O MAR aplica-se (i) aos instrumentos financeiros admitidos à negociação num mercado regulamentado ou cuja admissão num mercado regulamentado de um Estado-Membro tenha sido solicitada¹⁵⁴, (ii) aos instrumentos financeiros negociados num MTF (*Multilateral Trading Facilities*), admitidos à negociação num MTF ou para os quais tenha sido efetuado um pedido de admissão à negociação num MTF¹⁵⁵, (iii) aos instrumentos financeiros negociados em OTFs (*Organized Trading Facilities*)¹⁵⁶ e (iv) aos instrumentos financeiros transacionados em OTC (*Over-the-Counter*)¹⁵⁷ cujo preço ou valor dependa ou tenha efeitos

¹⁵¹ NIAMH MOLONEY, *EU Securities and financial markets regulation*, 3ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2016, p. 740.

¹⁵² Artigo 4.º n.º 1 parágrafos 15, 21, 22, 23 e 24 da DMIF II.

¹⁵³ NIAMH MOLONEY, *EU Securities and financial markets regulation*, 3ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2016, pp. 743 e 744.

¹⁵⁴ Artigo 2.º n.º 1 alínea a) do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014. Ver HARRY MCVEA *Supporting Market Integrity in* NIAMH MOLONEY, EILÍS FERRAN e JENNIFER PAYNE, *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2015, pp. 631 a 658.

¹⁵⁵ Artigo 2.º n.º 1 alínea b) do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014. Nos termos do artigo 4.º n.º 1 parágrafo 21 da DMIF II, um mercado regulamentado é «um sistema multilateral, operado e/ou gerido por um operador de mercado, que permite o encontro ou facilita o encontro de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros – dentro desse sistema e de acordo com as suas regras não discricionárias – por forma a que tal resulte num contrato relativo a instrumentos financeiros admitidos à negociação de acordo com as suas regras e/ou sistemas e que esteja autorizado e funcione de forma regular e nos termos do Título III da presente diretiva;»

¹⁵⁶ Artigo 2.º n.º 1 alínea c) do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014. Nos termos do artigo 4.º n.º 1 parágrafo 22, um MTF é um «sistema multilateral, operado por uma empresa de investimento ou um operador de mercado, que permite o confronto de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros – dentro desse sistema e de acordo com regras não discricionárias – por forma a que tal resulte num contrato nos termos do Título II da presente diretiva;»

¹⁵⁷ Artigo 2.º n.º 1 alínea d) do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014. Nos termos do artigo 4.º n.º 1 parágrafo 23, um OTF é um «sistema multilateral que não seja um mercado regulamentado nem um MTF dentro do qual múltiplos interesses de compra e venda de obrigações, produtos financeiros estruturados, licenças de emissão ou derivados manifestados por terceiros podem interagir de modo a que tal resulte num contrato nos termos do Título II da presente diretiva;»

no preço ou valor de um instrumento financeiro do respetivo mercado, como, por exemplo, *swaps* de risco de incumprimento ou contratos diferenciais¹⁵⁸.

Este alargado escopo de aplicação do MAR, cobre, deste modo, instrumentos financeiros que não são diretamente negociados numa plataforma de negociação (mercado regulamentado, MTF ou OTF), mas cujo valor ou preço dependa de um instrumento financeiro negociado ou autorizado em plataformas de negociação. Consequentemente, tentativas de contornar as normas através da utilização de instrumentos financeiros negociados fora de plataformas de negociação deverão ser prevenidos.¹⁵⁹ Tomando como exemplo os *swaps* de risco de incumprimento e os contratos de diferença referidos na alínea d) do n.º 1 do artigo 2.º, estes são instrumentos financeiros que não são negociados entre partes terceiras através de sistemas multilaterais¹⁶⁰, mas diretamente com o respetivo fornecedor de contratos, v.g., um banco. O MAR aplica-se a todos os instrumentos financeiros cujo preço possa ser derivado direta ou indiretamente de instrumentos das alíneas a) a c) do n.º 1 do artigo 2.º do MAR, independentemente de os primeiros terem ou não admissão a negociação¹⁶¹. Outros exemplos de instrumentos financeiros não negociados em plataformas de negociação são os contratos de opções em ações, contratos de derivados em instrumentos financeiros que são negociados fora das plataformas de negociação.

O MAR também se aplica a condutas ou transações, incluindo licitações, relativas à venda em leilão numa plataforma de leilões autorizada como mercado autorizado de licenças de emissão ou de outros produtos leiloados que neles se baseiem, incluindo os casos em que os produtos leiloados não sejam instrumentos financeiros, em conformidade com o Regulamento (UE) n.º 1031/2010¹⁶². De acordo com este Regulamento, os produtos leiloados são contratos de futuros, produtos a prazo (*forwards*) e produtos à vista de dois dias (*two day spot contracts*)¹⁶³.

¹⁵⁸ ELENA GUGGENBERGER in SUSANNE KALSS *et al.*, *EU Market Abuse Regulation: A Commentary on Regulation (EU) No 594/2014*, 1ª edição, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2021, p.6

¹⁵⁹ *Ibid.*

¹⁶⁰ Nos termos do artigo 4.º n.º 1 parágrafo 19 da DMIF II, um sistema multilateral é «qualquer sistema ou dispositivo no qual múltiplos interesses de negociação de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros podem interagir».

¹⁶¹ ELENA GUGGENBERGER in SUSANNE KALSS *et al.*, *EU Market Abuse Regulation: A Commentary on Regulation (EU) No 594/2014*, 1ª edição, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2021, p.6.

¹⁶² *Ibid.*

¹⁶³ Artigo 4.º do Regulamento (UE) n.º 1031/2010 da Comissão de 12 de novembro de 2010.

Em específico, as alíneas a), b) e c) do n.º 2 do artigo 2.º do MAR referem apenas a proibição da manipulação de mercado (artigos 12.º e 15.º do MAR) e cobrem apenas os contratos de mercadorias à vista (*spot commodity contracts*), contratos de derivados, outros instrumentos derivados e condutas relativas a índices de referência¹⁶⁴. Aqui pretendeu o legislador europeu incluir a possibilidade de possíveis efeitos remotos de comportamentos manipulatórios em plataformas de negociação e instrumentos financeiros sob o âmbito do n.º 1 do artigo 2.º do MAR. Os contratos de mercadorias à vista são apenas cobertos sob as condições de não constituírem produtos energéticos grossistas nos termos do Regulamento (UE) 1227/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho de 25 de outubro de 2011, e de se tratarem de contratos em que a operação, a ordem ou a conduta tem, ou é idónea ou se destina a ter, efeitos no preço ou valor de um instrumento financeiro referido no n.º 1 do artigo 2.º. Os contratos de derivados e outros instrumentos financeiros derivados, por outro lado, são também cobertos pela proibição de manipulação de mercado do MAR, se a operação, a ordem, a oferta ou a conduta tiverem, ou sejam idóneas para ter, efeitos no preço ou valor de um contrato de mercadorias à vista em que o preço ou valor depende do preço ou valor de instrumentos financeiros de acordo com a alínea b) do n.º 2 do artigo 2.º. Tal prende-se com o objetivo de assegurar que também comportamentos manipulatórios indiretos fora do âmbito de aplicação do n.º 1 do artigo 2.º possam ser penalizados.¹⁶⁵ Já a inclusão dos índices de referência (*benchmarks*), tal como definidos no parágrafo 29 do n.º 1 do artigo 3.º do MAR¹⁶⁶, deve-se ao potencial que as manipulações desses índices têm para causar danos duradouros nos mercados financeiros, perceção que foi sobretudo influenciada pelo escândalo LIBOR em 2011¹⁶⁷. Os índices de referência são usados na determinação de preços e valores de instrumentos financeiros, especialmente de derivados, através da utilização de procedimento pré-estabelecido no que toca à fórmula e à obtenção de dados¹⁶⁸.

¹⁶⁴ LARS TEIGELACK, “Market Manipulation” in RÜDIGER VEIL, *European Capital Markets Law*, 2ª edição, Oxford, Hart Publishing, 2017, p. 229.

¹⁶⁵ ELENA GUGGENBERGER in SUSANNE KALSS *et al.*, *EU Market Abuse Regulation: A Commentary on Regulation (EU) No 594/2014*, 1ª edição, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2021, p. 8

¹⁶⁶ Nos termos do artigo 3.º n.º 1 parágrafo 29 do MAR, índices de referência são «qualquer taxa, índice ou valor divulgado ou publicado que seja, periódica ou regularmente, determinado pela aplicação de uma fórmula ou com base no valor de um ou mais ativos ou preços subjacentes, incluindo preços, taxas de juro ou outros valores reais ou estimados, ou inquiridos por referência aos quais é determinado o montante a pagar ao abrigo de um instrumento financeiro ou o valor de um instrumento financeiro».

¹⁶⁷ ELENA GUGGENBERGER in SUSANNE KALSS *et al.*, *EU Market Abuse Regulation: A Commentary on Regulation (EU) No 594/2014*, 1ª edição, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2021, p. 8.

¹⁶⁸ *Ibid.*

O n.º 3 do artigo 2.º do MAR reflete a intenção de abranger a negociação de instrumentos financeiros ao máximo possível¹⁶⁹. O escopo de aplicação do MAR estende-se a todas as transações, ordens e comportamentos relacionados com qualquer instrumento financeiro referido nos n.º 2 e 3 do artigo 2.º do MAR, independentemente de a negociação ter lugar numa plataforma de negociação ou não¹⁷⁰.

O n.º 4 do artigo 2.º do MAR estabelece também a sua aplicação em relação a instrumentos referidos nos n.º 1 e 2 em relação não apenas a comportamentos e omissões na área da UE, mas também em países terceiros¹⁷¹. O MAR torna o âmbito de aplicação territorial mais geral, referindo-se única e uniformemente a todo o regime MAR e aos instrumentos dos n.º 1 e 2 do artigo 2.º nele abrangidos.¹⁷² A formulação geral utilizada destina-se a assegurar uma proteção abrangente dos mercados de capitais.¹⁷³ Neste sentido, salienta-se que todos os casos transfronteiriços a que se referem comportamentos e omissões relacionados com os instrumentos dos n.º 1 e 2 são automaticamente abrangidos pelo âmbito de aplicação do MAR¹⁷⁴. Por conseguinte, já não será necessário fazer referência a normas de abuso de mercado correspondentes num país terceiro.¹⁷⁵ Eventuais manipulações de mercado realizadas através das redes sociais podem envolver utilizadores localizados em qualquer parte do mundo, o que torna a aplicação do MAR possível, sendo tal suscetível no caso GME.

Com a extensão do seu âmbito material, o legislador europeu pretendeu evitar a arbitragem regulatória entre os locais de negociação e assegurar a proteção do investidor na União Europeia.¹⁷⁶ As atividades monetárias e de gestão da dívida pública e das atividades no âmbito da política para as alterações climáticas estão excluídas do âmbito da regulação.¹⁷⁷

O MAR utiliza ao longo de todo o regulamento uma cláusula *catch-all*, destinada a captar todas as transações, ordens de negociação ou outras condutas suscetíveis de manipular o

¹⁶⁹ Considerando 8 do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014.

¹⁷⁰ ELENA GUGGENBERGER in SUSANNE KALSS *et al.*, *EU Market Abuse Regulation: A Commentary on Regulation (EU) No 594/2014*, 1ª edição, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2021, p. 8.

¹⁷¹ LARS TEIGELACK, “Market Manipulation” in RÜDIGER VEIL, *European Capital Markets Law*, 2ª edição, Oxford, Hart Publishing, 2017, p. 228.

¹⁷² ELENA GUGGENBERGER in SUSANNE KALSS *et al.*, *EU Market Abuse Regulation: A Commentary on Regulation (EU) No 594/2014*, 1ª edição, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2021, p. 8.

¹⁷³ ELENA GUGGENBERGER in SUSANNE KALSS *et al.*, *EU Market Abuse Regulation: A Commentary on Regulation (EU) No 594/2014*, 1ª edição, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2021, p. 9.

¹⁷⁴ *Ibid.*

¹⁷⁵ *Ibid.*

¹⁷⁶ Considerando 8 do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014.

¹⁷⁷ Artigo 6.º do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014.

mercado, de modo a evitar que possam ocorrer práticas manipuladoras que fiquem fora do seu âmbito¹⁷⁸.

2. O regime europeu da manipulação de mercado

O legislador europeu condensou o conceito de manipulação de mercado no artigo 12.º do MAR.

O MAR estabelece no n.º 1 do artigo 12.º: manipulações à base da negociação, as quais se baseiam na possibilidade de dar sinais falsos ou enganadores em relação à oferta, procura ou preço dos instrumentos financeiros através de ordens de transação¹⁷⁹; manipulações à base da negociação e da informação, se as transações ou ordens de negociação utilizarem engenhos fictícios ou outra forma de engano ou artifício¹⁸⁰; manipulações à base da informação, as quais requerem a disseminação de informações falsas ou enganadoras¹⁸¹; e as manipulações de índices (um subtipo de manipulação à base de informação) que ocorrem quando alguém emite uma informação falsa ou enganosa ou um *input* a um índice e sabe ou devia saber que a informação ou *input* eram falsos¹⁸².

No Anexo I do MAR¹⁸³, o legislador europeu especifica o significado de manipulações à base de transações e de manipulações através de engenhos fictícios ou qualquer outra forma de engano ou artifício, listando de forma não exaustiva indicadores que devem ser tidos em conta para a investigação de comportamentos que possivelmente se enquadrem à luz do MAR como manipulação de mercado.

O MAR elenca ainda, no n.º 2 do artigo 12.º, outras condutas consideradas como manipulação de mercado, que são concretizações dos tipos estabelecidos no n.º 1¹⁸⁴. Este elenco é, também, não exaustivo, ou seja, mesmo que nenhuma destas descrições se aplique, uma conduta pode ser considerada como manipuladora de mercado se for enquadrável em alguma das alíneas do

¹⁷⁸ NIAMH MOLONEY, *EU Securities and financial markets regulation*, 3ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2016, p. 717.

¹⁷⁹ Artigo 12.º n.º 1 alínea a) do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014.

¹⁸⁰ Constitui uma espécie de cláusula de escape, destinada a englobar outros tipos de manipulação de mercado que não os estabelecidos. Artigo 12.º n.º 1 alínea c) do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014.

¹⁸¹ Artigo 12.º n.º 1 alínea b) do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014.

¹⁸² Artigo 12.º n.º 1 alínea d) do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014.

¹⁸³ Anexo I do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014.

¹⁸⁴ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, pp. 585 e 586.

n.º 1 do artigo 12.º¹⁸⁵. Se, pelo contrário, uma destas condutas se aplicar, então há definitivamente manipulação de mercado¹⁸⁶. Estes exemplos, tratando-se de concretizações dos infrações-base do art. 12.º n.º 1 do MAR, não têm independência deste, pelo que a sua interpretação se realiza em ligação este¹⁸⁷. O Anexo I do MAR acrescenta, por via do número 3 do artigo 12.º, indicadores não exaustivos que complementam a interpretação das alíneas a) e b) do número 1 do artigo 12.º¹⁸⁸.

No artigo 13.º encontram-se estabelecidas as práticas aceites de mercado (*Accepted Market Practices*), i. e., práticas que poderiam cair no âmbito do artigo 12.º, mas que são excecionalmente aceites por motivos de necessidade, desde que realizadas de acordo com as condições estipuladas¹⁸⁹.

À luz do artigo 15.º do MAR proíbe-se a manipulação de mercado e a sua tentativa, pelo que, por exemplo, uma conduta de manipulação de mercado iniciada, mas, por algum motivo, mal-sucedida ou não terminada, é também punível.¹⁹⁰ Não é claro qual o momento a partir do qual uma tentativa de manipulação de mercado se inicia¹⁹¹, mas o considerando 41 do MAR enumera como exemplo de tentativa a situação na qual uma ordem de negociação colocada não é executada devido a razões técnicas.¹⁹²

¹⁸⁵ Ibid.

¹⁸⁶ LARS TEIGELACK, “Market Manipulation” in RÜDIGER VEIL, *European Capital Markets Law*, 2ª edição, Oxford, Hart Publishing, 2017, p. 231.

¹⁸⁷ Ibid.

¹⁸⁸ NIAMH MOLONEY, *EU Securities and financial markets regulation*, 3ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2016, p. 742.

¹⁸⁹ NIAMH MOLONEY, *EU Securities and financial markets regulation*, 3ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2016, p. 750.

¹⁹⁰ LARS TEIGELACK, “Market Manipulation” in RÜDIGER VEIL, *European Capital Markets Law*, 2ª edição, Oxford, Hart Publishing, 2017, p. 231.

¹⁹¹ MARC VENTORUZZO e SEBASTIAN MOCK, *Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2017, p. 333.

¹⁹² Considerando 41 do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014.

Capítulo IV - A negociação coordenada dos investidores de retalho através das redes sociais

A análise deste capítulo incide na efetiva negociação coordenada prosseguida pelos investidores de retalho enquanto coletivo organizado através das redes sociais. Procuraremos analisar o caso GME e das “ações *meme*” à luz da alínea a) do n.º 1 e da alínea a) do n.º 2 do artigo 12.º do MAR, tentando ainda avançar com conclusões acerca da NCIRRS.

Os investidores de retalho não têm, individualmente, o poder para influenciarem consideravelmente os preços nos mercados financeiros. No entanto, atualmente, a facilidade de negociação nos mercados financeiros a baixos custos combinada com a interação nas redes sociais, possibilita a coordenação de números imprevisíveis de pequenos investidores de retalho que, facilmente, podem atingir ordens de centenas de milhares, ou até milhões, de investidores. Tal possibilita que pequenos investidores de retalho em negociação coordenada possam ter no mercado o peso de um grande investidor institucional¹⁹³, realizando cada investidor de retalho atos negociais de acordo com a estratégia coletiva. Tal pode colidir com os objetivos expressos no art. 1.º do MAR de «assegurar a integridade dos mercados financeiros na União e promover a confiança dos investidores nesses mercados»¹⁹⁴.

1. Art. 12.º n.º 1 alínea a) do MAR

O art. 12.º n.º 1 alínea a) do MAR estabelece que constituem atividades de manipulação de mercado a realização de operações, colocação de ordens ou qualquer outra conduta, que sejam idóneas¹⁹⁵ a dar indicações falsas ou enganosas relativamente à oferta, procura ou preço de um instrumento financeiro(alínea a) i); ou que sejam idóneas a fixar os preços dos últimos em valores anormais ou artificiais (alínea a) ii). Preenchendo-se tais requisitos, uma conduta só não será manipulatória se preencher os requisitos estabelecidos no art. 13.º do MAR para ser considerada como prática de mercado aceite.

O artigo 12.º n.º 1 alínea a) do MAR é, por aplicação do art. 12.º n.º 3 do MAR, complementado pelos indicadores do Anexo I Secção A, os quais, por sua vez, concretizando o art. 12.º n.º 5 do MAR, são complementados pela Comissão no Anexo II Secção 1 do

¹⁹³ FRANKLIN ALLEN *et al.*, “Squeezing Shorts Through Social Media Platforms”, *Swiss Finance Institute Paper n.º 21-31*, 2021, p. 35, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3823151>

¹⁹⁴ Artigo 1.º do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014.

¹⁹⁵ Termos da versão portuguesa do MAR. Ver nota de rodapé 200.

Regulamento Delegado 2016/522, por via do art. 4º n.º 1 do mesmo regulamento delegado, onde são fornecidos exemplos de práticas e indicadores adicionais.

1.1. Operações, a colocação de uma ordem ou outras condutas

As infrações estabelecidas na referida alínea abrangem operações, a colocação de ordens ou outras condutas. Consideram-se como “operações” quaisquer atos negociais de transação independentemente de qualquer mudança de propriedade do instrumento, englobando assim não apenas as compras e vendas de instrumentos financeiros, mas também as promessas¹⁹⁶. Além do mais, da interpretação da alínea c) da secção A do anexo I do MAR retira-se que também são abrangidos pela norma os negócios fictícios, e não apenas negócios válidos com efeitos económicos¹⁹⁷.

A colocação de uma ordem corresponde ao termo de ordem no sentido negocial, não sendo relevante se se trata de uma ordem de compra ou de venda. Apenas releva a colocação da ordem, pelo que ordens de negociação que não sejam preenchidas, ou sejam submetidas sem intenção, são também abrangidas pelo artigo¹⁹⁸.

Já com a expressão “outras condutas”, o legislador procura alargar ao máximo o escopo de condutas que podem ser abrangidas pela alínea a), incluindo até as formas próprias da manipulação através de informação¹⁹⁹.

No caso GME e das “ações *meme*”, verificamos que, em resultado da discussão e instruções nas redes sociais, os investidores de retalho consumaram esta estratégia através da negociação individual coordenada de instrumentos financeiros de acordo com a estratégia coletiva definida nas redes sociais.

Deste modo, a nosso ver, podem ser inseridos no âmbito da referida alínea não só os comportamentos negociais (a concreta negociação), mas também as publicações nas redes sociais parte da articulação dos investidores de retalho para a negociação coordenada (nas quais incidirá o foco do capítulo seguinte).

¹⁹⁶ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 524.

¹⁹⁷ «A realização de operações sem alterações nos beneficiários económicos de um instrumento financeiro, contrato de mercadorias à vista com ele relacionado ou produto leiloado com base nas licenças de emissão;», Anexo I Secção A do Regulamento (EU) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho.

¹⁹⁸ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 525.

¹⁹⁹ Ibid.

1.2. Adequação para dar indicações falsas ou enganosas

Nos termos do art. 12.º n.º 1 alínea a) i) do MAR, verifica-se uma manipulação de mercado se uma conduta negocial é, provavelmente²⁰⁰, adequada para dar indicações falsas ou enganosas, relativamente à oferta, procura ou preço de um instrumento financeiro.

No sentido da referida alínea, estamos perante «indicações» quando de uma determinada conduta negocial um investidor razoável pode, no âmbito da sua tomada de decisão de investimento, pelo menos provavelmente, tomar em consideração qualquer informação acerca da oferta, procura ou preço de um instrumento financeiro.²⁰¹

É relevante destacar que a conduta negocial não se resume à venda ou compra de instrumentos financeiros, pelo que a manutenção de um instrumento financeiro é também suscetível de ser interpretada pelos investidores, produzindo efeitos²⁰². Quanto ao grau da referida probabilidade, o mesmo não foi especificado pelo legislador europeu²⁰³.

A adequação de um determinado comportamento negocial para a produção de efeitos dos quais investidores razoáveis possam retirar indicações não pode ser generalizada, i.e., um comportamento negocial pode ser adequado a produzir efeitos num tipo de mercado, mas não o ser num outro mercado diferente²⁰⁴. Concretizando: uma ordem de compra ou venda de um determinado instrumento financeiro produzirá maiores efeitos de informação num mercado de

²⁰⁰ Na versão portuguesa do MAR, é utilizada a expressão «dê ou seja idónea para dar», sendo imposta uma condição mínima de idoneidade pelo legislador. Já na versão alemã o legislador refere-se concretamente à probabilidade («*gibt oder bei der dies wahrscheinlich ist*», que significa “dá ou provavelmente dá”), o que implica um maior grau de probabilidade, quando comparado com a versão portuguesa do regulamento. É importante perceber exatamente qual a exigência de probabilidade. Ora, para a interpretação do Direito da União Europeia e, como tal, também do MAR há uma igualdade entre todas as versões nas diferentes línguas, mas, como é evidente, não se irá na prática comparar todas as versões linguísticas do regulamento. No entanto, tendo a versão original do MAR sido realizada e discutida em língua inglesa, afigura-se, em caso de dúvida de interpretação, mais relevante olhar a esta versão. Nesta, a expressão utilizada é «*gives, or is likely to give*» o que indica um maior grau de probabilidade, indo assim no sentido da expressão de probabilidade utilizada na versão alemã. É também este o sentido que aqui seguimos. KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, pp. 477, 478 e 523. RÜDIGER VEIL, “Europäisches Insiderrecht 2.0 – Konzeption und Grundsatzfragen der Reform durch MAR und CRIM-MAD“, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 2014, p.88.

²⁰¹ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 526.

²⁰² Por exemplo, se uma empresa divulga resultados financeiros abaixo do previsto é de esperar que um investidor razoável atualize a sua avaliação da empresa, vendendo as ações, contribuindo para um ajustamento do preço. Se perante tal cenário, o investidor razoável não vende, tal irá dar indicação ao mercado de que, apesar dos resultados financeiros abaixo do esperado, a empresa poderá ter ainda valor.

²⁰³ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 527.

²⁰⁴ MILAN BAYRAM, *Manipulative Handelspraktiken gemäß Art. 12. MAR*, 1ª edição, Berlin, Duncker & Humblot, 2020, p. 57.

menor liquidez do que num mercado de maior liquidez. Assim, v.g., uma ordem negocial de compra ou venda de 100 ações no mercado regulamentado português (bolsa de Lisboa) pode constituir uma indicação, produzindo efeitos informacionais para um investidor razoável. Pelo contrário, uma ordem negocial de compra ou venda de 100 ações de uma empresa constituinte do índice *S&P 500* não constituirá uma indicação, visto que não produz qualquer tipo de informação a ser considerada pelo investidor razoável. Por conseguinte, é necessária uma análise do caso concreto para a determinar se uma determinada conduta negocial pode constituir uma indicação para um investidor razoável²⁰⁵.

A interpretação segundo a perspectiva de investidor razoável é o critério de interpretação de referência do Direito dos Valores Mobiliários Europeu. Um investidor razoável é um investidor adequadamente informado, atento, com espírito crítico e familiarizado com as dinâmicas e acontecimentos dos mercados financeiros²⁰⁶. Este tem também em consideração as reações irracionais de outros investidores na medida em que estas constituam irracionalidades previsíveis²⁰⁷. Segundo o considerando 14 do MAR, o investidor razoável baseia-se, para a tomada de decisões de investimento, nas informações colocadas *ex ante* à sua disposição²⁰⁸.

No caso GME e das “ações *meme*”, a negociação coordenada através das redes sociais por investidores de retalho constitui a conduta. Esta conduta, na medida em que introduziu grandes alterações nos preços de ações de empresas²⁰⁹, produziu efeitos sob a forma de informação que um investidor razoável, provavelmente, interpretaria. Consequentemente, a conduta de negociação coordenada nas redes sociais por investidores de retalho é suscetível de dar indicações aos restantes investidores, visto que produz efeitos sob a forma de informação que, pelo menos provavelmente, será interpretada por um investidor razoável.

²⁰⁵ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 527.

²⁰⁶ Ibid.

²⁰⁷ Ibid.

²⁰⁸ «Os investidores razoáveis baseiam as suas decisões de investimento nas informações colocadas à sua disposição, isto é, informações disponíveis *ex ante*. Por conseguinte, a questão de saber se um investidor razoável, ao tomar a sua decisão de investimento é suscetível de ter em conta uma dada informação, deverá ser apreciada com base na informação disponível *ex ante*. Esta avaliação deve ter em conta o impacto previsível das informações, à luz do conjunto das atividades do emitente com elas relacionadas, a fiabilidade da fonte de informação e quaisquer outras variáveis do mercado que, nas circunstâncias em causa, possam afetar os instrumentos financeiros, os contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou os produtos leiloados com base nas licenças de emissão.» Considerando 14 do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho.

²⁰⁹ No caso GME e das ações *meme*, estamos perante ações listadas em mercados regulamentados norteamericanos de grande liquidez, onde seria mais difícil, devido à quantidade de capital necessário, obter uma produção de efeitos suscetíveis de serem interpretados por um investidor razoável.

Para a aplicação do art. 12.º n.º 1 alínea a) i) do MAR, não chega que uma conduta negocial possa ser considerada como apta a dar uma indicação. O legislador europeu especifica que a indicação deve ser falsa ou enganosa.

Segundo SCHMOLKE, uma indicação é falsa se contrariar a verdadeira situação de mercado do respetivo instrumento financeiro a que se refere; e enganosa se for suscetível de criar, em relação ao respetivo instrumento financeiro a que se refere, perceções erradas²¹⁰ a um investidor razoável²¹¹.

Acrescenta-se que a avaliação do carácter de uma indicação é uma tarefa complexa, pelo que deve ter por base uma análise *ex post* objetiva de um especialista²¹².

Tendo já analisado a conduta de NCIRRS enquanto conduta suscetível de dar indicações aos restantes investidores, segue-se a análise do carácter das mesmas indicações. A negociação coordenada nas redes sociais contribuiu nos casos GME e das “ações *meme*” para elevar os cursos das ações da GME e de outras empresas²¹³ para níveis considerados por especialistas como sendo sobrevalorizados, uma vez que os preços não correspondiam ao valor fundamental das ações das respetivas empresas. Para além disso, podem induzir os restantes investidores em erro em relação ao preço e procura dos instrumentos financeiros na medida em que representam algo que não corresponde à verdade. Por conseguinte, a nosso ver, a negociação coordenada nas redes sociais por investidores de retalho pode, conforme o caso concreto, provavelmente dar indicações falsas ou enganosas no que respeita à oferta, procura e preço de instrumentos financeiros.

No entanto, se as transações se concentrarem num determinado momento ou período de tempo, tal envia sinais completamente diferentes ao mercado, quando comparado com a colocação de transações não coordenadas espalhadas por um horizonte temporal mais largo, inclusivamente em termos de volume²¹⁴.

²¹⁰ As indicações falsas na medida em que retratam uma situação que não se verifica, criam também perceções erradas a um investidor razoável. Neste sentido, o conceito de indicação enganosa inclui, já em si, o conceito de indicação falsa. KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 528.

²¹¹ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 528.

²¹² KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 529.

²¹³ Ver *supra*, Capítulo I.

²¹⁴ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 529.

Como verificado no caso GME e das “ações *meme*” (e como se assume numa NCIRRS que atinja efeitos relevantes) a negociação coordenada verifica-se num espaço temporal relativamente concentrado, sendo provável que provoquem oscilações suficientemente relevantes dos preços para que sejam consideradas por um investidor razoável enquanto potencialmente transmissoras de uma indicação em relação ao instrumento financeiro. Mas deverá sempre analisar-se o caso concreto, pois se não forem provocadas oscilações suficientemente consideráveis do preço, então estas não serão tidas em conta por um investidor razoável²¹⁵.

Assim, se numerosas ordens de negociação são colocadas no mercado por um grande número de pessoas de forma concertada num determinado momento, tal implica para o investidor razoável a existência de novas informações relevantes em termos de preço para o respetivo instrumento financeiro ou para o seu emitente, o que também o pode induzir a tomar uma decisão de investimento²¹⁶. Uma vez que, no âmbito da negociação coordenada, tais informações relativas ao preço de um instrumento ou ao seu emitente na realidade não existem, a negociação coordenada será adequada para enviar uma indicação enganosa²¹⁷.

1.3. (Provável) criação de um nível de preços anormal ou artificial

O art. 12.º n.º 1 alínea a) ii) do MAR estabelece, como requisito para inserção no escopo da manipulação de mercado, que uma conduta produza, ou provavelmente²¹⁸ produza, um nível de preços anormal ou artificial. Do enunciado podemos retirar que o legislador europeu não estabelece que os preços se devem tornar anormais ou artificiais, bastando que tal efeito seja de esperar²¹⁹.

²¹⁵ No caso GME, o aumento dos preços das ações atingiu valores percentuais superiores a 1000%, algo que nenhum investidor poderia ignorar. Ver *supra*, Capítulo I 1.2.

²¹⁶ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 529. FRANKLIN ALLEN e DOUGLAS GALE apresentaram um modelo segundo o qual os comportamentos negociais de determinados grandes investidores emitem sinais ao mercado, os quais são interpretados por certos investidores (investidores de informação) como negociação devido a novas informações, as quais podem nem sequer existir. A concentração temporal de uma multiplicidade de pequenas ordens pode criar um efeito semelhante. FRANKLIN ALLEN e DOUGLAS GALE, “Stock-Price Manipulation”, *Review of Financial Studies*, Vol. 5, n.º 3, 1992, p. 503 (pp. 503-529).

²¹⁷ ALEXANDER SAJNOVITS, “GameStop im Lichte der MAR – Meme-Trading, soziale Medien und Handelsbeschränkungen durch Broker“, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, vol. 50, n.º 5, 2021, p. 819 (pp. 804–845).

²¹⁸ Ver nota de rodapé 200.

²¹⁹ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 530.

Quanto à idoneidade para assegurar preços artificiais, basta uma influência no preço de curto espaço temporal. Tal foi definido pela jurisprudência do TJUE no caso *IMC Securities* ao estabelecer que os objetivos prosseguidos «ficariam comprometidos se comportamentos pudessem eximir-se à proibição de manipulação de mercado pelo simples facto de terem dado lugar a uma única transação e, conseqüentemente, a uma única cotação, sem que o preço do instrumento ou dos instrumentos financeiros em causa mantivesse um nível anormal ou artificial para lá de um certo período.»²²⁰. O TJUE justificou tal com o objetivo da proibição da manipulação de mercado, uma vez que a confiança na integridade dos mercados financeiros já pode ser afetada pela criação a curto prazo de um nível de preços artificial²²¹.

Importa seguidamente perceber, portanto, o que significa um preço artificial ou anormal, sendo que tal não é definido pelo legislador europeu. A IOSCO²²² define a artificialidade dos preços como «o desvio dos preços em relação às legítimas forças da oferta e da procura».²²³ No entanto, aqui também é deixada em aberto a questão acerca de quando um desvio do preço constituirá um legítimo comportamento de mercado, como parte da interação das forças de procura e oferta²²⁴.

A nosso ver, olhando aos objetivos da regulação dos mercados financeiros, um preço artificial será um preço que se afaste do valor fundamental de um instrumento financeiro, o que tem graves implicações para a eficiência, liquidez, volatilidade e estabilidade dos mercados financeiros.

Para responder a esta questão, são conhecidas as seguintes possibilidades: o teste da perspectiva histórica (*historical approach*), o teste do preço não usual (*unusual price test*) e a utilização de estudo de casos.

²²⁰ TJUE, 7.7.2011, Processo C-445/09 – (*IMC Securities*), ECLI:EU:C:2011:459, disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A62009CJ0445>

²²¹ *Ibid.*

²²² A *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) é o organismo internacional que reúne os reguladores de mercados de capitais do mundo e é reconhecido como o organismo que estabelece os padrões da regulação de valores mobiliários. A IOSCO desenvolve, implementa e promove a adesão a normas internacionalmente reconhecidas para a regulamentação de valores mobiliários. Ver https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco

²²³ IOSCO, *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, maio de 2000, p. 13. «Price artificiality is the divergence of price from the legitimate forces of supply and demand. In order to establish price artificiality, it is therefore necessary to accumulate evidence that prices did not follow legitimate economic forces.». Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf>

²²⁴ DANIEL FISCHER e DAVID ROSS, “Should Law Prohibit Manipulation?”, *Harvard Law Review*, Vol. 105, 1991, pp. 508 e 509 (pp. 503-553).

No teste da perspectiva histórica, o hipotético desenvolvimento dos cursos na ausência de comportamentos manipulativos é calculado recorrendo aos dados históricos e comparado com os efetivos preços de mercado²²⁵.

A perspectiva histórica apresenta a limitação de não poder ser aplicada em instrumentos financeiros que só recentemente (em relação à data da análise) iniciaram a sua negociação nos mercados financeiros, visto que não haverão dados históricos para a realização da análise, tal como se verifica, p. e., no caso de uma oferta inicial.²²⁶ Além disso, será difícil apurar a atual procura e oferta de um instrumento financeiro com base na procura e oferta passada, já que os dados históricos não incorporam informação sobre acontecimentos inéditos²²⁷ ou a procura de novos tipos de investidores e requisitos de origem diversa, os quais por sua vez refletem as expectativas sobre o futuro nível dos preços dos instrumentos financeiros²²⁸.

No teste do preço não usual procuram identificar-se desenvolvimentos de preços não comuns e inexplicáveis, os quais constituirão um indício da artificialidade dos preços²²⁹. Tal aplica-se, por exemplo, no caso da existência de discrepâncias não comuns entre os desenvolvimentos dos preços de ações e de instrumentos financeiros derivados com base nas primeiras²³⁰. Este teste pode padecer do facto de os preços com os quais são realizadas as comparações poderem, eles próprios, ser influenciados por atividade manipulativa²³¹. Por outro lado, não apenas a manipulação de mercado pode causar anomalias no desenvolvimento dos preços²³², podendo estas também ser causadas pelo impacto de declarações incorretas ou outras formas de desinformação²³³.

Assim, a perspectiva histórica e o teste dos preços não usuais não fornecem, diretamente, uma solução válida para a avaliação da probabilidade de produção de efeitos manipulativos sobre

²²⁵ EMILIOS AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2005, pp. 109 e 110.

²²⁶ EMILIOS AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2005, p. 110.

²²⁷ tal como o impacto das redes sociais na negociação nos mercados financeiros na atualidade.

²²⁸ WENDY PERDUE, 'Manipulation of Futures Markets: Redefining the Offense', *Fordham Law Review*, Vol. 56, n.º3, 1987, p. 377 e 378 (pp. 345-402).

²²⁹ EMILIOS AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2005, p. 111.

²³⁰ Ibid.

²³¹ Ibid.

²³² EMILIOS AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2005, p. 111.

²³³ RICHARD FRIEDMAN, "Stalking The Squeeze: Understanding Commodities Market Manipulation", *Michigan Law Review*, Vol. 89, 1990, p. 56 (pp. 30-68).

os preços²³⁴, bem como nos casos de manutenção de um preço artificial ou de uma tentativa de manipulação²³⁵.

Por último, surge a utilização de casos de estudo. Utilizando este método, primeiro identifica-se o evento causador da possível distorção no mercado e o período de tempo no qual a conduta influenciou ou continuou a influenciar o preço de mercado (janela de tempo). No seguimento deste processo, um modelo como o modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)²³⁶ é utilizado para identificar o normal comportamento dos instrumentos financeiros²³⁷.

Neste processo, especialistas determinam se o evento, enquanto nova informação, afeta o preço do valor mobiliário, examinando se, para o período em que evento se verifica, os preços verificados seriam diferentes dos preços que se obteriam num desenvolvimento de mercado sem a ocorrência do evento.²³⁸

Assim, um estudo de caso consiste numa comparação do nível de preços real com um hipotético desenvolvimento de preços sem manipulação - ou seja, um desenvolvimento de preços quando o comportamento potencialmente manipulador é desconsiderado²³⁹. Desta forma o nível do preço que se verificaria se a negociação coordenada não tivesse interferido só pode ser determinado com recurso aos resultados dos estudos do mercado de capitais²⁴⁰.

No âmbito da NCIRRS, o estudo de caso deve, a nosso ver, também ser complementado pela investigação realizada por empresas especializadas em acompanhar e analisar as publicações que ocorrem nas redes sociais²⁴¹. Assim, mediante as movimentações dos preços

²³⁴ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 531.

²³⁵ Ibid.

²³⁶ O modelo a aplicar pode variar de acordo com o instrumento financeiro em questão. Por exemplo, o CAPM terá aplicação em valores mobiliários, enquanto para a determinação de preços de opções se aplica o modelo de Black-Scholes. Ver ZVI BODIE, ALEX KANE e ALAN MARCUS, *Investments*, 11ª edição, New York, McGraw-Hill Education, 2018, pp.714 e ss.

²³⁷ EMILIOS AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2005, p. 493.

²³⁸ JONATHAN MACEY *et al.*, “Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson”, *Virginia Law Review*, Vol. 77, 1991, p. 1029 (pp. 1017-1049). EMILIOS AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2005, p. 493.

²³⁹ EMILIOS AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2005, p. 493.

²⁴⁰ PETER MÜLBERT, “Art. 12. VO Nr. 596/2014“, in: HEINZ-DIETER ASSMANN, UWE SCHNEIDER e PETER MÜLBERT, *Wertpapierhandelsrecht*, 7ª edição, Köln, Otto Schmidt, 2019, parágrafo 68.

²⁴¹ Tal é o caso da empresa *Stockpulse* que trabalha em conjunto com os departamentos de supervisão de negociação das entidades gestoras de mercados Nasdaq e Deutsche Börse. ANTONIA MANNWEILER, “Hashtag

(especialmente oscilações sem razão de ordem fundamental) pode ser analisada mais pormenorizadamente a atividade nas redes sociais, de modo a detetar movimentos de concertação para NCIRRS que possam ter influenciado os preços²⁴².

A vantagem deste método do estudo de caso é que permite a tomada em consideração de padrões de desenvolvimento do preço. Além disso, a utilização de métodos desenvolvidos pela teoria financeira e que emanam da ECMH, como o modelo CAPM, mostra-se em linha com a perspetiva de eficiência seguida pelo Direito²⁴³. Através do CAPM obtém-se indicadores acerca da eficiência de um mercado uma vez que, num mercado eficiente, a taxa de rendimento de instrumentos financeiros de igual risco não deve ser diferente²⁴⁴. No entanto cabe, por outro lado, ressaltar que podem ocorrer desvios devido a falhas no modelo²⁴⁵.

Por outro, lado é difícil a definição do concreto evento em análise, bem como do espaço temporal da sua atuação²⁴⁶. Este espaço temporal deve ser curto o suficiente para excluir a manifestação de outras informações, e largo o suficiente para incluir toda a informação relevante²⁴⁷, havendo, por isso, o risco de contágio da janela temporal por eventos não relacionados²⁴⁸.

A nosso ver, o facto de os estudos de caso utilizarem apenas os preços constituirá uma desvantagem. A realização do estudo de casos deve envolver também indicadores como a liquidez, os volumes de transação ou a volatilidade de mercado²⁴⁹, uma vez que estes são

#Marktmanipulation”, Frankfurter Allgemeine Zeitung, outubro de 2021, disponível em: <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktienmarkt-und-social-media-verdacht-auf-marktmanipulation-17570647.html> (consultado a 06/06/2022).

²⁴² Ver ANTONIA MANNWEILER, “Hashtag #Marktmanipulation”, Frankfurter Allgemeine Zeitung, disponível em: <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktienmarkt-und-social-media-verdacht-auf-marktmanipulation-17570647.html> (consultado a 06/06/2022).

²⁴³ Ver *supra*, Capítulo II 2.

²⁴⁴ MILAN BAYRAM, *Manipulative Handelspraktiken gemäß Art. 12. MAR*, 1ª edição, Berlin, Duncker & Humblot, 2020, p. 98.

²⁴⁵ MILAN BAYRAM, *Manipulative Handelspraktiken gemäß Art. 12. MAR*, 1ª edição, Berlin, Duncker & Humblot, 2020, p. 99.

²⁴⁶ EMILIOS AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2005, p. 493.

²⁴⁷ LAWRENCE CUNNINGHAM, “Capital Market Theory, Mandatory Disclosure and Price Discovery”, *Washington and Lee Law Review*, Vol. 51, n.º 3, 1994, pp. 850 e 851 (pp. 843-877).

²⁴⁸ EMILIOS AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2005, p. 493.

²⁴⁹ Ver *supra*, Capítulo II. Ver também MILAN BAYRAM, *Manipulative Handelspraktiken gemäß Art. 12. MAR*, 1ª edição, Berlin, Duncker & Humblot, 2020, pp. 98 a 111.

elementos nos quais assenta o bom funcionamento dos mercados financeiros, essenciais à integridade dos mercados²⁵⁰.

Nos casos GME e das “ações *meme*”, a criação de um nível de preços que se desvie do preço que se verificaria sem a intervenção dos investidores de retalho através das redes sociais dificilmente pode ser posta em causa, pelo menos na medida em que o comportamento dos investidores de retalho que comunicam nas redes sociais, exibindo uma certa concertação, e o consequente “encurrallamento” de vendedores a descoberto tem um efeito de preço tão significativo.²⁵¹ É nesse sentido que apontam os diversos estudos que aqui têm sido mencionados²⁵². Dos vários estudos²⁵³ de caso de especialistas se interpreta a influência da NCIRRS nos preços, desviando-os do respetivo valor fundamental e adulterando, assim, os mecanismos de formação de preço.

No caso GME podem ser abrangidos dois indicadores do Anexo II do Regulamento Delegado 2016/522. Os investidores de retalho através da aquisição de ações e derivados de opções das ações da GME negociaram dois instrumentos financeiros conexos. Como referido *supra*, as aquisições de contratos de opções e das ações base dos contratos derivados provocaram um aumento considerável do preço das ações da GME. Os investidores de retalho influenciaram, deste modo, indevidamente o preço de um instrumento financeiro conexo noutra plataforma de negociação, tal como na aceção da manipulação entre produtos do indicador da alínea d) do n.º 2 da Secção 1 do Anexo II do Regulamento Delegado 2016/522.

Por outro lado, da NCIRRS no caso GME resultou uma influência significativa que distorceu substancialmente os preços a que os fundos de investimento de alto retorno com posições a descoberto tinham de entregar as ações a fim de satisfazerem as obrigações resultantes das vendas a descoberto. Deste modo também o indicador da alínea b) do n.º 2 da Secção 1 do Anexo II do Regulamento Delegado 2016/522 pode, parcialmente, encontrar aplicação.

É ainda relevante considerar que a obtenção de efeitos nos preços é também mais fácil de ser obtida em mercado menos líquidos, visto que será menor a quantidade de capital necessária

²⁵⁰ Ver *supra*, Capítulo II.

²⁵¹ ALEXANDER SAJNOVITS, “GameStop im Lichte der MAR – Meme-Trading, soziale Medien und Handelsbeschränkungen durch Broker“, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, vol. 50, n.º 5, 2021, p. 820 (pp. 804–845).

²⁵² Ver JOSHUA MITTS *et al.*, “A Report by the Ad Hoc Academic Committee on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021”, 2022, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4030179>. FRANKLIN ALLEN *et al.*, “Squeezing Shorts Through Social Media Platforms”, *Swiss Finance Institute Research Paper No. 21-31*, 2021, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3823151>, p. 35. Ver também *supra*, Capítulo I.

²⁵³ *Ibid.*

para mover os preços. Tal atribui ainda mais relevo ao caso GME visto que através da NCIRRS foi atingida uma influência bastante elevada²⁵⁴ no mercado de capitais mais líquido do mundo, e, como tal, no mercado onde, à partida, mais difícil seria obter uma influência de tão grande ordem nos preços. Daqui se retira que uma prática de NCIRRS com muitos participantes pode, no mínimo, provavelmente, afastar o preço de um instrumento financeiro do seu valor fundamental. No entanto, sublinha-se esta avaliação é mais eficaz se for realizada *ex post*, no sentido de uma verificação da influência da estratégia coordenada nos preços.

1.4. O problema da intenção e dos motivos

Um importante ponto, que nos cumpre analisar dada a sua relevância, é o referente à ponderação da intenção e dos motivos no âmbito do art. 12.º n.º 1 alínea a) i) do MAR.

Claramente, o legislador europeu não pretendeu acrescentar requisitos subjetivos relativos às intenções e motivos ao delito de manipulação de mercado²⁵⁵. A este respeito, a ESMA afirmou já também que mesmo práticas realizadas sem intenção serão consideradas para a aplicação do artigo 12.º do MAR²⁵⁶.

É certo que nenhum investidor é obrigado a negociar de forma racional sob um ponto de vista económico-financeiro. No entanto, a posição adotada pelo Direito parte do princípio de que um investidor razoável investe com vista a obter lucros máximos para um certo nível de risco. É também o que se verifica (pelo menos maioritariamente) na realidade, caso contrário, os mercados financeiros perderiam a sua função de, por um lado, financiar empresas e atividades económicas e, por outro lado, de proporcionar rendimentos aos investidores.

Os casos GME e das “ações *meme*” demonstram, a este propósito, a negociação por motivos outros que não a maximização de lucros e a variabilidade das intenções e motivos por detrás de uma estratégia de NCIRRS. As redes sociais permitem a obtenção de um número tão elevado de participantes que será possível que se verifiquem consequências visíveis da negociação não racional, ao contrário do que aconteceria se apenas investidores de retalho negociassem individualmente e de forma economicamente não racional.

²⁵⁴ Ver *supra*, Capítulo I.

²⁵⁵ MILAN BAYRAM, *Manipulative Handelspraktiken gemäß Art. 12. MAR*, 1ª edição, Berlin, Duncker & Humblot, 2020, p. 60.

²⁵⁶ ESMA, *ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation*, ESMA/2015/224, 3 de fevereiro de 2015, p. 78. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/esma%E2%80%99s-technical-advice-possible-delegated-acts-concerning-market-abuse-regulation> (consultado em 05/05/2022).

No caso GME, o motivo principal que levou à negociação coordenada foi o objetivo de fazer frente aos grandes fundos de investimento de alto retorno. Por outro lado, em parte no caso GME e com maior predominância nas “ações *meme*”, manifestam-se os motivos diversos que expressam emoções e sentimentos. Há aqui um claro objetivo de influenciar os preços. É uma negociação expressiva para fins de expressão política, social, ou estética²⁵⁷. Os negociadores expressivos sabem que o movimento do preço das ações que geram não reflete os fundamentos das ações, e que podem incorrer em perdas quando a correção dos preços ocorrer²⁵⁸. No entanto, consideram que os seus atos expressivos valem o risco de quaisquer perdas associadas²⁵⁹.

Há outros problemas, tais como distinguir, dentro de uma estratégia, quem negocia com intenção de manipular o preço com vista à obtenção de lucro e quem o faz sem intenção de obter lucro. Dentro de uma estratégia de NCIRRS podem também haver vários motivos, sendo claro que o objetivo será único: influenciar os preços de certo instrumento financeiro.

1.5. A execução coletiva por parte dos investidores de retalho

No entanto, é problemático que o comportamento individual de cada investidor de retalho não tenha por si só a aptidão para enviar uma indicação enganadora ou para causar um nível artificial de preços²⁶⁰. Ou seja, a manipulação de mercado apenas se pode verificar se todos os participantes da NCIRRS efetivarem a negociação de acordo com a estratégia, uma vez que a negociação individual de cada investidor de retalho não tem aptidão para a manipulação de mercado. Apenas considerando o conjunto das transações desses investidores é que as transações podem, no mínimo de forma provável, dar indicações enganosas, ou produzir preços anormais ou artificiais.

A estratégia de colocação de ordens em sentido comum (incluindo a negociação de instrumentos financeiros diferentes, mas cujos preços estão interligados, como ações e contratos de opções, tal como no caso GME) pelos diversos investidores de retalho é uma condição fundamental para o alcançar do objetivo da NCIRRS. Por sua vez, o alcançar do

²⁵⁷ JOHN ANDERSON, JEREMY KIDD e GEORGE MOCSARY, “Social Media, Securities Markets, and the Phenomenon of Expressive Trading”, 25 Lewis & Clark L. Rev. 1223, 2022, p. 11, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3834801>,

²⁵⁸ JOHN ANDERSON, JEREMY KIDD e GEORGE MOCSARY, “Social Media, Securities Markets, and the Phenomenon of Expressive Trading”, 25 Lewis & Clark L. Rev. 1223, 2022, p. 12, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3834801>, .

²⁵⁹ Ibid.

²⁶⁰ RÜDIGER VEIL e LENA TEMPLER, “GameStop, Reddit und die Hedgefonds - Betrachtungen aus der Perspektive des europäischen Kapitalmarktrechts“, ZIP, 2021, p. 986.

objetivo da negociação coordenada implica a produção de efeitos que, atendendo ao grau de sucesso da mesma e do número de investidores envolvidos, podem variar entre a produção de uma indicação enganosa ou de produção de preços que se desviam do preço que seria formado pela livre interação entre procura e oferta.

No que diz respeito ao requisito de conexão entre os investidores de retalho, seguimos a posição de ALEXANDER SAJNOVITS, segundo a qual, de acordo com a lógica sistemática da lei aplicável, os requisitos de aptidão do conluio do art. 12.º n.º 1 alínea a) do MAR não devem ser mais baixos do que os estabelecidos no art. 12.º n.º 2 alínea a) do mesmo regulamento.²⁶¹ Como tal remetemos para a análise deste requisito realizada no ponto 2.2 do presente capítulo.

Até aqui, vimos que efetiva negociação dos investidores de retalho de acordo com a estratégia coletiva pode preencher quase todos os requisitos do art. 12.º n.º 1 a) i) e ii) do MAR, tendo concluído, através da consideração dos factos dos casos GME e das “ações *meme*”, que a efetiva negociação coletiva pode (i) emitir indicações falsas ou enganosas a um investidor razoável na medida em que um investidor razoável toma em consideração as indicações dos efeitos provocados pela negociação coordenada como emitindo novas informações que, na realidade, não existem e não correspondem à verdade; e (ii) influenciar os preços, contribuindo para que estes atinjam níveis anormais ou artificiais, na medida em que se afastam dos seus valores fundamentais e dos normais mecanismos de formação de preço. Como tal sobra apenas o difícil requisito da conexão, uma vez que a negociação de cada investidor de retalho participante individualmente não tem aptidão para, pelo menos de forma provável, influenciar os preços.

2. Art. 12.º n.º 2 alínea a) do MAR

Cabe agora a análise da aplicação da alínea a) do n.º 2 do art. 12.º do MAR, que, tal como previamente referido, em caso de verificação dos requisitos elencados dificilmente pode ser excluída. Na referida alínea é estabelecida a classificação do chamado *abusive squeeze*²⁶² como prática manipuladora de mercado onde, de forma concertada, uma pessoa ou pessoas asseguram uma posição dominante sobre um instrumento financeiro. O *abusive squeeze*

²⁶¹ ALEXANDER SAJNOVITS, “GameStop im Lichte der MAR – Meme-Trading, soziale Medien und Handelsbeschränkungen durch Broker“, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, vol. 50, n.º 5, 2021, p. 822 (pp. 804–845).

²⁶² O *abusive squeeze* é também estabelecido na alínea b) do parágrafo 2 da Secção I do Anexo II do Regulamento Delegado 2016/522 como indicador para o art. 12.º n.º 1 alínea a) do MAR por via do indicador A alínea a) do anexo I do Regulamento (UE) n.º 596/2014.

consiste em tirar vantagem da influência significativa sobre a procura, ou a oferta, de instrumentos financeiros para distorcer os preços²⁶³.

Por outro lado, um *abusive squeeze* no sentido da referida alínea pode também violar a proibição de abuso de posição dominante do Direito da Concorrência, estabelecida no art. 102º do TFUE, uma vez que sejam impostas condições de transação não equitativas ou se fixem preços de compra ou venda²⁶⁴. Assim, são as normas concorrenciais e dos mercados financeiros aplicáveis paralelamente²⁶⁵.

Visto que no caso GME se verificou o *short squeeze* de fundos de investimento de alto retorno²⁶⁶ é adequada a ponderação da aplicação desta alínea. Sublinha-se que os apertos abusivos levam ao aperto do mercado, reduzindo assim a liquidez e aumentando os custos de transação implícitos de todos os participantes no mercado²⁶⁷. Isto reduz a eficiência dos preços e torna o mercado mais volátil²⁶⁸, contribuindo para diminuir a confiança dos investidores no mercado. Relembra-se que tendo acontecido no caso GME, pode ser um episódio possível no âmbito da NCIRRS.

Nos termos do art. 12.º n.º 2 alínea a) do MAR, são consideradas como manipulação de mercado atividades realizadas com o fim de assegurar uma posição dominante no que respeita à oferta ou procura de um instrumento financeiro por uma ou várias pessoas agindo de forma concertada e se tiverem como consequência real, ou provável, a fixação direta ou indireta do preço de compra ou venda ou de outras condições de negociação não equitativas²⁶⁹.

²⁶³ LARS TEIGELACK, “Market Manipulation” in RÜDIGER VEIL, *European Capital Markets Law*, 2ª edição, Oxford, Hart Publishing, 2017, p. 237.

²⁶⁴ Art. 102º do TFUE: «É incompatível com o mercado interno e proibido, na medida em que tal seja suscetível de afetar o comércio entre os Estados-Membros, o facto de uma ou mais empresas explorarem de forma abusiva uma posição dominante no mercado interno ou numa parte substancial deste. Estas práticas abusivas podem, nomeadamente, consistir em: a) Impor, de forma direta ou indireta, preços de compra ou de venda ou outras condições de transação não equitativas; b) Limitar a produção, a distribuição ou o desenvolvimento técnico em prejuízo dos consumidores; c) Aplicar, relativamente a parceiros comerciais, condições desiguais no caso de prestações equivalentes colocando-os, por esse facto, em desvantagem na concorrência; d) Subordinar a celebração de contratos à aceitação, por parte dos outros contraentes, de prestações suplementares que, pela sua natureza ou de acordo com os usos comerciais, não têm ligação com o objeto desses contratos.»

²⁶⁵ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 591.

²⁶⁶ Ver *supra*, Capítulo I 1.

²⁶⁷ LARRY HARRIS, *Trading & Exchanges*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2002, p. 256

²⁶⁸ FRANKLIN ALLEN, LUBOMIR LITOV e JIANPING MEI, “Large Investors, Price Manipulation, and Limits to Arbitrage: An Anatomy of Market Corners”, *Review of Finance*, Vol. 10, n.º 4, 2006, p. 678 (pp. 645-693).

²⁶⁹ Artigo 12.º n.º 2 alínea a) do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014.

2.1. A posição dominante

O legislador europeu estabeleceu no artigo em questão o requisito de obtenção de uma posição dominante sobre a oferta ou procura de um instrumento financeiro, sem, no entanto, especificar quando se verifica tal obtenção de uma posição dominante.

Para uma determinação mais detalhada da existência de uma posição dominante, no que diz respeito à delimitação do mercado e ao grau de domínio, a opinião predominante é a favor de que sejam seguidos os critérios desenvolvidos nas normas do Direito da Concorrência²⁷⁰.

É de sublinhar, porém, que a casuística do Direito da Concorrência não pode ser diretamente adotada devido aos diferentes objetivos de proteção que prossegue quando comparada com as especificidades dos mercados financeiros²⁷¹.

Contudo, a utilização de componentes do Direito da Concorrência representa ganhos, pelo menos, no que diz respeito à delimitação de mercado e ao grau de controlo²⁷². Estes são úteis em substância para efeitos da proibição de manipulação do mercado pois a possibilidade de existência de uma posição dominante e, portanto, também de uma posição potencialmente influenciadora dos preços em relação a um objeto de referência, depende de condições prévias muito semelhantes tanto nos diferentes mercados de produtos como nos mercados financeiros²⁷³.

Para a determinação da posição dominante de acordo com o estabelecido à luz do Direito da Concorrência deve ser definido o mercado relevante²⁷⁴. Assim, o mercado relevante é definido de acordo com três parâmetros: o produto em questão, a dimensão geográfica e a dimensão temporal²⁷⁵. Para tal é necessário, no quadro da substituíbilidade do produto, questionar quais os produtos que, do lado da procura, são substituíveis²⁷⁶.

²⁷⁰ EMILIOS AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2005, p. 168.

²⁷¹ ALEXANDER SAJNOVITS, “GameStop im Lichte der MAR – Meme-Trading, soziale Medien und Handelsbeschränkungen durch Broker“, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, vol. 50, n.º 5, 2021, p. 813 (pp. 804–845).

²⁷² Ibid.

²⁷³ ALEXANDER SAJNOVITS, “GameStop im Lichte der MAR – Meme-Trading, soziale Medien und Handelsbeschränkungen durch Broker“, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, vol. 50, n.º 5, 2021, p. 813 (pp. 804–845).

²⁷⁴ MIGUEL MOURA E SILVA, *Direito da Concorrência*, 2ª edição, Lisboa, AAFDL Editora, 2018, pp. 883 e ss.

²⁷⁵ Ibid.

²⁷⁶ Ibid.

No caso GME, os detentores de posições curtas em ações da GME não tinham possibilidade de comprar instrumentos financeiros de outras empresas para fechar a sua posição. O mercado relevante irá, então, para o respetivo período temporal ser o mercado para a compra do concreto instrumento financeiro. Portanto, neste caso, o mercado relevante será o mercado de ações da GME. Aqui deve relevar-se a ligação dos contratos de opções sobre as ações com o mercado das respetivas ações uma vez que estes estão interligados, produzindo as variações num deles efeitos também no restante. Isto significa que os investidores podem indiretamente exercer uma influência no mercado dos respetivos valores mobiliários sem deterem os valores mobiliários, tal como se verifica no caso GME²⁷⁷. Neste caso, a nosso ver, deve-se, como tal, ter em consideração as posições nos instrumentos financeiros derivados com ligação ao instrumento financeiro principal em análise para a determinação da quota de mercado, para efeitos de avaliação da produção de efeitos passíveis de subsunção à alínea a) do n.º 2 do art. 12.º do MAR.

Para determinar se no mercado relevante em causa se verifica uma posição dominante será necessário olhar à quota de mercado, a qual, se especialmente alta, indicará uma posição dominante no respetivo mercado²⁷⁸. No entanto, uma quota de mercado mais baixa poderá chegar se do lado da procura não são encontradas alternativas na quantidade necessária de modo que os preços são controlados por quem detém a posição dominante no mercado²⁷⁹. No caso GME, como referido, dificilmente os investidores de retalho conseguiram uma posição dominante sob uma perspetiva da quota maioritária de mercado. Porém, a quota mais baixa que os mesmos obtiveram terá sido suficiente para influenciar consideravelmente os preços e provocar o *short squeeze* dos grandes fundos de investimento de alto retorno²⁸⁰. Para tal devemos, como referido, considerar as posições dos contratos de opções e outros instrumentos derivados que às ações estejam ligadas.

Por conseguinte, como demonstra o caso GME, tomando em consideração o grande poder de oferta e procura que os investidores de retalho podem obter, pelo menos de forma concertada, através da compra e venda de ações e de contratos derivados, como contratos de opções, é

²⁷⁷ Ver *supra*, Capítulo I.

²⁷⁸ Parágrafo 13 e ss. da Comunicação da Comissão, Orientação sobre as prioridades da Comissão na aplicação do artigo 82.º do Tratado CE a comportamentos de exclusão abusivos por parte de empresas em posição dominante. Ver MIGUEL MOURA E SILVA, *Direito da Concorrência*, 2ª edição, Lisboa, AAFDL Editora, 2018.

²⁷⁹ *Ibid.*

²⁸⁰ Ver *supra*, Capítulo I.

certamente possível que um grau de domínio suficiente para uma posição dominante num mercado relevante (instrumento subjacente) seja atingido²⁸¹.

Uma posição cética a este respeito, apresentam MAXIMILIAN MERWALD e PIRMIN SCHAUER. Estes defendem que devido à natureza *antitrust* da norma, faz sentido analisar através dos instrumentos de medida do poder de mercado estabelecidos no Direito da Concorrência Europeu, tal como a quota de mercado²⁸². Assim, no caso de empresas de capitalização elevada dificilmente investidores de retalho em concertação conseguirão obter uma quota de mercado suficientemente elevada para controlar toda a procura²⁸³. Ainda assim, os autores reconhecem que, no caso GME, os investidores de retalho através da sua negociação coordenada influenciaram os preços das ações da GME. No entanto, consideram-na uma influência que não resulta de um poder de mercado no sentido de uma posição dominante capaz de ditar os preços²⁸⁴.

No entanto, a nosso ver, é de sublinhar que o alcance das redes sociais é ainda imprevisível e que, como recentes estudos do caso GME demonstram, estes números podem ter impactos bastante significativos²⁸⁵. Além disso, um controlo de toda a procura e oferta por investidores de retalho, tal como MAXIMILIAN MERWALD e PIRMIN SCHAUER afirmam, é altamente improvável, mas não exclui a obtenção de uma quota que permita um grau de domínio suficiente para exercer influência na formação dos preços nos mercados financeiros, pois, tal como referido, o alcance das redes sociais é difícil de prever e o caso GME demonstra já o exercício de uma significativa influência nos preços através da NCIRRS. Por outro lado, será importante perceber qual o requisito mínimo para a obtenção de uma posição dominante, sendo que se for a capacidade de ditar unilateralmente preços, então os investidores de retalho em negociação coordenada através das redes sociais provavelmente não conseguirão obter uma quota de mercado que tal capacidade atribua. Para ilustrar esta ideia, tenha-se em

²⁸¹ RÜDIGER VEIL e LENA TEMPLER, “GameStop, Reddit und die Hedgefonds - Betrachtungen aus der Perspektive des europäischen Kapitalmarktrechts“, *ZIP*, 2021, p. 986.

²⁸² MAXIMILIAN MERWALD e PIRMIN SCHAUER, “Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop“, *BKR*, 2021, p.287 (p.280-292).

²⁸³ CHRISTIAN SCHRÖDER, *Handbuch Kapitalmarktstrafrecht*, 3ª edição, Heymanns Verlag GmbH, 2015, § 20 a WpHG parágrafo 504.

²⁸⁴ MAXIMILIAN MERWALD e PIRMIN SCHAUER, “Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop“, *BKR*, 2021, p.287 (p.280-292).

²⁸⁵ Ver JOSHUA MITTS *et al.*, “A Report by the Ad Hoc Academic Committee on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021”, 2022, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4030179>. FRANKLIN ALLEN *et al.*, “Squeezing Shorts Through Social Media Platforms”, *Swiss Finance Institute Paper n.º 21-31*, 2021, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3823151>, Ver também *supra*, Capítulo I.

consideração que nos mercados de capitais dos Estados Unidos da América, cerca de 80% do capital pertence a investidores institucionais²⁸⁶.

KLAUS SCHMOLKE afirma que decisiva para o estabelecimento do poder de mercado será a verificação da possibilidade da parte do manipulador de fixar os preços de forma unilateral²⁸⁷. Seguindo esta perspectiva, a nosso ver os investidores de retalho em coordenação através das redes sociais não obtiveram uma posição dominante visto que não tiveram a possibilidade de unilateralmente fixar preços. Aplicando à negociação coordenada de investidores de retalho através das redes sociais, muito dificilmente conseguirão estes obter os números e capital suficiente para obter uma posição de tal forma dominante que lhes permita ditar unilateralmente os preços.

No entanto, nós defendemos uma interpretação mais extensa da norma no sentido da consideração de uma quota de mercado capaz de produzir efeitos consideráveis no preço como compatível com a letra da norma, preenchendo o requisito da posição dominante. Mesmo não detendo uma posição dominante no sentido de uma capacidade de ditar unilateralmente preços, no caso GME observou-se uma quota de detenção de ações da GME e instrumentos derivados cujo valor base são as ações da GME que permitiu exercer influência nos preços com o objetivo de distorcer os preços e criar condições de negociação não equitativas para as partes com posições de venda a descoberto.

Quanto à duração da posição dominante, o legislador contenta-se com a obtenção desta, mesmo que apenas temporariamente, podendo tal posição ser obtida através de uma única pessoa ou de várias pessoas em conluio (a chamada *posição dominante coletiva*, prevista no art. 102º do TFUE)²⁸⁸. Sublinha-se que o legislador se basta com a obtenção de tal posição, pelo que não é necessária qualquer utilização da posição dominante ou uma intervenção intencional sobre o preço²⁸⁹.

A obtenção de uma posição dominante capaz de influenciar o preço deve ser previsível para a parte que a obtém, uma vez que também a livre interação das forças de procura e oferta pode conduzir a um aperto de mercado, sendo assim possível distinguir um aperto natural de um

²⁸⁶Pensions & Investments. Disponível em: <https://www.pionline.com/article/20170425/INTERACTIVE/170429926/80-of-equity-market-cap-held-by-institutions> (consultado em 29 de abril de 2022).

²⁸⁷ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 590.

²⁸⁸ Ibid.

²⁸⁹ Ibid.

*abusive squeeze*²⁹⁰. Apesar do critério da previsibilidade, visto que o legislador não acrescentou um requisito subjetivo, não é de considerar que seja necessária intenção de obtenção de posição dominante.

No caso GME, visto que os investidores de retalho coordenaram e aplicaram uma estratégia conjunta com vista a influenciar os preços, a obtenção de uma posição dominante é, para estes, no mínimo, previsível. O mesmo é aplicável à NCIRRS em geral.

2.2. Ação de forma concertada

O legislador europeu refere expressamente «pessoas agindo de forma concertada». No entanto, ainda não foi clarificada a forma como deve ser definida com mais pormenor essa atuação concertada, na aceção do artigo 12.º n.º 2 alínea a) do MAR²⁹¹.

Da NCIRRS e dos factos do caso GME e das “ações *meme*”, retira-se que os investidores de retalho discutem inicialmente nas redes sociais sobre instrumentos financeiros, avançando posteriormente para uma estratégia de negociação coordenada na crença de, em conjunto, conseguirem produzir alterações nos preços, e conquistando posteriormente novos investidores de retalho que vão aderindo à estratégia à medida que esta se desenrola.

Portanto, muitos investidores de retalho discutem através das publicações e mensagens nas redes sociais, às quais se seguem publicações com o intuito de coordenar a negociação no sentido de um objetivo comum. No entanto, provavelmente, a grande maioria dos investidores envolvidos não pronunciarão a sua aceitação através de uma publicação, mensagem ou partilha, comportando-se antes passivamente. Acrescenta-se que as identidades dos investidores nas redes sociais são em regra desconhecidas. Mesmo emitindo os utilizadores declarações expressas de aceitação e adesão à negociação coordenada, numa rede social com milhões de utilizadores, em regra, anónimos, tal dificilmente provocaria obrigações mútuas *de facto* de concretizar determinada negociação²⁹².

A este propósito, a falta de uma obrigação *de facto* mútua de concretização das transações da parte dos investidores de retalho envolvidos é um problema, pois, tal como apontam

²⁹⁰ MILAN BAYRAM, *Manipulative Handelspraktiken gemäß Art. 12. MAR*, Berlin, 1ª edição, Berlin, Duncker & Humblot, 2020, p. 150.

²⁹¹ RÜDIGER VEIL e LENA TEMPLER, *GameStop, Reddit und die Hedgefonds - Betrachtungen aus der Perspektive des europäischen Kapitalmarktrechts*, ZIP 2021, p. 986.

²⁹² ALEXANDER SAJNOVITS, “GameStop im Lichte der MAR – Meme-Trading, soziale Medien und Handelsbeschränkungen durch Broker“, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, vol. 50, n.º 5, 2021, p. 814 (p. 804–845).

MAXIMILIAN MERWALD e PIRMIN SCHAUER, dentro do coletivo de investidores de retalho organizados através das redes sociais, para cada investidor individual será imprevisível se e quando os restantes poderão abandonar a estratégia²⁹³. Como tal, devem os investidores envolvidos temer o oportunismo dos restantes, uma vez que a estratégia de negociação coordenada pode falhar caso alguns investidores efetuem transações em sentido contrário do acordado²⁹⁴.

Tomemos como exemplo um caso como o da GME, em que os investidores de retalho em negociação coordenada pretendam influenciar os preços de modo a expressar revolta e prejudicar um fundo de investimento de alto retorno. Na fase em que o curso das ações da empresa se encontrava num dos pontos mais elevados, bastaria que um número considerável (mas que não necessita de ser maioritário) dos investidores de retalho envolvidos na estratégia de negociação coordenada optassem por vender, de modo a obterem lucro, para que a estratégia perdesse efeito, pois as vendas iriam voltar a pressionar os preços num sentido descendente²⁹⁵.

Neste sentido, MAXIMILIAN MERWALD e PIRMIN SCHAUER chamam a atenção que para o poder de fixação de preços é necessária uma coesão interna mais forte, que, em caso de dúvida, supera também o eventual oportunismo pessoal que pode surgir entre os investidores de uma negociação coordenada²⁹⁶. A nosso ver, convém diferenciar entre coesão necessária para a fixação de preços e coesão necessária para a influência de preços. Embora reconhecendo que para a fixação de preços será necessária uma coesão interna mais forte, para a qual não deverão chegar meras declarações de apoio, sob diversas formas, da parte dos investidores de retalho nas redes sociais, o caso GME demonstra que não é necessária uma coesão interna mais forte para exercer uma influência considerável sobre os preços com efeitos contrários aos objetivos defendidos pelas normas europeias dos mercados financeiros. Neste sentido, não consideramos ser necessária uma tal coesão interna com imposição de obrigações mútuas entre os investidores de retalho para que estes consigam influenciar os preços.

²⁹³ MAXIMILIAN MERWALD e PIRMIN SCHAUER, “Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop“, *BKR*, 2021, p. 287 (pp. 280-292).

²⁹⁴ *Ibid.*

²⁹⁵ Neste exemplo, à semelhança do caso GME e das “ações *meme*”, a negociação coordenada pressiona os preços a subir. No entanto, podem também, por exemplo, surgir estratégias no sentido de uma influência dos preços em sentido descendente, onde os meios dos investidores de retalho sejam vendas curtas e derivados de opções. Os objetivos podem também ser diferentes.

²⁹⁶ MAXIMILIAN MERWALD e PIRMIN SCHAUER, “Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop“, *BKR*, 2021, p. 287 (pp. 280-292).

Poderia ser útil a consideração de uma declaração tácita de aceitação para a participação na negociação coordenada através das redes sociais, declaração essa cuja aceitação pelos investidores seria expressa através da realização das efetivas transações de acordo com a estratégia definida na rede social. Assim, deduzir-se-ia que o facto da concretização da negociação de acordo com a estratégia propagada na rede social revela com grande probabilidade aquela declaração.

Esta solução não está, porém, livre de grandes problemas. O maior problema prende-se com a investigação desta adesão tácita à negociação coordenada, uma vez que é questionável se a negociação no sentido da estratégia bastará para uma inclusão automática na mesma. Um investidor sem ligação à estratégia pode também decidir negociar de forma idêntica sem a partilha do mesmo objetivo. Já numa NCIRRS com diversas instruções e fases de negociação coordenada, confirmando-se que um investidor negocia de acordo com todas estas fases, a probabilidade de esse investidor ser participante seria bastante elevado. Acresce que os custos de implementação de tal investigação seriam também bastante avultados.

Por outro lado, a investigação é muito difícil atendendo ao número de participantes numa negociação coordenada através das redes sociais, que pode atingir números nas ordens de centenas de milhares ou milhões de pessoas espalhadas por todo o globo, sujeitas a diferentes ordenamentos jurídicos.

A ausência de uma ligação vinculativa entre os participantes não exclui a possibilidade do exercício de influência significativa no preço através da negociação coordenada de grandes números de investidores de retalho. Além disso, redes sociais como o fórum WSB da rede *Reddit*, permitem que estes investidores atinjam, como referido, um grande número, tendo em conjunto efeitos comparáveis aos de um grande investidor institucional em termos de impacto da sua negociação. Estudos de reputadas instituições e académicos apontam no referido sentido²⁹⁷.

Mesmo tendo em conta o *telos* das normas dos mercados financeiros, e que a NCIRRS pode ter, tal como demonstrado no caso GME, consequências que prejudicam o bom funcionamento dos mercados financeiros e que ferem os objetivos defendidos pelo Direito dos

²⁹⁷ Ver JOSHUA MITTS *et al.*, “A Report by the Ad Hoc Academic Committee on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021”, 2022, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4030179>. FRANKLIN ALLEN *et al.*, “Squeezing Shorts Through Social Media Platforms”, *Swiss Finance Institute Paper n.º 21-31*, 2021, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3823151>. Ver também *supra*, Capítulo I.

Valores Mobiliários Europeu²⁹⁸, o número de investidores de retalho que participam na NCIRRS pode, devido às razões referidas *supra*, constituir um obstáculo muito difícil de superar. Deste modo, a nosso ver, tanto a aplicação da alínea a) do número 1 do artigo 12.º como a alínea a) do número 2 do mesmo artigo caem devido à falha do requisito em questão.

2.3. Fixação de preços ou de condições de negociação não equitativas

Por último, o assegurar da posição dominante deve, pelo menos provavelmente, direta ou indiretamente fixar preços de instrumentos financeiros ou criar outras condições de negociação não equitativas. Relativamente à fixação de preços deve ser sublinhado que tal exige um grande poder de mercado que, regra geral, estará apenas ao alcance de grandes empresas²⁹⁹.

No entanto, e em alternativa, é suficiente que através do assegurar da posição dominante se produzam, ou se possam provavelmente produzir, outras condições de negociação não equitativas. Tal abrange, em última análise, todas as deficiências das condições de mercado relacionadas com o poder de mercado para além do controlo dos preços³⁰⁰.

No caso GME, a NCIRRS com ações e instrumentos financeiros derivados influenciou os preços de modo considerável, desviando-os dos valores fundamentais e conduzindo ao *short squeeze* de fundos de investimento de alto retorno que detinham posições curtas, causando elevada volatilidade e prejudicando a liquidez e a confiança nos mercados.

Os investidores de retalho “apostaram” na GME através da aquisição de ações e de contratos de opções. Estas causaram, como explicado *supra*³⁰¹, *short squeeze* e *gamma squeeze*. À medida que, em consequência destes, o preço das ações da GME subiu, os detentores de posições a descoberto foram obrigados a fechar as suas posições a fim de reduzirem os seus prejuízos. No entanto, não só os grandes fundos de capitais sofreram grandes perdas,

²⁹⁸ Ver *supra*, Capítulo II 2.

²⁹⁹ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 591.

³⁰⁰ Ibid.

³⁰¹ Ver *supra*, Capítulo I 1.

resultando a elevada volatilidade³⁰² também em relatos de avultados prejuízos do lado dos pequenos investidores de retalho.³⁰³

Como tal, a criação de condições de negociação no mínimo não equitativas foi atingida, pelo que este requisito se verifica. Aplicando à NCIRRS, para a verificação deste requisito terão de produzir-se condições não equitativas ou fixar-se os preços de instrumentos financeiros. Deve também relevar-se que uma verificação da probabilidade antes da produção de quaisquer efeitos é bastante difícil, tendo em conta a imprevisibilidade dos números e correspondentes consequências de uma NCIRRS.

Assim, concluímos que a NCIRRS preenche todos os requisitos de aplicação do art. 12.º n.º 2 alínea a) do MAR, com exceção do requisito da conexão das pessoas envolvidas. A NCIRRS do caso GME obteve, a nosso ver, uma posição dominante, uma vez que através da negociação de ações da GME e de instrumentos derivados, cujo ativo base são as ações da GME, influenciou, intencionalmente, significativamente os preços, distorcendo-os (afastando-os dos seus valores fundamentais) e, gerando, deste modo, condições não equitativas que levaram ao *short squeeze* de partes com posições de venda a descoberto.

Por outro lado, a aplicação da alínea d) do n.º 2 esbarra, à semelhança da alínea a) do n.º 1 do mesmo artigo, nas dificuldades de aplicação do requisito da ação concertada, atendendo ao número de participantes envolvidos que podem estar espalhados por diferentes países e diferentes ordenamentos jurídicos, comportando a investigação da participação custos enormíssimos e não sendo clara a existência de um método eficaz a utilizar para determinar quais os investidores de retalho participantes.

³⁰² Entre janeiro e fevereiro deu-se uma acentuada queda dos preços - a *GameStop* apresentava um curso de 40 dólares americanos em meados de fevereiro de 2021.

³⁰³ RACHEL ENSIGN, “GameStop Investors Who Bet Big—and Lost Big”, Wall Street Journal, disponível em: <https://www.wsj.com/articles/gamestop-investors-who-bet-big-and-lost-big-11613385002> (consultado em 21 de junho de 2021).

Capítulo V – As publicações da negociação coordenada nas redes sociais

Neste capítulo, a nossa análise foca-se no possível enquadramento das publicações nas redes sociais que possibilitam e estimulam a negociação coordenada nas redes sociais nas normas de manipulação de mercado do artigo 12.º do MAR.

Como referido no Capítulo I, os investidores começam por discutir nas redes sociais, seguindo-se uma fase de coordenação estratégica para negociação de instrumentos financeiros, nos quais os intervenientes acreditam poder influenciar o preço, seguindo-se que à medida que, em resultado da negociação coordenada, os volumes dos instrumentos financeiros começam a aumentar, mais investidores começam a reparar nas indicações nas redes sociais, juntando-se à estratégia. Daqui retiramos dois tipos de publicações capazes de desencadear e coordenar a negociação coordenada nas redes sociais: as publicações no âmbito da discussão, e as publicações que coordenam a estratégia de negociação. Estas serão analisadas no âmbito da manipulação de mercado através da informação do art. 12.º n.º 1 alínea c) do MAR e da manipulação de mercado através da informação e negociação da alínea b) do mesmo n.º 1 do mesmo artigo.

1. Art. 12.º n.º 1 alínea c) do MAR

A manipulação de mercado do art. 12.º n.º 1 alínea c) do MAR³⁰⁴ pode ser aplicável se, com publicações nas redes sociais, for divulgada informação que dê indicações falsas ou enganosas relativamente à oferta ou ao preço de instrumentos financeiros ou que fixe os preços a níveis artificiais, acrescentando-se o requisito subjetivo de a pessoa que procedeu à divulgação ter sabido, ou dever ter sabido, que as informações eram falsas ou enganosas. Como já referido, a informação é um dos mais importantes motivos de negociação dos participantes nos mercados financeiros e uma das razões pelas quais a eficiência de mercado é tao importante³⁰⁵. Nesse sentido, o legislador procura evitar, através do art. 12.º n.º 1 alínea c)

³⁰⁴ Para uma análise da manipulação de mercado através da informação sob uma perspetiva de Direito Penal, ver DUARTE ROSEIRO, “As sociedades de notação de risco e o crime de manipulação do mercado”, 2017, disponível em: <https://run.unl.pt/handle/10362/20346>

³⁰⁵ Ver *supra*, Capítulo II. O legislador reconhece também este “poder da informação como meio de atuação sobre o mercado”, razão pela qual estabelece a manipulação através da informação. ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, *Crime de Manipulação, Defesa e Criação de Mercado*, 1ª edição, Coimbra, Almedina, 2001, p. 41. “A tutela da informação nos mercados de valores mobiliários é feita através de um completo regime sancionatório contraordenacional e, para as condutas dotadas de maior danosidade, é reservada a tutela penal.” DUARTE ROSEIRO, “As sociedades de notação de risco e o crime de manipulação do mercado”, 2017, p. 32, disponível em: <https://run.unl.pt/handle/10362/20346>

do MAR, que a divulgação de informações falsas ou enganosas influencie o preço dos instrumentos financeiros e prejudique a integridade do mercado.³⁰⁶

1.1. Divulgação de informações

O termo "informação" é geralmente entendido num sentido lato, e pode também incluir meros juízos de valor, previsões ou recomendações, abrangendo deste modo a transmissão de dados sob qualquer forma³⁰⁷. Tal abrangência permite também, a nosso ver, englobar as imagens *meme* como uma forma de informação no âmbito do art. 12.º n.º 1 alínea c) do MAR, visto que imagens deste tipo são aptas a transmitir dados.

As informações não têm necessariamente de conter factos, pelo que rumores, previsões e juízos de valor sem um núcleo factual são também suficientes para a abrangência do art. 12.º n.º 1 alínea c) do MAR³⁰⁸.

A informação deve ainda ser disseminada, i. e., esta deve ser tornada publicamente acessível, (pelo menos de forma provável) de modo a que um grande número de pessoas dela possam tomar conhecimento³⁰⁹. Neste ponto, mostra-se o legislador europeu já consciente do potencial de disseminação da *Internet* e das redes sociais, sendo a disseminação por essas vias abrangida pela alínea c) e no considerando 48 do MAR³¹⁰.

No caso GME e das “ações *meme*”, frequentemente, as publicações dos investidores de retalho nas redes sociais, em âmbito de discussão ou transmissão de indicações para uma coordenação, ocorreram sob diversas formas, entre as quais as de texto ou mensagem, vídeo ou imagem *meme*. Quanto às publicações sob a forma de texto, mensagem ou vídeo é mais fácil a análise de uma possível transmissão de informação aos investidores, visto que contêm normalmente um texto escrito ou narrado. Por outro lado, a imagem *meme* também transmite informação, apesar de tal não parecer tão óbvio visto que não há um conteúdo textual escrito

³⁰⁶ Considerandos 4 e 47 frase 1 do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014.

³⁰⁷ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 570.

³⁰⁸ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 571.

³⁰⁹ ESMA, Final Report, Draft Technical standards on the Market Abuse Regulation, 28 de setembro de 2015, ESMA/2015/1455, p. 72. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455-final-report-mar-ts.pdf> (consultado em 10/05/2022).

³¹⁰ Considerando 47 do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014: «Devido à utilização redobrada de sítios web, blogues e redes sociais, é importante esclarecer que a difusão de informações falsas ou enganosas através da Internet, nomeadamente em sítios de redes sociais ou blogues não atribuíveis, deverá ser considerada, para os fins do presente regulamento, equivalente a uma ação idêntica empreendida através de canais de comunicação mais tradicionais.».

(como nas publicações de texto ou mensagem) ou narrado (como nas publicações de vídeos). Nas imagens *meme* há, normalmente, apenas uma curta descrição ou título que conjugados com a imagem transmitem informação. Por exemplo, o *meme* “*Diamond Hands*”³¹¹ transmitia a indicação no sentido da manutenção de uma posição longa no instrumento financeiro, mesmo em períodos de elevada volatilidade.

Tomando em consideração a simplicidade da combinação de imagens e curtas descrições ou títulos utilizados nas imagens *meme*, num contexto de discussão ou fórum destinado à discussão de investimento, é razoável assumir que um investidor compreenderá a indicação que este tipo de imagem contém, podendo assim estas também ser aptas a transmitir informação. Tal está sujeito à verificação do contexto de inserção num local de discussão sobre investimento ou relacionado. Sendo as publicações dos investidores de retalho partilhadas em sítios das redes sociais, estas serão disseminadas e tornadas publicamente acessíveis, delas tomando conhecimento qualquer pessoa que aceda à respetiva rede social ou sítio de *Internet* onde a publicação se verifique. Nas redes sociais e *Internet* um utilizador facilmente perde o controlo dos destinatários da sua publicação, atingindo esta um número indeterminado e incontrolável de outros utilizadores.

É relevante, a este propósito, sublinhar que o número de pessoas a quem a informação chega influencia o seu potencial para influenciar o preço, sendo que para mercados de menor liquidez não é necessária a exigência de um número tão elevado de destinatários quanto o número de destinatários de uma informação no âmbito de um mercado de maior liquidez³¹². No caso da NCIRRS esta é uma questão relevante, pois não havendo um número de destinatários adequado a uma influência de preço no respetivo mercado, então não se verifica a componente da divulgação do requisito do conceito de informação. No caso GME não há quanto dúvidas quanto a isto, visto que as informações chegaram a milhões de destinatários³¹³.

³¹¹ Ver *supra*, Capítulo I 1.

³¹² KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 572.

³¹³ O fórum WSB da rede *Reddit* conta com mais de doze milhões de utilizadores. <https://www.reddit.com/r/wallstreetbets/>

1.2. Indicações falsas ou enganosas quanto à procura ou preço de um instrumento financeiro

O legislador europeu impõe ainda que informações tenham como potencial efeito o de dar indicações falsas ou enganosas quanto à procura ou preço de um instrumento financeiro, ou fixar preços em níveis artificiais ou anormais.

A potencial indicação quanto ao preço de instrumentos financeiros e, indiretamente, acerca da sua procura e oferta verifica-se se um investidor razoável³¹⁴ provavelmente³¹⁵ tomaria em conta a informação para a sua decisão de investimento, visto que a informação, por sua vez, tem potencial para influenciar a procura e a oferta, ou o preço, de um certo instrumento financeiro³¹⁶.

A provável indicação dada pela referida informação deve ser falsa ou enganosa. Será falsa quando não corresponder à realidade do respetivo instrumento financeiro. Será enganosa se é adequada para criar uma conceção errada da realidade a um investidor razoável³¹⁷.

É importante destacar ainda que indicações enganosas podem não apenas ser informações falsas, mas também informações de conteúdo correto que, devido à sua incompletude ou à forma imprecisa como são disponibilizadas dão origem a equívocos³¹⁸. Tal justifica-se, uma vez que a incompletude ou imprecisão apresentam potencial para ocultar detalhes cujo conhecimento pode ser determinante para uma tomada de decisão por parte de um investidor³¹⁹.

³¹⁴ Como vimos, um investidor razoável é um investidor adequadamente informado, atento, com espírito crítico e familiarizado com as dinâmicas e acontecimentos dos mercados financeiros.

³¹⁵ Quanto à questão das diferentes expressões utilizadas na versão de cada Estado-Membro da União Europeia, ver *supra* nota de rodapé 200. Para DUARTE ROSEIRO “o que se exige é que em virtude de uma distorção da realidade provocada pelo ato de comunicação haja uma aptidão de alteração do comportamento dos seus destinatários em virtude dessa informação”, acrescentando que a artificialidade se revela “por comparação àquele que seria o comportamento em caso de divulgação de informação correta”. DUARTE ROSEIRO, “As sociedades de notação de risco e o crime de manipulação do mercado”, 2017, p. 43, disponível em: <https://run.unl.pt/handle/10362/20346>

³¹⁶ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 575.

³¹⁷ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 575. No mesmo sentido, para FREDERICO COSTA PINTO, neste âmbito de informação falsa ou enganosa, inclui-se qualquer informação “sem uma correspondência exata com a realidade” ou que é apresentada “de uma forma que seja suscetível de induzir os destinatários em erro”. FREDERICO COSTA PINTO, *O Novo Regime dos Crimes e Contra-Ordenações no Código dos Valores Mobiliários*, 1ª edição, Coimbra, Almedina, 2000, p. 86. Ver também ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, *Crime de Manipulação, Defesa e Criação de Mercado*, 1ª edição, Coimbra, Almedina, 2001, pp. 42-47.

³¹⁸ *Ibid.*

³¹⁹ *Ibid.*

No âmbito da NCIRRS, as publicações nas redes sociais que contenham informações sobre um determinado instrumento financeiro, ou a ele ligadas, poderiam, em termos do seu conteúdo, ser adequadas a dar indicações a um investidor razoável. Estas, de modo a se enquadrarem no âmbito de aplicação do art. 12.º n.º 1 alínea c) do MAR, deveriam ainda ser falsas ou enganosas. Portanto, para além de serem suscetíveis de serem tomadas em consideração por um investidor razoável para a sua tomada de decisão, as mesmas devem revelar factos, no mínimo, não verdadeiros sobre o instrumento financeiro em questão ou ter suscetibilidade de enganar um investidor razoável, através de factos falsos ou através da forma como é divulgada a respetiva informação.

No caso GME, foram várias as publicações nas redes sociais, nomeadamente no fórum WSB, com conteúdos não verdadeiros acerca da empresa GME, e que, como tal, seriam passíveis de serem tomadas em consideração pela generalidade dos investidores. Aqui, a questão principal a ser avaliada é se tais indicações, falsas ou enganosas, seriam tomadas em consideração por um investidor razoável. Tendo em conta, que as publicações são disseminadas em redes sociais, onde, na maior parte dos casos, os utilizadores não divulgam a sua identidade ou a mesma não é verificável, tal como se verifica com a maioria dos investidores de retalho nas redes sociais, nos casos GME e das “ações *meme*” não nos parece que um investidor razoável, familiarizado com os acontecimentos de mercado e com espírito crítico, tome em conta indicações, falsas ou enganosas, das publicações das redes sociais para a sua decisão de investimento. Não o fará, pois não tem meio de verificar a identidade do publicador ou de saber se este tem credibilidade ou conhecimentos para publicar as informações em causa. Neste sentido aponta também KILIAN WEGNER, que vai um pouco mais longe ao referir que nem um investidor razoável (no sentido aqui presente) nem um investidor menos razoável, i. e., que negoceie com um certo grau de descuido³²⁰, considerarão informações de fonte não fiável³²¹, não sendo em regra, deste modo, conduta manipulatória uma qualquer informação publicada sob pseudónimo num fórum de *Internet* ou rede social³²².

KILIAN WEGNER acrescenta, todavia, que, no caso de um utilizador ser reconhecido por um pseudónimo ou alcunha em determinado círculo, a probabilidade de aptidão de uma

³²⁰ Tipo de investidor que KILIAN WEGNER considera ser mais realista («noch ein „realistischer“ (d. h. zu gewissem Grad auch zur Unvernunft neigender) Anleger (...))» KILIAN WEGNER, “Das „GameStop“-Phänomen nach deutschem Marktmissbrauchsrecht: Marktmanipulation oder legitimes Anlegerverhalten?“, *BKR*, 2021, p. 183 (p. 181-188).

³²¹ KILIAN WEGNER, “Das „GameStop“-Phänomen nach deutschem Marktmissbrauchsrecht: Marktmanipulation oder legitimes Anlegerverhalten?“, *BKR*, 2021, p. 183 e 184 (p. 181-188).

³²² *Ibid.*

publicação aumenta³²³. Para tal, é necessário que a rede social onde o publicador é conhecido por esse pseudónimo ou alcunha esteja protegida por um sistema de segurança que não permita que a conta do referido publicador seja utilizada sem o seu conhecimento por outros utilizadores³²⁴. Um exemplo retirado do caso GME é o caso de Keith Gill³²⁵, o utilizador que divulgou publicações nas quais realizou análises e avançou razões pelas quais acreditava no investimento nas ações da GME. A nosso ver, para um investidor razoável não chega que um utilizador conhecido divulgue e fundamente as suas crenças para que as suas indicações possam ser tomadas em consideração. Não nos parece que deixe de haver dúvidas relativamente à sua identidade, ou à fiabilidade dos seus conhecimentos. Como tal, um investidor razoável não tomaria em conta essas indicações para a sua tomada de decisão de investimento. O mesmo se aplica no caso de um utilizador conhecido pelo seu pseudónimo ou alcunha.

Por outro lado, temos ainda as publicações nas redes sociais que contenham instruções para a efetivação da NCIRRS. Neste caso, não nos parece que estas publicações deem indicações falsas ou enganosas, destinando-se a coordenar os participantes da NCIRRS. É o caso da publicação com a imagem *meme* de *Diamond Hands*³²⁶, que instrui os investidores envolvidos não venderem o instrumento financeiro apesar da elevada volatilidade do mercado. Já no caso da imagem *meme* de foguetão³²⁷, esta é também utilizada no âmbito da NCIRRS para transmitir a informação de que irá ocorrer uma valorização no sentido de estimulação da efetivação da estratégia coordenada. Esta publicação poderia ser suscetível de transmitir a indicação de que um instrumento financeiro se está a valorizar. Nesse caso, se tal não correspondesse à verdade, a indicação seria falsa. Porém, como referido, um investidor razoável não tomará tal indicação em consideração.

1.3. Fixação de preços anormais ou artificiais

Em alternativa, o legislador europeu estabelece a possibilidade de verificação de uma manipulação de mercado através da informação, se esta, pelo menos de forma provável, pode fixar preços anormais ou artificiais.

³²³ KILIAN WEGNER, “Das „GameStop“-Phänomen nach deutschem Marktmissbrauchsrecht: Marktmanipulation oder legitimes Anlegerverhalten?“, *BKR*, 2021, p. 184 (p. 181-188)

³²⁴ *Ibid.*

³²⁵ conhecido em algumas redes sociais como *@TheRoaringKitty*.

³²⁶ Ver *supra*, Capítulo I 1.2.

³²⁷ Ver *supra*, Capítulo I 1.2.

Esta condição alternativa é relevante em relação à anterior se a informação não fornecer uma indicação falsa ou enganosa aos investidores, mas for, no entanto, apta, de forma provável, a fixar os preços a níveis artificiais ou anormais. Pode ser o caso se uma publicação que dá instruções no âmbito de uma estratégia de negociação coordenada. No entanto, para tal exige-se a mesma probabilidade mínima que se exige na alínea a) do mesmo n.º 1 do art. 12.º do MAR³²⁸.

Como visto no capítulo anterior, na análise do requisito da obtenção de preços artificiais ou anormais no âmbito do art. 12.º n.º 1 alínea a) do MAR, basta uma influência no preço de curto espaço temporal. Quanto ao conceito de preço artificial, este foi deixado em aberto pelo legislador europeu. A IOSCO avançou também com uma definição para a artificialidade dos preços, sendo esta «o desvio dos preços em relação às legítimas forças da oferta e da procura».³²⁹ Esta, porém, deixa em aberto a questão acerca de quando um desvio do preço constituirá um legítimo comportamento de mercado, como parte da interação das forças de procura e oferta³³⁰.

A nosso ver, olhando aos objetivos da regulação dos mercados financeiros, um preço artificial é aquele que se afasta do valor fundamental de um instrumento financeiro, o que tem graves implicações para a eficiência, liquidez e volatilidade e estabilidade dos mercados financeiros.

Vimos também que o método que, a nosso ver, mais vantagens apresenta na investigação dos preços é o método do estudo de casos, realizado por especialistas dos mercados financeiros, onde devem ser analisados os preços dos respetivos instrumentos financeiros, bem como outros indicadores de grande relevo como a liquidez, a volatilidade ou os volumes de transação, e que no caso da NCIRRS deverão ser acompanhados da análise da atividade nas redes sociais relativamente a publicações nesse âmbito de práticas coordenadas.

De seguida, concluímos que, conforme demonstrado em diversos estudos³³¹, nos casos GME e das “ações *meme*” os preços resultantes da NCIRRS se afastaram consideravelmente dos

³²⁸ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 576.

³²⁹ IOSCO, *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, maio de 2000, p. 13. «Price artificiality is the divergence of price from the legitimate forces of supply and demand. In order to establish price artificiality, it is therefore necessary to accumulate evidence that prices did not follow legitimate economic forces.» Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf>

³³⁰ DANIEL FISCHER e DAVID ROSS, “Should Law Prohibit Manipulation?”, *Harvard Law Review*, Vol.105, 1991, p.508 e 509.

³³¹ Ver FRANKLIN ALLEN *et al.*, “Squeezing Shorts Through Social Media Platforms”, *Swiss Finance Institute Paper n.º 21-31*, 2021, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3823151>, p. 35. Ver também *supra*, Capítulo I.

valores fundamentais das respetivas ações, não resultando da normal interação entre as forças da procura e oferta, cumprindo-se, assim, o requisito da obtenção (no mínimo provável) de preços artificiais ou anormais.

Também as publicações nas redes sociais que instruem a negociação coordenada (v.g. imagem *meme* de *Diamond Hands*), na medida que divulgam informações que levam à prossecução da negociação pelos investidores de retalho envolvidos na estratégia, podem produzir preços artificiais ou anormais. Tal justifica-se, pois, como analisado, a efetiva negociação levada a cabo pelos investidores de retalho cumpre o requisito da obtenção de preços anormais ou artificiais. Ora, sendo tal negociação resultante das publicações que as instruem, será lógico afirmar que as publicações no âmbito da NCIRRS cumprem o requisito da produção de preços artificiais ou anormais da alínea c) do número 1 do artigo 12.º do MAR. De mais difícil averiguação seria uma avaliação *ex ante* sobre a probabilidade de influência sobre os preços de modo a provocar uma distorção. O caso GME mostra que há uma probabilidade considerável para isso mediante a verificação de condições, tais como a participação de um número suficiente grande de investidores de retalho na estratégia.

1.4. Saber ou dever saber – o requisito subjetivo

O legislador europeu estabelece ainda um requisito subjetivo acerca do carácter da informação divulgada no art. 12.º n.º 1 c) do MAR, segundo o qual a pessoa que divulgou a informação sabia, ou devia saber, que a referida informação produz indicações falsas ou enganosas acerca do preço ou procura de um instrumento financeiro ou fixa o preço do mesmo em valores anormais ou artificiais. Do texto da norma («devia saber») retira-se que a negligência do publicador é suficiente para aplicação do art. 12.º n.º 1 alínea c) do MAR³³². Tal analisa-se de forma objetiva, de acordo com o teste da pessoa normal e racional: o que podia saber uma pessoa média normal e racional naquela situação concreta?³³³

No caso GME e das “ações *meme*”, este requisito parece ser relativamente simples de aplicar. Visto que os investidores de retalho sabiam que com os diferentes tipos de publicações (discussão e instruções de negociação) emitiam indicações contrárias ao valor fundamental

³³² KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, pp. 576 e 577. Para uma diferente interpretação, ver. DUARTE ROSEIRO, “As sociedades de notação de risco e o crime de manipulação do mercado”, 2017, pp. 44 e 45, disponível em: <https://run.unl.pt/handle/10362/20346>

³³³ FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, “MAR 1.8.5.” in *FCA Handbook*, 2016, Disponível em: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/MAR/1/?view=chapter> (consultado a 11/05/2022).

dos respetivos instrumentos financeiros, é possível concluir que estes sabiam, ou deviam saber, que com essas publicações poderiam ser produzidas indicações falsas ou enganosas ou com probabilidade de fixar o preço de um instrumento financeiro. Assim, nas publicações no âmbito da negociação coordenada através das redes sociais os publicadores devem, no mínimo, saber que estas podem ser aptas produzir indicações falsas ou enganosas acerca da procura ou preço de instrumentos financeiros, ou a fixar preços em níveis anormais ou artificiais. Tal é mais evidente no caso das publicações que dão instruções para a negociação coordenada.

Encerramos esta secção concluindo que a primeira parte do art. 12.º n.º 1 alínea c) do MAR não é de aplicar às publicações nas redes sociais no âmbito da NCIRRS, visto que, apesar de estas poderem transmitir informação, as suas indicações falsas ou enganosas não serão tomadas em consideração por um investidor razoável. Isto porque este não tomaria em conta na sua decisão de investimento indicações provenientes de utilizadores de redes sociais, na sua maioria sem possibilidade de verificação da identidade e da fiabilidade dos seus conhecimentos.

Por outro lado, a segunda parte do art. 12.º n.º 1 alínea c) do MAR é a nosso ver aplicável, sendo as publicações no âmbito da NCIRRS, mediante a participação de um número suficientemente grande de investidores, aptas a transmitir, de forma provável, informação que levará os preços a atingirem níveis artificiais e anormais, desviando-os dos seus valores fundamentais e da normal interação entre as forças da procura e oferta. Em relação à efetiva negociação coordenada enquanto manipulação de mercado à luz do art. 12.º n.º 1 alínea a) do MAR, cuja aplicação poderá esbarrar na conexão entre os numerosos participantes da NCIRRS, a alínea c) tem a vantagem de a publicação ser realizada por apenas um participante (o participante que a publica), o que faz com que a aplicação desta não esbarre no problema da aplicação da alínea a) à efetiva prática de negociação coordenada devido ao número de participantes, nomeadamente no que toca à investigação e ao número de diferentes países e ordenamentos jurídicos que poderão estar envolvidos. Deste modo, as publicações que dão início e coordenam a NCIRRS podem ser consideradas como manipulação do mercado, violando a proibição da prática ou tentativa de manipulação de mercado do artigo 15.º do MAR.

2. Art. 12.º n.º 1 alínea b) do MAR

No artigo 12.º n.º 1 alínea b) do MAR, o legislador europeu define manipulação de mercado como qualquer “atividade ou conduta que afete, ou seja idónea para afetar, o preço de um ou mais instrumentos financeiros (...) recorrendo a procedimentos fictícios ou quaisquer outras formas de engano ou artifício”³³⁴.

Esta variante da manipulação de mercado coloca particular ênfase no método de manipulação. O método da manipulação é aqui um comportamento que recorre a procedimentos fictícios ou quaisquer outras formas de engano ou artifício, as quais são, no mínimo, provavelmente adequadas a influenciar os preços dos instrumentos financeiros³³⁵.

O Anexo I Secção B do MAR contém, por remissão do art. 12.º n.º 3, nas suas alíneas a) e b) duas concretizações de possíveis variantes de infração, com o objetivo de facilitar a interpretação e aplicação do art. 12.º n.º 1 alínea b) do MAR³³⁶. São indicadores não exaustivos, e cuja aplicação não é obrigatória. Estes, por sua vez, são aprofundados na secção 2 do Anexo II do Regulamento Delegado 2016/522, por via do art. 4.º n.º 2 do mesmo regulamento, através de exemplos de práticas específicas e indicadores adicionais, que tipicamente preenchem o art. 12.º n.º 1 alínea b) do MAR. Como tal, se forem aplicáveis, um comportamento dificilmente não será considerado manipulação de mercado³³⁷.

À semelhança da alínea a), esta alínea b) do n.º 1 do art. 12.º abrange as operações, a colocação de ordens e outras condutas. O conceito de «qualquer outra atividade ou conduta» foi concebido, à semelhança do que se verifica com a alínea a), com o objetivo de aumentar o escopo da alínea b) de modo a abranger o maior tipo de condutas manipulatórias, tentando, deste modo, evitar lacunas na norma e conferir o maior grau de proteção³³⁸. Em termos de conteúdo cobre também o mesmo tipo de condutas da alínea a). São, portanto, abrangidos quaisquer comportamentos ou condutas que violem a norma, nomeadamente por omissão³³⁹.

³³⁴ Art. 12.º n.º 1 alínea b) do do Regulamento (UE) n.º. 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014.

³³⁵ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 560.

³³⁶ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 563.

³³⁷ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 564.

³³⁸ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 561.

³³⁹ Ibid.

O escopo da alínea b) é assim tão largo que abrange manipulações à base da informação e à base da negociação³⁴⁰.

Para a manipulação de mercado da alínea em questão, os comportamentos devem ser acompanhados de procedimentos fictícios, ou outras formas de engano ou artifício. O conceito de artifício descreve comportamentos objetivamente adequados a enganar um investidor razoável acerca das verdadeiras circunstâncias económicas, especialmente acerca da oferta e procura de um instrumento financeiro³⁴¹.

Mais uma vez, à semelhança do que se verifica com as alíneas a) e c), o legislador europeu não exige que um determinado efeito se verifique, bastando-se com um certo grau de probabilidade³⁴² de um determinado comportamento para produzir certo efeito. É mais uma manifestação da tentativa de proteger ao máximo o mecanismo de formação dos preços nos mercados financeiros, presente no regime europeu da manipulação de mercado³⁴³. A probabilidade verifica-se com o teste objetivo do investidor razoável, questionando-se se para este investidor tal efeito no preço seria de esperar³⁴⁴.

A questão da avaliação de um concreto comportamento para provocar erro no investidor realiza-se através da figura do investidor razoável, que negocia de forma racional, está adequadamente informado e possui sentido crítico³⁴⁵.

No âmbito da NCIRRS e da alínea b), pode ser questionado se tanto as publicações nas redes sociais como a efetiva negociação coordenada levada a cabo pelos investidores de retalho utilizam algum tipo de engenho artificioso, que engane ou seja capaz de enganar um investidor razoável quanto a um instrumento financeiro.

A verificação da utilização de engenhos artificiosos na NCIRRS poderia dar-se pela divulgação de publicações nas redes sociais sobre instrumentos financeiros que estão na posse dos publicadores. No entanto, a nosso ver, tal prática não é compatível com o conceito de NCIRRS aqui analisado. Neste caso, alguém na posse de um instrumento financeiro divulga informações ou opiniões com o objetivo de, em seguida, aproveitar o efeito de subida ou

³⁴⁰ Ibid.

³⁴¹ KLAUS SCHMOLKE, in: LARS KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018, p. 562.

³⁴² Na versão inglesa do MAR é usada a expressão “is likely”. Ver nota de rodapé 200.

³⁴³ Ibid.

³⁴⁴ Ibid.

³⁴⁵ Ibid.

queda do preço para negociar e obter lucro financeiro. Tal caso configura, ao invés, a prática de *scalping*³⁴⁶. Neste caso, a pessoa que divulga a informação sobre o instrumento financeiro que possui pretende aproveitar o movimento nos preços provocado por aquela divulgação para obter lucros financeiros. Distingue-se, portanto, da NCIRRS, no sentido em que as pessoas referidas não estariam a coordenar ou a dar instruções para a obtenção de um objetivo coletivo de influência sobre o preço, mas sim a aproveitar-se daquela divulgação de informação para obter lucros próprios. No entanto, práticas como a de *scalping* podem aparecer associadas à NCIRRS, tentando aproveitar-se desta. Neste caso tratar-se-ia de uma utilização da NCIRRS e não de um engenho artificioso colocado em prática pelos participantes no âmbito da estratégia coletiva.

³⁴⁶ Também estabelecido diretamente no art. 12.º n.º 2 alínea d) do MAR.

Conclusão

Com esta dissertação pretendemos analisar a NCIRRS, percebendo se estas práticas são compatíveis com as características e os princípios de bons mercados financeiros defendidos pelo Direito e com as normas de manipulação de mercado vigentes na União Europeia.

Verificamos que os reguladores europeus pretendem mercados financeiros eficientes e proteger os investidores, e que, para tal, se pretendem bons mercados financeiros, os quais assentam nas características de eficiência, liquidez e estabilidade (volatilidade baixa).

Comparámos a NCIRRS com o conceito clássico da manipulação de mercado fornecida pelo caso norte-americano *Cargill v. Hardin*, do qual resulta a coincidência de práticas que de forma intencional influenciam o preço de mercado de modo a que este não mais espelhe a interação das forças de procura e oferta. Da comparação das consequências da manipulação de mercado com as consequências verificadas e previsíveis da NCIRRS resulta também uma coincidência de ambas. Assim, também a NCIRRS pode provocar a falha dos preços em refletir a informação disponível sobre os ganhos subjacentes, bem como toda a informação relevante disponível, e conseqüente perigo de falha de alocação de recursos nos mercados financeiros (ineficiência alocativa e informativa). Pode ainda levar à diminuição da confiança nos mercados financeiros (ineficiência institucional), e ao possível afastamento de mecanismos de ajustamento do preço, como as vendas a descoberto. Em casos extremos pode ter o mesmo destino do mercado de limões de AKERLOF – o gradual abandono dos mercados, a perda de liquidez e o aumento da volatilidade e diminuição da estabilidade. Finalmente, de uma cumulação das consequências referidas pode a economia sofrer com as dificuldades das empresas e a diminuição dos postos de trabalho.

Daqui, concluímos que a NCIRRS, produzindo efeitos semelhantes aos do conceito tradicional de manipulação de mercado, prejudica a eficiência, liquidez e estabilidade dos mercados financeiros. Sendo estas características próprias de mercados financeiros eficientes, que constituem o objetivo dos reguladores europeus e que o Direito prossegue, então a NCIRRS é contrária aos objetivos da regulação dos mercados financeiros.

De seguida, analisámos a possibilidade de submissão da NCIRRS ao artigo 12.º do MAR, com especial foco nos casos GME e das “ações *meme*”. Começamos pela análise da efetiva negociação coordenada concretizada pelos investidores de retalho à luz da alínea a) do número 1 e alínea a) do número 2 do MAR.

Começando pelo art. 12.º n.º 1 alínea a) i) do MAR, concluímos que a conduta de negociação dos investidores de retalho pode produzir efeitos consideráveis no preço de um instrumento financeiro, nomeadamente sob a forma de informações relativas ao preço e à procura do referido instrumento, que, por sua vez, na medida em que contrariam a realidade, dão indicações falsas ou enganosas relativas ao referido instrumento. Sendo consideráveis os efeitos no preço, um investidor razoável provavelmente tomará as indicações falsas ou enganosas em conta para a tomada da sua decisão de investimento.

Já na secção ii) da alínea a) do n.º 1 do mesmo artigo, verificamos que a efetiva negociação coordenada pode influenciar o preço de um instrumento financeiro, adulterando o mecanismo da sua formação e afastando-o do seu valor fundamental.

Quanto à alínea a) do n.º 2 do art. 12.º do MAR, interpretada extensivamente, estabelecemos que a NCIRRS do caso GME obteve uma posição dominante, exercendo uma influência abusiva, uma vez que através da negociação de ações da GME e de instrumentos derivados, cujo ativo base são as ações da GME, influenciou os preços intencionalmente, e de forma significativa, distorcendo-os (afastando-os dos seus valores fundamentais) e gerando, deste modo, condições não equitativas que levaram ao *short squeeze* de partes com posições de venda a descoberto. Tal demonstra o potencial da NCIRRS de obtenção de tais efeitos.

No entanto, dificilmente se poderão aplicar as secções i) e ii) da alínea a) do n.º 1 e a alínea a) do n.º 2 do art. 12.º do MAR, uma vez que estas esbarrarão no requisito da conexão entre os investidores de retalho. O facto de a negociação de cada investidor de retalho participante individualmente não ter aptidão para influenciar os preços e cumprir os requisitos nem da secção i) nem da secção ii) da alínea a) do n.º 1 do art. 12.º do MAR, faz com que o requisito de conexão seja essencial na ponderação da aplicação desta alínea. Apesar de as redes sociais permitirem a participação de um grande número de investidores de retalho, cujo volume de negociação é comparável à de um grande investidor institucional, e sendo os potenciais efeitos da NCIRRS inegáveis, estes podem encontrar-se espalhados por diversos países e ordenamentos jurídicos, comportando a investigação da participação custos enormíssimos. Para além disso, não é clara a existência de um método eficaz a utilizar para determinar quais os investidores de retalho participantes, uma vez que estes não estão ligados por obrigações mútuas de execução da estratégia, que a maior parte destes não declara expressamente a sua participação e que se podem verificar comportamentos negociais semelhantes às suas sem a

participação na negociação coordenada. Por esta razão, dificilmente se poderão aplicar, sem mais, as alíneas a) do n.º 1 e a) do n.º 2 do art. 12.º do MAR.

Por último, analisamos as publicações nas redes sociais no âmbito da negociação coordenada de investidores de retalho em relação às alíneas b) e c) do n.º 1 do art. 12.º do MAR.

Concluimos que a primeira parte do art. 12.º n.º 1 alínea c) do MAR não se aplica às publicações nas redes sociais no âmbito da NCIRRS, visto que as indicações falsas ou enganosas por elas dadas não serão tomadas em consideração por um investidor razoável, apesar de se verificar o requisito subjetivo e de poderem transmitir informação. Este investidor não tomará em conta, na sua decisão de investimento, indicações provenientes de utilizadores de redes sociais, na sua maioria sem possibilidade de verificação da identidade e da fiabilidade dos conhecimentos dos mesmos.

Por outro lado, a segunda parte do art. 12.º n.º 1 alínea c) do MAR é a nosso ver aplicável, podendo as publicações no âmbito da NCIRRS transmitir informação que levará intencionalmente os preços a atingirem níveis artificiais e anormais, desviando-se dos seus valores fundamentais e da normal interação entre as forças da procura e oferta. Em relação à efetiva negociação coordenada enquanto manipulação de mercado à luz do art. 12.º n.º 1 alínea a) do MAR, cuja aplicação poderá esbarrar no requisito de conexão entre os numerosos participantes da NCIRRS, a aplicação da alínea c) às publicações apresenta a vantagem de estas serem realizadas por uma pessoa e pelo facto de esta conduta de forma individual já poder preencher os requisitos. Como tal, esta não padece dos problemas que surgem do número de participantes, nomeadamente a investigação e o número de diferentes países e ordenamentos jurídicos que poderão estar envolvidos. Deste modo, as publicações que dão início e coordenam a NCIRRS podem ser consideradas como manipulação do mercado, violando a proibição da prática ou tentativa de manipulação de mercado do artigo 15.º do MAR.

Por último, a alínea b) do n.º 1 do art. 12.º do MAR não encontra aplicação na NCIRRS, visto que neste conceito de negociação os investidores de retalho discutem e publicam instruções nas redes sociais para a efetivação da estratégia pelo coletivo, e não para individualmente tirarem lucros financeiros dos efeitos da divulgação das informações, não se manifestando aqui, assim, a existência de procedimentos fictícios ou outras formas de engano ou artifício. No entanto, práticas como as de *scalping* podem aparecer associadas à NCIRRS tentando

aproveitar-se desta, tratando-se neste caso de uma utilização da NCIRRS e não de um engenho artificioso colocado em prática pelos participantes no âmbito da estratégia coletiva.

Retiramos, finalmente, as seguintes respostas aos problemas a que nos propusemos responder:

(1) A NCIRRS tem o potencial para produzir efeitos semelhantes aos da tradicional manipulação de mercado, contrariando os objetivos da regulação dos mercados financeiros e o conceito de bons mercados que o Direito procura proteger, bem como para diminuir a eficiência, reduzir a liquidez e aumentar a volatilidade e a instabilidade dos mercados, prejudicando a função dos mercados e diminuindo a confiança dos investidores nestes. O maior fator de distinção entre a NCIRRS e a tradicional manipulação de mercado é o facto de a conduta negocial individual dos investidores de retalho não ser apta a produzir uma influência considerável nos preços, apenas o sendo a conduta negocial dos investidores de retalho participantes enquanto coletivo.

(2) O MAR é aplicável à NCIRRS, mas apenas de forma muito limitada. Apenas as publicações que coordenam a negociação coletiva poderão preencher o artigo 12.º, e consequentemente violar a proibição do artigo 15.º do MAR. A falha de aplicação do MAR à efetiva negociação coordenada dos investidores de retalho, pela dificuldade da verificação do requisito da conexão dos investidores, sublinha a novidade desta prática e o problema colocado pelo referido grande fator de distinção entre estas e a manipulação de mercado, nomeadamente a distinção entre investidores de retalho envolvidos e não envolvidos. Nem mesmo um artigo de critérios amplos e de conceitos abertos, como é o 12.º do MAR, apresenta capacidade de aplicação à NCIRRS, sendo apenas aplicável às publicações que coordenam a efetiva negociação dos investidores de retalho envolvidos. Tal é problemático, uma vez que apenas se poderá aplicar a punição aos publicadores das instruções nas redes sociais, deixando de fora o grande número de pessoas envolvidas que executam a estratégia.

Será para o futuro importante proceder a estudos no sentido de perceber o grau de sucesso do regime europeu da manipulação de mercado em punir as publicações que instruem a NCIRRS, especialmente atendendo ao grau de anonimidade que se verifica, e se tal diminui a probabilidade de ocorrência destas práticas. Tal será também importante no sentido de analisar a necessidade de atualizar este regime de modo a cobrir também a efetiva negociação coordenada dos investidores de retalho, assim como a existência de métodos eficazes de investigação da participação.

Referências bibliográficas

AKERLOF, George, “The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, n.º 2, Oxford, Oxford University Press, 1970.

ALLEN, Franklin; e GALE, Douglas, “Stock-Price Manipulation”, *Review of Financial Studies*, Vol. 5, n.º 3, 1992, pp. 503-529.

————— ; LITOV, Lubomir; e MEI, Jianping, “Large Investors, Price Manipulation, and Limits to Arbitrage: An Anatomy of Market Corners”, *Review of Finance*, Vol. 10, n.º 4, 2006, pp. 645-693.

————— ; *et al.*, “Squeezing Shorts Through Social Media Platforms”, *Swiss Finance Institute Paper n.º 21-31*, 2021. [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://ssrn.com/abstract=3823151> >.

ALLOWAY, Annie; e MASSA; Tracey - **Robinhood’s Role in the ‘Gamification’ of Investing - Bloomberg**, [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-12.-19/robinhood-s-role-in-the-gamification-of-investing-quicktake> >.

ALMEIDA, Gonçalo - **Lembra-se da GameStop ou da AMC? As "meme stocks" continuam a dar que falar em Wall Street - Jornal de Negócios** [Em linha] [Consult. 21 jun. 2021]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.jornaldenegocios.pt/mercados/detalhe/lembra-se-da-gamestop-ou-da-amc-as-meme-stocks-continuam-a-dar-que-falar-em-wall-street> >.

ANDERSON, John; KIDD, Jeremy; e MOCSARY, George, “*Social Media, Securities Markets, and the Phenomenon of Expressive Trading*”, 2021. [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://ssrn.com/abstract=3834801> >.

ARMOUR, John; et al., *Principles of Financial Regulation*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2015.

ASSMANN, Heinz-Dieter, *Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverkehrspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht*, Köln, Carl Heymanns Verlag, 1985.

AVGOULEAS, Emilios, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2005.

BAYRAM, Milan, *Manipulative Handelspraktiken gemäß Art. 12. MAR*, 1ª edição, Berlin, Duncker & Humblot, 2020.

BIANCO, Jim - **Wall Street Never Saw the Redditors Coming - Bloomberg** [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2021-02-02/wall-street-didn-t-see-reddit-s-wallstreetbets-coming-for-gamestop-gme> >.

BODIE, ZVI; KANE, ALEX; e MARCUS, ALAN, *Investments*, 11ª edição, New York, McGraw-Hill Education, 2018.

BUCK-HEEB, Petra, *Kapitalmarktrecht*, 9ª edição, München, C.F. Müller, 2017.

BUMKE, Christian, “Regulierung am Beispiel der Kapitalmärkte – Eine Untersuchung über Konzeption und Dogmatik des Regulierungsverwaltungsrechts“ in: Klaus Hopt, Rüdiger Veil e Jörn Kämmerer, *Kapitalmarktgesetzgebung im europäischen Binnenmarkt*, 1ª edição, Tübingen, Mohr Siebeck, 2008, pp. 107-142.

CÂMARA, Paulo, *Manual de direito dos valores mobiliários*, 4ª edição, Coimbra, Almedina, 2018.

CORDEIRO, António Barreto Menezes, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª edição, Coimbra, Almedina, 2019.

COSTOLA, Michele and IACOPINI, Matteo and SANTAGIUSTINA, Carlo, “On the “momentum” of Meme Stocks”, 2021. [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://ssrn.com/abstract=3861779> >.

CUNNINGHAM, Lawrence, “Capital Market Theory, Mandatory Disclosure and Price Discovery”, *Washington and Lee Law Review*, Vol. 51, n.º 3, 1994, pp.843-877.

ENRIQUES, Luca; e GATTI, Matteo, “Is there a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?”, *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, Vol. 14, n.º 1, 2008.

ENSIGN, Rachel - **GameStop Investors Who Bet Big—and Lost Big - Wall Street Journal** [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.wsj.com/articles/gamestop-investors-who-bet-bigand-lost-big-11613385002> >.

FAMA, Eugene, “Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, Vol. 25, n.º 2, 1970, pp. 383-417.

————— ; e FRENCH, KENNETH, “The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence”, 2003. [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://ssrn.com/abstract=440920>>.

FISCHEL, Daniel; e ROSS, David, “Should Law Prohibit Manipulation?”, *Harvard Law Review*, Vol.105, 1991, pp. 503-553

FRIEDMAN, Richard, “Stalking The Squeeze: Understanding Commodities Market Manipulation”, *Michigan Law Review*, Vol. 89, 1990, pp. 30-68.

GILSON, RONALD; e KRAAKMAN, Reinier, “The Mechanisms of Market Efficiency”, *Virginia Law Review*, Vol.70, n.º 4, 1984, pp. 549-644.

GREIFELD, Katherine; e WANG, Lu - **GameStop Short Interest Plunges in Sign Traders Are Covering - Bloomberg** [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-02-01/gamestop-short-interest-plummets-in-a-sign-traders-are-covering>>.

GUGGENBERGER, Elena in Susanne Kalss *et al.*, *EU Market Abuse Regulation: A Commentary on Regulation (EU) No 594/2014*, 1ª edição, Cheltenham, Edward Elgar Publishing. 2021.

HARRIS, Larry, *Trading & Exchanges*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2002.

JAVERS, Eamon - **Republicans in Washington warn Wall Street: The GameStop Populists Are More Powerful than You Think - CNBC** [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. [Em linha] [Consult. 21 jun. 2021]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.cnbc.com/2021/01/28/gamestop-republicans-warn-of-trump-style-populist-revolution.html>>.

KAHAN, Marcel, “Securities Laws and the Social Costs of Inaccurate Stock Prices”, *Duke Law Journal*, Vol. 41, 1992, pp. 977-1044. [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://scholarship.law.duke.edu/dlj/vol41/iss5/1> >.

KEATINGE, Colin - **Melvin Lost 53% in January, Hurt by GameStop, Other Bets – Bloomberg** [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-31/melvin-lost-53-in-january-hurt-by-gamestop-other-bets-dj> >.

KHARIF, Olga - **What’s the \$23 Billion GameStop Really Worth? Maybe \$2 Billion – Bloomberg** [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-27/what-s-the-23-billion-gamestop-really-worth-maybe-2-billion> >.

KLÖHN, Lars, *Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance*, Berlin, Duncker & Humblot, 2006.

———, “Kapitalmarktrecht“ in KATJA LANGENBUCHER, 4ª edição, *Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht*, Baden-Baden, Nomos, 2017.

LEV, Baruch e VILLIERS, Meiring de, “Stock Price Crashes and 10b-5 Damages: A Legal, Economic, and Policy Analysis”, *Stanford Law Review*, Vol. 47, n.º 1, 1994, pp. 7-37.

LEVINE, Matt - **The Meme Stocks keep coming – Bloomberg** [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2021-06-09/the-meme-stocks-keep-coming> >.

—————, - **The GameStop Game Never Stops - Bloomberg** [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2021-01-25/the-game-never-stops?sref=1kJVNqnU>>.

MACEY, Jonathan; *et al.*, “Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson”, *Virginia Law Review*, Vol. 77, 1991, pp. 1017-1049.

—————, “Securities Regulation as Class Warfare”, *Columbia Business Law Review*, 2021. [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://ssrn.com/abstract=3789706>>.

MANNWEILER, Antonia - **Hashtag #Marktmanipulation - Frankfurter Allgemeine Zeitung**, [Em linha] [Consult. 06 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktienmarkt-und-social-media-verdacht-auf-marktmanipulation-17570647.html>>.

MCVEA, Harry, “Supporting Market Integrity” in Niamh Moloney, Eilís Ferran e Jennifer Payne., *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2015, pp. 631-658.

MERWALD, Maximilian; e SCHAUER, Pirmin, “Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop“, *BKR*, 2021, p. 280-292.

MILLER, Edward, “Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion”, *The Journal of Finance*, Vol. 32, n.º 4, 1977, pp. 1151-1168.

MITTS, Joshua; *et al.*, *A Report by the Ad Hoc Academic Committee on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021*, 2022, [Em linha] [Consult. 17 de junho de 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://ssrn.com/abstract=4030179> >.

MOLONEY, Niamh, *EU Securities and financial markets regulation*, 3ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2016.

MÜLBERT, Peter, “Art. 12. VO Nr. 596/2014“, in: Heinz-Dieter Assmann, Uwe Schneider e Peter Mülbert, *Wertpapierhandelsrecht*, 7ª edição, Köln, Otto Schmidt, 2019.

NAGARAJAN, Shalini - *GameStop explodes another 157% higher after Elon Musk's 'Gamestonk' tweet extends Reddit-driven short squeeze - Business Insider*, [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/gamestop-stock-price-elon-musk-gamestonk-tweet-extends-trading-rally-2021-1-1030009065> >.

OTTE, Jedidajah - **Sending a Message’: GameStop Investors on Why They Bought Shares - The Guardian** [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.theguardian.com/business/2021/jan/28/sending-a-message-gamestop-investors-on-why-they-bought-shares> >.

PEDERSEN, Lasse, *Game On: Social Networks and Markets*, NYU Stern School of Business, 2021. [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://ssrn.com/abstract=3794616> >.

PENSIONS & INVESTMENTS. [Em linha] [Consult. 29 de abril de 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.pionline.com/article/20170425/INTERACTIVE/170429926/80-of-equity-market-cap-held-by-institutions> >.

PERDUE, Wendy, ‘Manipulation of Futures Markets: Redefining the Offense’, *Fordham Law Review*, Vol. 56, n.º3, 1987, pp. 345-402.

PHILLIP, Matt; *et al.* - **The Hopes That Rose And Fell With GameStop**” - **New York Times** [Em linha] [Consult. 11 de abril de 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.nytimes.com/2021/02/07/business/gamestop-stock-losses.html> >.

PINTO, Frederico Costa, *O Novo Regime dos Crimes e Contra-Ordenações no Código dos Valores Mobiliários*, 1ª edição, Coimbra, Almedina, 2000.

POELZIG, Dörte, *Kapitalmarktrecht*, 2ª edição, München, C.H. Beck, 2021.

ROBERTSON, Harry - **Short-Sellers Are Nursing Estimated Losses Of \$19 Billion in 2021 After Betting on GameStop's Stock to Plunge** - **Business Insider** [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/short-sellers-sitting-on-19-billion-of-losses-on-GameStop-data-shows-2021-1-1030020684> >.

ROBINSON, Matt, **Meme-Stock Frenzy Gets a Fresh Look That Questions SEC Narrative - Bloomberg**, [Em linha] [Consult. 17 de junho de 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-14/meme-stock-frenzy-gets-a-fresh-look-that-questions-sec-narrative> >.

ROSEIRO, Duarte, *As sociedades de notação de risco e o crime de manipulação do mercado*, 2017. [Em linha] [Consult. 17 de junho de 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://run.unl.pt/handle/10362/20346> >.

SAJNOVITS, Alexander, “GameStop im Lichte der MAR – Meme-Trading, soziale Medien und Handelsbeschränkungen durch Broker“, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, vol. 50, n.º 5, 2021, p. 810 (pp. 804–845).

SARR, Abdourahmane; e LYBEK, Tonny, “Measuring Liquidity in Financial Markets”, *IMF Working Paper*, 2002. [Em linha] [Consult. 17 de junho de 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2002/232/article-A001-en.xml>>.

SCHMOLKE, Klaus in: Lars Klöhn, *Marktmissbrauchsverordnung: MAR*, 1ª edição, München, C.H. Beck, 2018.

SCHRÖDER, Christian, *Handbuch Kapitalmarktstrafrecht*, 3ª edição, Heymanns Verlag GmbH, 2015.

SHILLER, Robert, *Irrational Exuberance*, 3ª edição, Princeton University Press, 2016.

SILVA, Miguel Moura e, *Direito da Concorrência*, 2ª edição, Lisboa, AAFDL Editora, 2018, pp. 883 e ss.

STOUT, Lynn, “The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance”, 2003, [Em linha] [Consult. 17 de junho de 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://ssrn.com/abstract=470161>>.

TEIGELACK, Lars, “Market Manipulation” in Rüdiger Veil, *European Capital Markets Law*, 2ª edição, Oxford, Hart Publishing, 2017, pp 225 a 259.

VEIGA, Alexandre Brandão da, *Crime de Manipulação, Defesa e Criação de Mercado*, 1ª edição, Coimbra, Almedina, 2001.

VEIL, Rüdiger, “Europäisches Insiderrecht 2.0 – Konzeption und Grundsatzfragen der Reform durch MAR und CRIM-MAD“, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 2014

—————; e TEMPLER, Lena, “GameStop, Reddit und die Hedgefonds - Betrachtungen aus der Perspektive des europäischen Kapitalmarktrechts“, *ZIP*, 2021.

VENTORUZZO, Marc; e MOCK, Sebastian, *Market Abuse Regulation Commentary and Annotated Guide*, 1ª edição, Oxford, Oxford University Press, 2017.

VERLAINE, Julia-Ambra; e BANERJI, Gunjan - **Keith Gill Drove the GameStop Reddit Mania. He Talked to the Journal - Wall Street Journal** [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.wsj.com/articles/keith-gill-drove-the-GameStop-reddit-mania-he-talked-to-the-journal-11611931696> >.

WARREN. Elizabeth, Letter to the Acting Chair of the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). United States Senate, 2021. [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.warren.senate.gov/imo/media/doc/01.29.2021%20Letter%20from%20Senator%20Warren%20to%20Acting%20Chair%20Lee.pdf> >.

WEGNER, Kilian, “Das „GameStop“-Phänomen nach deutschem Marktmissbrauchsrecht: Marktmanipulation oder legitimes Anlegerverhalten?“, *BKR*, 2021, pp. 181-188.

Legislação europeia:

Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014.

Regulamento Delegado 2016/522

Regulamento (UE) n.º 236/2012. do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de março de 2012.

Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014

Tratado de Funcionamento da União Europeia

Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de dezembro de 2004.

European Securities and Markets Authority:

ESMA, ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/224, 3 de fevereiro de 2015, p. 78. [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.esma.europa.eu/document/esma%E2%80%99s-technical-advice-possible-delegated-acts-concerning-market-abuse-regulation> >.

ESMA, Final Report, Draft Technical standards on the Market Abuse Regulation, 28 de setembro de 2015, ESMA/2015/1455, p. 72. [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf >.

Financial Conduct Authority:

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (2016) *FCA Handbook* MAR. [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/MAR/1/?view=chapter> >.

IOSCO:

IOSCO - Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, 'Investigating and Prosecuting Market Manipulation', Maio de 2000 [Em linha] [Consult. 21 jun. 2021]. [Em linha] [Consult. 21 jun. 2021]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf>>.

IOSCO, 2000 IOSCO Market Manipulation Report, n.º 34. [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf>>.

IOSCO, Investigating and Prosecuting Market Manipulation, maio de 2000. [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf>>.

Reserva Federal Americana:

Board of Governors of the Federal Reserve System, Financial Stability Report, novembro de 2021, p. 18 a 21. [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.federalreserve.gov/publications/files/financial-stability-report-20211108.pdf>>.

Jurisprudência:

Cargill, Inc v Hardin 452 F 2d 1154, 1164–65 (8th Cir 1971)

TJUE, 7.7.2011, Processo C-445/09 – (IMC Securities), ECLI:EU:C:2011:459, [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A62009CJ0445>>.

Comunicação da Comissão:

Comunicação da Comissão, Orientação sobre as prioridades da Comissão na aplicação do artigo 82.º do Tratado CE a comportamentos de exclusão abusivos por parte de empresas em posição dominante, [Em linha] [Consult. 21 jun. 2022]. Disponível em WWW:<[URL: https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2009:045:0007:0020:PT:PDF](https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2009:045:0007:0020:PT:PDF)>.