

# AS OPERAÇÕES SOBRE VALORES MOBILIÁRIOS E O DIREITO DA CONCORRÊNCIA

*Miguel Moura e Silva*<sup>1</sup>

*ABSTRACT: Competition rules protect competition as a process that safeguards consumer welfare. These rules often come into contact with securities regulation. Historically, securities markets have developed on the basis of self-regulation and co-regulation, thus bringing the “rules of the game” under the purview of competition rules. This paper identifies the main categories of competition rules and their relevance to the functioning of security markets, further elaborating on the enforcement of conduct rules (rules on agreements, concerted practices and decisions of associations of undertakings and rules on unilateral conduct) and on merger control as it has been applied to recent cross border mergers between securities exchanges.*

SUMÁRIO: 1. Introdução. 2. As categorias de regras de concorrência. 3. Os acordos entre empresas. 4. O abuso de posição dominante. 5. O controlo de concentrações. 6. Conclusão.

## 1. INTRODUÇÃO

A finalidade das regras de concorrência consiste em proteger o processo concorrencial, de modo a salvaguardar os benefícios que a concorrência produz para os consumidores e para o aumento do bem-estar geral. De entre as várias interações entre as regras de concorrência e o direito dos valores mobiliários, a mais conhecida é a que resulta da articulação das intervenções destes dois normativos na realização de operações de concentração por aquisição em bolsa. Neste trabalho iremos privilegiar outros aspetos da aplicação do direito da concorrência às operações sobre valores mobiliários.

---

1 Todas as opiniões expressas neste texto são estritamente pessoais. O presente texto é baseado na apresentação do autor sobre o mesmo tema no XVI.º Curso de Pós-Graduação em Direito dos Valores Mobiliários, organizado pelo Instituto de Valores Mobiliários da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, realizada a 6 de maio de 2012.

Historicamente, as origens do direito da concorrência ligam-se aos aspetos de organização dos mercados medievais; podemos ainda retirar daí ensinamentos sobre a estrutura dos modernos mercados de valores mobiliários?

Na secção 2 iremos identificar as principais categorias das regras de concorrência e a sua potencial relevância para os diversos aspetos do funcionamento dos mercados de valores mobiliários. Na secção 3 trataremos da aplicação das regras relativas a acordos, práticas concertadas e decisões de associação de empresas à organização e funcionamento dos mercados de valores mobiliários, bem como à conduta dos agentes que neles operam. Na secção 4 serão apresentados alguns casos de aplicação das regras de concorrência a comportamentos unilaterais, ligados aos abusos de poder de mercado. A secção 5 será dedicada à análise da compatibilidade dos movimentos de integração de mercados através de operações de concentração. Na secção 6 faremos um balanço global sobre a aplicação das regras de concorrência às operações sobre valores mobiliários.

## 2. AS CATEGORIAS DE REGRAS DE CONCORRÊNCIA

A matriz europeia do direito da concorrência associa a estrutura das respetivas regras e princípios ao objetivo de promoção e salvaguarda do processo de integração económica. Daí que a redação original do Tratado de Roma, que instituiu a Comunidade Económica Europeia, um dos elementos nucleares da atual União Europeia, integre as normas relativas à concorrência num conceito mais amplo de “distorção da concorrência”. Ia neste sentido a alínea g) do artigo 3.º do Tratado que institui a Comunidade Europeia: “a ação da Comunidade implica”, entre outras medidas, “um regime que garanta que a concorrência não seja falseada no mercado interno”. Com o Tratado de Lisboa, e refletindo uma cedência à posição da França no sentido da relativização teleológica da concorrência no contexto dos fins da integração europeia, tal objetivo foi relegado para um mero protocolo anexo ao Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (o Protocolo relativo ao mercado interno e à concorrência), onde se refere que “o mercado interno, tal como estabelecido no artigo 2.º do Tratado da União Europeia, inclui um sistema que assegura que a concorrência não seja falseada”<sup>2</sup>.

Independentemente da questão de saber se tal modificação constitui ou não um “downgrading” do valor da defesa da concorrência no contexto dos princípios que presidem ao funcionamento da nova União Europeia, a sua

---

2 Riley, 2007: 703.

dimensão operativa continua a residir nas regras que concretizam aquele princípio. Deixando de lado as questões relativas aos auxílios públicos e às medidas estatais passíveis, elas próprias, de atentar contra as regras de concorrência, iremos centrar a nossa atenção nas regras relativas ao comportamento das empresas, ou seja, aos artigos 101.º e 102.º do TFUE, bem como às concentrações de empresas.

Como é natural, está fora do escopo deste trabalho dar conta das intrincadas questões suscitadas pela aplicação daquelas regras<sup>3</sup>; o propósito desta secção é fornecer alguns elementos de contexto para as reflexões que se lhe seguem, situando os vários institutos que enformam o direito da concorrência em termos da sua função e principais requisitos de aplicação.

Como questão prévia, importa definir o âmbito subjetivo de aplicação das regras de concorrência. Assimilando as orientações decorrentes da jurisprudência europeia, o legislador nacional de 2012, na linha dos anteriores diplomas de 1983, 1993 e 2003, define empresa como “qualquer entidade que exerça uma atividade económica que consista na oferta de bens ou serviços num determinado mercado, independentemente do seu estatuto jurídico e do modo de financiamento” (artigo 3.º, n.º 1, da Lei n.º 19/2012, de 8 de maio)<sup>4</sup>. Acresce ainda um requisito quanto à autonomia com que a atividade económica é exercida – só uma entidade com o poder de determinar autonomamente o seu comportamento no mercado pode ser considerada uma empresa. Um dos corolários deste requisito é a qualificação de várias entidades com personalidade jurídica distinta como integrando uma única empresa, caso existam entre elas relações de subordinação a um único centro de controlo. Esta posição é expressamente assumida no ordenamento português, sendo que o n.º 2 do artigo 3.º da Lei n.º 19/2012 define como uma única empresa “o conjunto de empresas que, embora juridicamente distintas, constituem uma unidade económica ou que mantêm entre si laços de interdependência”. Estes últimos podem resultar das situações descritas nas três alíneas daquele número, ou seja, a detenção de uma participação maioritária no capital; a detenção de mais de metade dos votos; a possibilidade de designar mais de metade dos membros do órgão de administração ou de fiscalização; e o poder de gerir os negócios da empresa.

3 V. Moura e Silva, 2008.

4 A Lei n.º 19/2012 corrigiu um lapso da redação do artigo 2.º, n.º 1, da Lei n.º 18/2003, de 11 de junho. Esta última referia-se a “modo de financiamento”. Tratava-se da reprodução de uma tradução errada na versão portuguesa do considerando 21 do acórdão *Höfner*. Acórdão do Tribunal de Justiça (Sexta Secção) de 23.4.1991, Proc. C-41/90, *Höfner e Elser c. Macroton GmbH*, Colet. 1991, p. I-1979.

Simplificando, podemos reconduzir aquelas regras, ainda seguindo a matriz europeia, a três categorias: as regras relativas a comportamentos de coordenação explícita da conduta de duas ou mais empresas (correspondendo ao artigo 101.º, n.º 1 do TFUE e ao artigo 9.º, n.º 1, da Lei n.º 19/2012), regras relativas à conduta de empresas que assumem uma posição qualificada num determinado mercado relevante (reguladas pelo artigo 102.º do TFUE e pelo artigo 11.º da Lei n.º 19/2012<sup>5</sup>) e regras que têm por objeto o controlo prévio e preventivo de alterações estruturais do mercado, ou seja, o controlo de concentrações entre empresas (Regulamento n.º 139/2004 e artigos 36.º e ss. da Lei n.º 19/2012).

### 3. OS ACORDOS ENTRE EMPRESAS

A principal especificidade dos mercados de valores mobiliários é a sua dependência de uma prévia definição pelos agentes que nele participam de um conjunto de “regras do jogo”<sup>6</sup>. Numa visão superficial, a sua origem e o seu funcionamento assentam em acordos entre empresas, para mais empresas que irão rivalizar entre si pela realização de transações – seja como intermediários dos vendedores ou dos compradores.

A necessidade de um acordo entre concorrentes para a definição da própria estrutura do mercado foi analisada no acórdão *Chicago Board of Trade*, proferido pelo Supremo Tribunal de Justiça dos Estados Unidos a 4 de março de 1918<sup>7</sup>. Em causa estava a adoção pelo *Chicago Board of Trade* de uma regra relativa à compra de cereais em trânsito para o mercado de Chicago, já à época o principal mercado de cereais a nível mundial. A regra controvertida, a chamada “call rule”, proibia os membros do *Chicago Board of Trade* de, durante o período temporal que ia desde o encerramento da sessão especial em que eram

5 Note-se que a legislação portuguesa contempla, desde o Decreto-Lei n.º 371/93, de 28 de outubro, a proibição do abuso de dependência económica, que não encontra paralelo no TFUE. Atualmente a disposição relevante é o artigo 12.º da Lei n.º 19/2012.

6 Todavia, esta característica não é exclusiva destes mercados; no caso de eventos desportivos profissionais, também eles o centro de vários mercados associados às formas de exploração económica dos mesmos, é necessária uma definição das regras nucleares de cada competição, o que pressupõe um entendimento entre os participantes, tais como o número de jogadores em cada equipa, a duração de cada jogo, etc. Naturalmente, não é da competição desportiva em si que cuidam as regras de concorrência e sim da rivalidade entre agentes que exercem uma atividade económica associada a essa competição.

7 *Chicago Board of Trade v. U.S.*, 246 U.S. 231 (1918). Ver Bork, 1993: 41-47. Ver Hovenkamp, 2005: 255, “Justice Brandeis’ statement of the rule of reason in *Chicago Board of Trade* (...) has been one of the most damaging in the annals of antitrust. (...) It never tells us what facts are decisive for determining whether a practice merely ‘regulates’ and thus ‘promotes’ competition, or whether it may ‘suppress’ or even ‘destroy’ competition”.

negociados cereais “to arrive” e a abertura das sessões de bolsa normais (onde eram transacionados cereais no mercado à vista e no mercado de futuros), comprar ou fazer ofertas de compra a um preço diferente daquele que resultara do encerramento da sessão especial. O Governo federal considerou que esta regra era contrária ao *Sherman Act*, na medida em que levaria à imposição de um preço de transação durante o período em causa. Por outras palavras, a referência a um preço obrigatório durante o período entre sessões de bolsa corresponderia a um acordo horizontal sobre preços e, como tal, proibido *per se* pelo *Sherman Act*, tal como se de um cartel se tratasse:

“An agreement between men occupying a position of such strength and influence in any branch of trade to fix the prices at which they shall buy or sell during an important part of the business day is an agreement in restraint of trade within the narrowest definition of the term”.

O acórdão do Supremo Tribunal, relatado pelo Juiz Brandeis, rejeita a qualificação deste comportamento, sem mais, como uma restrição da concorrência:

“But the legality of an agreement or regulation cannot be determined by so simple a test, as whether it restrains competition. Every agreement concerning trade, every regulation of trade, restrains. To bind, to restrain is of their very essence. The true test of legality is whether the restraint imposed is such as merely regulates, and perhaps thereby promotes competition, or whether it is such as may suppress or even destroy competition”.

A preocupação central, na ótica do acórdão, consiste em determinar qual o impacto, atual ou potencial, da restrição em apreço nas condições de concorrência. Para o efeito é seguida uma metodologia assente em três vetores: a natureza da “call rule”, o seu âmbito e o seu efeito.

Quanto à natureza da regra, a sua função de organização do mercado parece ser essencial para a apreciação favorável do acórdão: a regra obrigava os membros do *Chicago Board of Trade* a decidir quanto estavam dispostos a pagar antes de encerrada a sessão e a estar presentes na mesma – aí se concentrando as ordens de compra. O âmbito da regra era limitado às compras de cereais “to arrive”, podendo os compradores adquirir livremente cereais já entregues em Chicago e os fornecedores colocar cereais noutros mercados regionais, além de limitar o preço apenas durante o período entre sessões. Por

último, o acórdão sublinha o papel positivo da regra ao melhorar as condições de comercialização, tornando as transações mais transparentes, uma vez que o preço era determinado em sessão pública, concentrava as transações nessas sessões e, em especial, permitia contornar o poder de um grupo de quatro ou cinco armazenistas de Chicago que até aí dominava estas compras.

Após o “crash” de 1929, o espaço de autorregulação dos mercados de valores mobiliários foi substancialmente reduzido devido à criação de um enquadramento de supervisão estatal do sector que, nos Estados Unidos, teve como principal símbolo o *Securities Exchange Act* de 1934 e a instituição em 1934 da *Securities and Exchange Commission*. No entanto, quanto às regras de organização dos mercados os operadores do mercado mantiveram um amplo poder de decisão, adotando regras de natureza técnica. Foi precisamente nesse âmbito que se viria a dar uma nova intervenção das regras de concorrência, suscitando uma questão que ainda hoje é pertinente: até que ponto podem as regras sectoriais limitar o campo de aplicação das normas de defesa da concorrência.

No acórdão *Silver v. NYSE*, o Supremo Tribunal apreciou um caso em que duas sociedades de intermediação (detidas pelo Sr. Silver) que não eram membros da NYSE pediram acesso a uma linha telefónica direta junto de membros daquela bolsa, de forma a aí transacionar valores mobiliários<sup>8</sup>. Alguns meses após o pedido, a NYSE decidiu indeferir o pedido e desligou essa linha, sem aviso prévio e sem comunicar às requerentes o fundamento dessa decisão. Não tendo a possibilidade de obter cotações em tempo real, as empresas do Sr. Silver sofreram perdas significativas de negócio, tendo uma delas acabado por encerrar.

No recurso interposto por Silver perante o Supremo Tribunal colocavam-se duas questões relativas à aplicação do *Sherman Act* a esta conduta da NYSE. Em primeiro lugar, saber se existia um acordo ou uma prática concertada (“agreement or conspiracy”) no sentido de afastar as empresas do Sr. Silver, enquanto concorrentes dos membros da NYSE. Em segundo lugar, mesmo admitindo a existência de um comportamento coordenado, era necessário determinar se o mesmo não seria autorizado pela legislação sectorial, assim se afastando a sua ilicitude.

Relativamente à existência de um comportamento coordenado, o Supremo Tribunal concluiu existir uma atuação concertada da NYSE e dos seus membros que configurava um boicote contrário *per se* ao artigo 1.º do *Sherman Act*, privando as empresas do Sr. Silver de um serviço necessário para concorrer

---

8 *Silver v. NYSE*, 373 U.S. 341 (1963).

no mercado de intermediação *over the counter* de valores mobiliários. Mais complexa é a resposta à segunda questão, sobretudo se partirmos do princípio que existe um espaço necessário de autorregulação a um nível básico de organização dos mercados de valores mobiliários:

“The difficult problem here arises from the need to reconcile pursuit of the antitrust aim of eliminating restraints on competition with the effective operation of a public policy contemplating that securities exchanges will engage in self-regulation which may well have anticompetitive effects in general and in specific applications”.

Daqui parece resultar que essa faculdade auto-organizativa não deve levar a uma isenção genérica quanto à aplicação das regras da concorrência; todavia, também não são fornecidos critérios pragmáticos de resolução do conflito entre uma disciplina que o mesmo tribunal qualificara como de natureza para-constitucional – as regras do *Sherman Act* – com um espaço de autorregulação<sup>9</sup>. A solução para esta questão passa pela sua recondução aos objetivos de política pública subjacentes às disciplinas legais em causa. Somente a esse nível podem ser adequadamente sopesados os valores e interesses legalmente protegidos e determinada a real zona de conflito entre eles:

“The fundamental issue confronting us is whether the Securities Exchange Act has created a duty of Exchange self-regulation so pervasive as to constitute an implied repealer of our antitrust laws, thereby exempting the Exchange from liability in this and similar cases”.

Ora, o reconhecimento da necessidade de as bolsas de valores terem um número limitado de membros – pressupondo, por isso, o poder de excluir outros do seu “clube”<sup>10</sup> – não implica que daí se possa extrair uma ampla exceção a regras tão fundamentais para o funcionamento de mercados competitivos como

9 *Northern Pacific Railway v. U.S.*, 356 U.S. 1 (1958).

10 A analogia com os clubes sociais é assumida na jurisprudência norte-americana, em particular no acórdão em análise: “The exchanges are, by their nature, bodies with a limited number of members, each of which plays a certain role in the carrying out of an exchange’s activities. The limited-entry feature of exchanges led historically to their being treated by the courts as private clubs (...) and to their being given great latitude by the courts in disciplining errant members (...). As exchanges became a more and more important element in our Nation’s economic and financial system, however, the private club analogy became increasingly inapposite, and the ungoverned self-regulation became more and more obviously inadequate, with acceleratingly grave consequence”. *Silver v. NYSE*, 373 U.S. 341 (1963), a pp. 350-351.

as normas de defesa da concorrência. Por outro lado, a história legislativa do *Securities Exchange Act* de 1934 mostra que a preocupação do legislador federal norte-americano foi justamente com os abusos resultantes da exploração arbitrária desse espaço de autorregulação. A causa da intervenção pública neste sector redonda assim na própria incapacidade de esses mecanismos garantirem um correto funcionamento do mercado. Daqui não decorre, todavia, uma supressão dessa autorregulação: a intervenção pública mantém um papel de salvaguarda. Citando um dos seus membros – quando este era presidente da *Securities and Exchange Commission* – o Supremo Tribunal qualifica essa função como visando intervir apenas quando a autorregulação ponha em causa o interesse público:

“letting the exchanges take the leadership with Government playing a residual role. Government would keep the shotgun, so to speak, behind the door, loaded, well oiled, cleaned, ready for use, but with the hope it would never have to be used”.

Mas esta perspectiva esconde o facto de a autorregulação deixar de ser uma faculdade das bolsas e passar a ser um dever em função do interesse público que enforma a atividade em questão. Ora, o *Securities and Exchange Act* de 1934 não prevê um controlo de casos concretos de abuso mas apenas um controlo genérico da natureza abusiva das regras adotadas pelas bolsas de valores, prevendo a recusa de registo da bolsa caso as regras por ela adotadas não sejam compatíveis com princípios justos e equitativos de conduta comercial. Assim, na ausência de um poder de intervenção da entidade supervisora em casos concretos, o Supremo Tribunal considera não existir um verdadeiro conflito entre as regras *antitrust* e as regras sectoriais:

“Since the antitrust laws serve, among other things, to protect competitive freedom, *i.e.*, the freedom of individual business units to compete unhindered by the group action of others, it follows that the antitrust laws are peculiarly appropriate as a check upon anticompetitive acts of exchanges which conflict with their duty to keep their operations and those of their members honest and viable”.

No caso, o carácter arbitrário da atuação da NYSE foi considerado como um exercício injustificável de poderes de autorregulação ao omitir qualquer fundamentação e ao privar o destinatário de uma oportunidade de apresentar o seu ponto de vista. Assim, o *Securities Exchanges Act* não permite justificar



comportamentos anticoncorrenciais tomados sem qualquer garantia de “fair procedure”. A preservação de uma margem de autorregulação, balizada agora também pela aplicação do *Sherman Act*, seria confirmada em acórdãos posteriores, mesmo quanto à fixação de comissões para transações de baixo valor, desde que sujeita a uma supervisão efetiva da *Securities and Exchange Commission*<sup>11</sup>.

Em suma, quando a fixação de regras pelos operadores dos mercados de valores mobiliários reduz a concorrência, tal conduta será contrária ao *Sherman Act* e, a menos que enquadrada no âmbito das funções dos supervisores públicos sectoriais, não poderá ser excluída do âmbito de aplicação das regras de concorrência.

Um dos mais interessantes casos das últimas décadas é o das práticas de cotação seguidas no mercado NASDAQ. Na sequência de um estudo académico, o Departamento de Justiça norte-americano lançou uma investigação quanto à compatibilidade com o *Sherman Act* da prática dos “market-makers” do NASDAQ de não apresentar variações nas cotações em oitavos mas apenas em quartos de dólar, inflacionado o chamado “inside spread”<sup>12</sup>. Um dos aspetos inovadores deste caso foi a aceitação pelos operadores envolvidos de medidas corretivas como a gravação de conversas e a sujeição a escutas-surpresa por funcionários do Departamento de Justiça.

A recente crise financeira, ao obrigar a um olhar mais atento das autoridades públicas sobre a conduta das entidades financeiras, veio revelar a existência de colusão por grandes bancos de investimento dos Estados Unidos, como o *J.P. Morgan*, a *UBS* e o *Wachovia Bank* (atualmente *Wells Fargo Bank*), desta feita em concursos públicos para produtos financeiros derivados, organizados por emitentes públicos municipais<sup>13</sup>.

Ao nível da União Europeia não encontramos ainda casos de aplicação das regras de concorrência do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia a acordos e práticas concertadas no domínio das operações sobre valores mobiliários. Tal deve-se ao facto de a integração dos mercados financeiros estar ainda em curso, só agora surgindo preocupações jusconcorrenciais com alguns aspetos da conduta dos operadores, sobretudo ao nível da criação e reforço de

---

11 *Gordon v. NYSE*, 422 U.S. 659 (1975); *U.S. v. NASDAQ*, 694 422 (1975).

12 Christie & Schultz, 1994: 1813.

13 Quanto ao acordo entre o Departamento de Justiça e o Wachovia, v. o comunicado de imprensa de 8.12.2011 <http://www.justice.gov/opa/pr/2011/December/11-at-1597.html>.

obstáculos à prestação transfronteiriça de serviços. É o que iremos analisar de seguida, mas no âmbito da proibição do abuso de posição dominante.

#### 4. O ABUSO DE POSIÇÃO DOMINANTE

As regras de concorrência da União Europeia integram-se na prossecução de objetivos mais amplos, em particular o desenvolvimento do mercado interno. Daí que a Comissão possa exercer as suas competências neste domínio tendo em vista a eliminação de eventuais entraves à integração dos mercados, sobretudo quando eles resultem do comportamento de entidades com monopólios legais ou fácticos. Uma das áreas de especial preocupação no que respeita aos mercados financeiros prende-se com a existência de obstáculos às operações transfronteiriças, em especial quanto a serviços acessórios à compra e venda de valores mobiliários.

O caso *Clearstream* ilustra bem a natureza dos problemas que se colocam à aplicação das regras de concorrência neste domínio<sup>14</sup>. Em causa estava uma alegada recusa de acesso da *Euroclear Bank* a certos serviços associados à compensação e liquidação (“clearing” e “settlement”, respetivamente) de valores mobiliários emitidos na Alemanha, bem como a prática de preços discriminatórios. Estes serviços são complementares à realização de uma transação de compra e venda de valores mobiliários, garantindo a segurança jurídica através da verificação permanente da propriedade dos valores em questão (e.g. art. 41.º CVM). Na Alemanha existia uma única entidade que atuava como depositário central do emitente (*Wertpapiersammelbank*), a *Clearstream Banking AG*, também designada como *Clearstream Banking Frankfurt* ou *CBF*. Esta entidade era por sua vez detida pela *Clearstream International* (CI)<sup>15</sup>.

A Comissão iniciou o processo oficiosamente a 22.3.2001, na sequência de um estudo sectorial relativamente aos serviços pós-transação de valores mobiliários. Os serviços de compensação e liquidação são prestados por centrais depositárias nacionais (Centrais de Depósito de Títulos ou CDT), bem como por intermediários como as centrais internacionais depositárias de títulos (CIDT) além de outros intermediários como os bancos. À data dos factos existiam apenas duas CIDT, a *Euroclear Bank* e uma subsidiária da CI,

---

14 Decisão da Comissão de 2.6.2004, no Proc. COMP/38.096 – *Clearstream* (serviços de compensação e liquidação), sumário publicado a 17.7.2009 no J.O. C 165/7. A decisão integral (em versão não confidencial) pode ser encontrada em [http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/case\\_details.cfm?proc\\_code=1\\_38096](http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/case_details.cfm?proc_code=1_38096).

15 Em Portugal essa função é assegurada por uma subsidiária da Euronext Lisbon, a Interbolsa.

a *Clearstream Banking Luxembourg* (CBL). O elemento fundamental do caso é a autonomização da prestação de serviços primários de compensação e liquidação. Com efeito, tais serviços só podem ser prestados por entidades onde os títulos transacionados estejam depositados em regime de custódia final. No caso alemão, a CBF detinha a custódia final dos títulos emitidos ao abrigo do direito alemão mantidos sob custódia coletiva, pelo que só ela podia prestar serviços primários de compensação e liquidação relativamente a estes títulos.

Naturalmente, tal situação ocorre igualmente noutros Estados-membros, sendo que a *Euroclear Bank* exerce funções correspondentes às desempenhadas na Alemanha pela CBF em Estados como o Reino Unido, a França, Países Baixos e Bélgica. A prestação de serviços internacionais depende do acesso aos serviços de compensação e liquidação relativos aos títulos com depósito primário nos Estados dos respetivos emitentes, para poder inscrever alterações na conta de valores mobiliários aberta junto do depositário central do emitente.

A *Euroclear Bank* solicitou o acesso à plataforma informática da CBF, tendo esta protelado as negociações ao longo de um período de dois anos e praticado condições de preço que discriminavam a *Euroclear Bank* face a outras CIDT e CDT. Estes são os comportamentos analisados como abusivos.

A Comissão definiu o mercado relevante como sendo o do fornecimento dos serviços primários de compensação e liquidação relativos a valores mobiliários emitidos ao abrigo do direito alemão, pelo depositário central do emitente às CDT de outros Estados-membros e às CIDT<sup>16</sup>.

A principal questão jurídico-económica suscitada respeitava à dimensão material do mercado de serviço, uma vez que os próprios intermediários prestam serviços de compensação e liquidação secundária, através de inscrição nos seus próprios registos por conta dos seus clientes; no entanto tal só pode suceder quando, por exemplo, ambas as partes na transação disponham de contas junto desse intermediário. Ironicamente, a própria *Euroclear Bank* defendeu, junto da Comissão, uma definição mais ampla do mercado. A Comissão explica este aparente paradoxo com o facto de a *Euroclear Bank* recear o efeito de precedente desta decisão quanto aos mercados em que ela própria exerce funções como CDT.

A decisão da Comissão analisa a substituíbilidade do lado da procura e do lado da oferta. Assim, quanto à procura, o acesso à CDT por um intermediário

---

16 Sobre a definição do mercado relevante e seu papel no contexto da aplicação da proibição do abuso de posição dominante, ver Moura e Silva, 2010a: 51.

apresenta vários inconvenientes que limitam a substituibilidade dos serviços primários pelos serviços secundários, tais como os prazos mais longos para o registo, maior risco e complexidade, custos mais elevados e potenciais conflitos de interesses, sobretudo quanto a bancos que atuem como intermediários.

Do lado da oferta, os prestadores de serviços secundários de compensação e liquidação não se encontram em condições de proceder ao processamento interno de todas as transações para todos os títulos sob custódia final da CDT do emitente, bastando que uma das partes não tenha conta no intermediário para que tal possibilidade seja afastada. Por último, os preços praticados pelos intermediários não condicionam os preços da CDT.

Definido desta forma o mercado relevante, a posição dominante da CBF era evidente quanto aos valores mobiliários nela depositados em regime de custódia coletiva. A questão que se colocava de seguida era saber se a sua conduta constituía um abuso de posição dominante contrário ao artigo 102.º do TFUE.

Para que a *Euroclear Bank* pudesse receber os serviços de compensação e liquidação de ações depositadas na CBF e registadas na plataforma informática desta, a *Cascade*, necessitava de aceder ao subsistema *Cascade RS*. Para a Comissão a recusa em permitir o acesso ao sistema *Cascade RS* constituía um abuso de posição dominante devido à posição de parceiro obrigatório assumida pela CBF, não sendo possível à EB duplicar os serviços em causa. Além disso, segundo a Comissão, tal recusa prejudicou a inovação e a concorrência no mercado a jusante da prestação de serviços de compensação e liquidação secundários. A Comissão indica ainda um argumento pouco frequente nesta tipologia de casos, designadamente a existência de uma expectativa legítima da *Euroclear Bank* quanto ao fornecimento dos serviços primários num prazo razoável, a qual teria sido frustrada pelo comportamento da CBF. Por outro lado, a CBF terá ainda discriminado a Euroclear Bank quanto ao prazo em que foram fornecidos os serviços face a outros clientes.

Quanto ao impacto na inovação, a Comissão valorizou especialmente o serviço prestado pelas CDT, ao assegurar a compensação e liquidação transfronteiras de valores mobiliários comunitários, sendo as ações registadas (sujeitas à custódia coletiva junto da CBF) as ações alemãs mais transacionadas internacionalmente, o impacto seria potencialmente elevado.

A CBF não apresentou uma justificação para a sua recusa que tivesse por fundamento eventuais ganhos de eficiência ou a criação de benefícios para os seus clientes. Pelo contrário, embora esse não seja um dos fundamentos essenciais da decisão, a conduta da CBF deve ser analisada na perspetiva da

concorrência existente entre a CBL, sociedade controlada pela mesma sociedade-mãe, e a *Euroclear Bank*.

A Comissão definiu ainda qual seria o prazo razoável para o início do fornecimento dos serviços em 4 meses, correspondente ao que decorreu entre o pedido e a efetivação do acesso por parte da CBL, apesar de outras CDT terem obtido acesso quase imediato ou no máximo no prazo de um mês. Na medida em que tal acesso foi concedido a clientes comparáveis, o comportamento da CBF foi considerado como uma discriminação contrária ao artigo 102.º TFUE, ainda que sem autonomia face à recusa de prestação de serviços.

Uma segunda prática abusiva consistiu no carácter discriminatório dos preços cobrados pelo acesso a serviços, durante um período que decorreu entre o final de 1996 e 1.1.2002. Os preços cobrados a CDTs eram de 5 euros por transação, enquanto que à *Euroclear Bank* era cobrado um preço anual de 125.000 euros, e seis euros por transação (20% mais). Sendo o conteúdo dos serviços semelhantes e não tendo a CBF apresentado uma justificação objetiva para essa diferenciação, a prática foi considerada abusiva.

Apesar da natureza abusiva da prática, a Comissão entendeu não dever ser aplicada uma coima devido ao facto de ser a primeira decisão proferida num sector considerado complexo da compensação e liquidação de valores mobiliários e de a infração ter cessado antes da decisão. Isso não impediu a *Clearstream* de recorrer da decisão, pedindo a sua anulação<sup>17</sup>.

O atual Tribunal Geral confirmou integralmente a decisão da Comissão. Além da análise da definição de mercado, podemos extrair deste acórdão três contributos essenciais para a aplicação da proibição do abuso de posição dominante no contexto de práticas que entravam o aparecimento de novos serviços financeiros transfronteiriços.

O primeiro contributo refere-se ao argumento suscitado pelas recorrentes, segundo as quais o atraso na concessão de acesso ao sistema *Cascade* e *Cascade RS* não demonstrava um objetivo anticoncorrencial. Reiterando a jurisprudência constante das instâncias europeias, segundo a qual o conceito de abuso tem natureza objetiva, o Tribunal Geral considerou suficiente demonstrar que o comportamento abusivo em causa tendia a restringir a concorrência, ou seja, “que o comportamento é adequado ou suscetível de ter esse efeito”. Além disso, a própria Comissão tinha apresentado indícios sérios de um objetivo

---

17 Acórdão do Tribunal de Primeira Instância (Quinta Secção) de 9.9.2009, no Proc. T-301/04, *Clearstream Banking AG e Clearstream International SA c. Comissão*, Colet. 2009, p. II-3155.

anticoncorrencial subjacente à recusa de acesso, em particular ao favorecer a posição da *Clearstream International*, a qual concorria diretamente com a *Euroclear Bank*. Que as recorrentes estavam em posição de restringir a concorrência resultava claro da análise do mercado levada a cabo pela Comissão na decisão recorrida:

“146. Tal como foi exposto no âmbito do exame do primeiro fundamento, a decisão impugnada revela que a Comissão efetuou uma análise completa do mercado dos serviços. Com base nesta análise, a Comissão pôde em seguida concluir justificadamente que a CBF detinha um monopólio de facto e, portanto, era um parceiro comercial incontornável em matéria de prestação de serviços primários de compensação e de liquidação no mercado relevante. Observou ainda que as barreiras à entrada neste mercado, em termos de regulamentação, de exigências técnicas, de interesse dos participantes no mercado, de custos à entrada, de custos para os clientes e de probabilidade de poder prestar produtos competitivos, eram tão elevadas que era possível excluir a eventualidade de novas entradas que fizessem pressão concorrencial sobre a CBF num futuro previsível (considerandos 205 a 215 da decisão impugnada).”

No entanto até que ponto a conduta da *Clearstream* violava os deveres resultantes do artigo 102.º do TFUE? É neste ponto que se insere o segundo contributo deste acórdão, relativo à aplicação da jurisprudência europeia sobre a recusa de acesso, geralmente designada como *essential facilities doctrine*, por influência do direito *antitrust* dos Estados Unidos<sup>18</sup>. O critério jurisprudencial é reafirmado nos seguintes termos:

“147. A este respeito, decorre da jurisprudência do Tribunal de Justiça que, para concluir pela existência de um abuso na aceção do artigo 82.º CE, é necessário que a recusa do serviço em questão seja suscetível de eliminar toda a concorrência no mercado por parte de quem procura o serviço e não possa ser objetivamente justificada, mas ainda que o serviço seja em si mesmo indispensável para o exercício da atividade de quem procura o serviço (acórdão do Tribunal de Justiça de 26 de Novembro de 1998, Bronner, C7/97, Colet., p. I7791, n.º 41). Segundo jurisprudência assente, um produto ou serviço só pode considerarse essencial ou indispensável se não existir qualquer substituto real ou potencial (v. acórdão do Tribunal de Primeira Instância de 15 de Setembro de 1998, European Night

18 Ver Moura e Silva, 2010b: 269.

Services e o./Comissão, T374/94, T375/94, T384/94 e T388/94, Colet., p. II3141, n.º 208, e a jurisprudência citada).”

A impossibilidade de substituição dos serviços primários recusados pela *Clearstream* para que a *Euroclear Bank* pudesse desenvolver a sua atividade e o facto de esta prestar serviços secundários inovadores com características transfronteiriças, constituíam, no entender do Tribunal, fundamento bastante para a Comissão considerar que a recusa era abusiva. Apesar de a concorrência não ser totalmente eliminada no mercado, o Tribunal confirmou a tese da Comissão, no sentido de a recusa ser abusiva desde que constitua um entrave à prestação de serviços secundários inovadores. Estabelecida a natureza abusiva da recusa, competia às recorrentes fazer prova da existência de uma justificação objetiva, o que estas não lograram estabelecer perante o Tribunal.

O terceiro e último contributo a destacar prende-se com a segunda conduta abusiva imputada às recorrentes: a discriminação em matéria de preços. Esta prática corresponde a um dos exemplos de comportamentos abusivos que constam do segundo parágrafo do artigo 102.º, na sua alínea c). Esta qualifica como abusivas práticas que consistam em “aplicar, relativamente a parceiros comerciais, condições desiguais no caso de prestações equivalentes, colocando-os, por esse facto, em desvantagem na concorrência”. O argumento central das recorrentes neste aspeto era a não equivalência das prestações que a Comissão usou para estabelecer a existência de uma discriminação. Também aqui o Tribunal Geral adere à tese da Comissão, sublinhando que o conteúdo dos serviços prestados às diferentes entidades era equivalente e que os elementos de prova invocados pelas recorrentes eram inconclusivos.

Assim, seguindo a jurisprudência constante:

“185. Importa recordar, a este respeito, que, embora o ónus da prova quanto à existência das circunstâncias constitutivas de uma violação do artigo 82.º CE impenda sobre a Comissão, é, todavia, à empresa dominante em causa, e não à Comissão, que incumbe, se for o caso, antes do fim do procedimento administrativo, invocar uma eventual justificação objetiva e apresentar argumentos e elementos de prova a esse respeito. Compete, em seguida, à Comissão, se pretender concluir pela existência de um abuso de posição dominante, demonstrar que os argumentos e os elementos de prova invocados pela referida empresa não procedem e que, por conseguinte, a justificação apresentada não pode ser acolhida (acórdão *Microsoft/Comissão*, n.º 47 *supra*, n.º 688).”

Ora, tendo a Comissão solicitado às requerentes a justificação das diferenças de preços e uma análise detalhada dos custos, desagregados por operação, sem que tais elementos lhe tenham sido fornecidos, o Tribunal Geral considerou que não foi feita prova de uma justificação objetiva das diferenças de preços praticados pelas recorrentes.

Um segundo elemento do argumento das recorrentes era o de não se ter provado que a *Euroclear Bank* tinha sido colocada numa situação de desvantagem concorrencial.

Seguindo mais uma vez a jurisprudência constante das instâncias da União Europeia, o Tribunal Geral entendeu que o preenchimento do tipo de abuso de discriminação de preços se basta com o facto de a conduta em causa, consideradas todas as circunstâncias relevantes do caso, conduzir a uma distorção da concorrência entre parceiros comerciais, sem que seja necessário fazer prova adicional de um dano concorrencial quantificável para os parceiros comerciais discriminados:

“194. No caso em apreço, a aplicação a um parceiro comercial de preços diferentes para serviços equivalentes, de forma contínua durante cinco anos, por uma empresa que detém um monopólio de facto no mercado a montante, produziu necessariamente uma desvantagem concorrencial para este mesmo parceiro.”

Esta decisão contrasta com um caso que tem contornos semelhantes, decidido pelo antigo Conselho da Concorrência, o caso *Infobolsa*<sup>19</sup>.

A Bolsa de Valores de Lisboa fornecia, mediante remuneração, aos chamados *vendors* de informação, como a *Bloomberg*, *Reuters* (a denunciante neste processo) e outros, um conjunto de dados gerados pelo sistema de negociação a que só têm acesso os respetivos associados. A informação transmitida correspondia à indicação, por título, da melhor e da pior transações.

Após uma modificação do sistema informático de negociação entre os seus associados, este passou a estar em condições de fornecer informação sobre as cinco melhores e cinco piores transações de cada título, também designada informação sobre a profundidade do mercado. O serviço foi introduzido para aumentar o grau de informação disponível aos membros da Bolsa. No entanto, como a informação gerada no sistema era vendida a outros prestadores de serviços que a faziam chegar a investidores que não participavam do círculo

---

<sup>19</sup> Seguimos aqui a nossa anterior análise deste caso em Moura e Silva, 2010a: 377.



restrito dos associados, o sistema passou a gerar um novo serviço enquanto produto derivado do sistema de *trading*.

Entretanto, no último trimestre de 1997, a Bolsa de Valores de Lisboa lançou um serviço próprio de informação bolsista, que concorria com os diferentes *vendors*. Esta concorrência tem uma particularidade: os interessados em informação bolsista tendem a subscrever pelo menos dois, senão mais serviços, de modo a garantir redundância em caso de falha de um dos fornecedores e manter um fluxo máximo de informação. Nesta perspectiva, os sistemas são não apenas concorrentes em sentido próprio como também complementares entre si. O novo serviço com informação sobre a profundidade do mercado era disponibilizado no Infobolsa mas não foi imediatamente disponibilizado aos *vendors* independentes.

A Reuters apresentou uma queixa, imputando à Bolsa de Valores de Lisboa um abuso de posição dominante por recusa em disponibilizar a informação sobre profundidade do mercado e discriminação relativamente ao serviço Infobolsa<sup>20</sup>.

Em sua defesa, a Bolsa de Valores de Lisboa afirmou nunca ter negado acesso a tal informação, tendo mesmo disponibilizado uma minuta de contrato à Reuters em Outubro de 1998 (um ano após o lançamento do serviço Infobolsa). Na verdade tal acesso só se tornou efetivo em Julho de 1999.

A entidade instrutora qualificou a conduta em causa como um abuso de posição dominante, na aceção das alíneas *e)* e *f)* do artigo 2.º, aplicável por remissão do artigo 3.º, ambos do Decreto-Lei n.º 371/93, de 29 de outubro. Ou seja, em causa estaria uma prática de discriminação e uma recusa de venda, respetivamente. Na sequência de diligências complementares levadas a cabo pelo Conselho da Concorrência, a Bolsa de Valores de Lisboa veio invocar igualmente dificuldades técnicas, incluindo a necessidade de dar prioridade ao trabalho dos técnicos de informática na preparação para os problemas que poderia vir a colocar o famoso *bug* do ano 2000.

Um fator que modificou o quadro do litígio foi a celebração de um acordo, em agosto de 2000, para o fornecimento da informação sobre profundidade do mercado, levando a denunciante a considerar “ultrapassadas as razões que levaram esta empresa a apresentar queixa”.

---

20 A queixa assentava igualmente em alegados atrasos de alguns segundos na entrega da informação. Não foi possível confirmar a veracidade de tais alegações.

Os mercados relevantes eram, por um lado, o de fornecimento da informação sobre o mercado “em bruto” e, por outro, o mercado de informação bolsista no qual era vendida a informação tratada pelos *vendors*. O Conselho da Concorrência decidiu arquivar o processo, aceitando as justificações da arguida e assumindo assim o ónus de provar a falta de fundamento das mesmas, em clara discrepância com a jurisprudência comunitária em sede de abuso de posição dominante.

A justificação avançada, assente em argumentos técnicos, fundava-se em pressupostos pouco plausíveis. As dificuldades técnicas teriam impedido a transmissão do sinal com a informação sobre a profundidade do mercado durante dois anos a empresas localizadas em Lisboa. Simultaneamente, a mesma informação era fornecida ao sistema Infobolsa. Acresce que, de acordo com os esclarecimentos prestados pela própria Bolsa de Valores de Lisboa, o sistema Infobolsa baseava-se numa solução de *software* fornecida por uma empresa equivalente da Bolsa de Madrid. Quer isto dizer que o sinal com a informação sobre a profundidade do mercado era transmitido de Lisboa para Madrid, aí conformado no conteúdo do Infobolsa e, por sua vez, transmitido por satélite para os clientes localizados em Portugal. Como seria de supor, a Bolsa de Valores de Lisboa não conseguiu explicar por que motivo o fornecimento era possível por transmissão para Madrid, mas não dentro da cidade de Lisboa. Estabelecida a natureza *prima facie* abusiva de uma conduta, cabe à empresa dominante apresentar uma justificação objetiva que seja legítima e proporcional, o que não parece ter sucedido.

Quais são as implicações deste caso? Como sabemos, um abuso de posição dominante pode ocorrer quando uma empresa que detém tal posição de poder de mercado viola os especiais deveres de conduta que decorrem dessa situação de facto em que se encontra. A questão que então se coloca é a de saber se existe ou não um dever de, nas circunstâncias do caso, facultar o acesso em condições de igualdade às informações sobre a profundidade de mercado (relativamente às quais a Bolsa de Valores de Lisboa detinha um monopólio de facto: a informação é um subproduto da atividade de *trading* dos seus membros, assente em soluções informáticas que geram tal resultado em função das necessidades dos associados). Como vimos no caso *Clearstream*, tal dever pode encontrar fundamento na jurisprudência do Tribunal de Justiça da União Europeia em sede do atual artigo 102.º do TFUE.

O novo regime jurídico da concorrência, a Lei n.º 19/2012, de 8 de maio, adota agora um enunciado quase idêntico ao do artigo 102.º do TFUE e prevê a

punição das violações desta última norma como contraordenações<sup>21</sup>. É assim de esperar que, de futuro, os tribunais nacionais sigam com maior rigor a jurisprudência europeia, tratando situações como a do caso *Infobolsa* em conformidade com o entendimento expresso pelo Tribunal Geral no acórdão *Clearstream*.

## 5. O CONTROLO DE CONCENTRAÇÕES

A aplicação das regras relativas ao controlo de concentrações a operações sobre valores mobiliários suscita uma dificuldade inicial. Contrariamente às regras dos artigos 101.º e 102.º do TFUE ou as normas correspondentes da legislação nacional, que se fundam num critério material de afetação da concorrência e, no caso das regras da União Europeia, num critério de competência, o critério da afetação do comércio entre Estados-membros, o controlo de concentrações depende do preenchimento de determinados limiares de volume de negócios das empresas envolvidas. Ora, no caso das bolsas de valores, se os volumes das transações que nelas ocorrem podem ser astronómicos, o mesmo não se passa com o volume de negócios das bolsas propriamente ditas. Por esta razão, alguns dos movimentos de consolidação de bolsas de valores, sobretudo transnacionais (mas não só), têm escapado à aplicação das regras da União Europeia, contidas no Regulamento (CE) n.º 139/2004. É disso exemplo a concentração NYSE Group/Euronext, que – por não ter dimensão comunitária – foi analisada pelas autoridades nacionais de vários Estados da União Europeia, incluindo Portugal<sup>22</sup>.

Este panorama alterou-se significativamente com a tentativa de concentração da Deutsche Börse com a NYSE Euronext. No início de fevereiro de 2012, a Comissão Europeia adotou uma decisão de proibição, por considerar a operação contrária ao mercado interno<sup>23</sup>. A decisão da Comissão foi confirmada pelo Tribunal Geral na sequência de um recurso de anulação interposto pela Deutsche Börse<sup>24</sup>.

---

21 Ver Moura e Silva, 2014: 9.

22 Ver Decisão de 22.12.2006 da Autoridade da Concorrência de não oposição (1.ª fase), NYSE Group/Euronext NV, CCENT n.º 51/2006.

23 Ver Comunicado de Imprensa IP/12/94, de 1.2.2012, disponível em <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/12/94> e Memo/12/60, disponível em <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/12/60&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>. A versão não confidencial da decisão está disponível em [http://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m6166\\_20120201\\_20610\\_2711467\\_EN.pdf](http://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m6166_20120201_20610_2711467_EN.pdf).

24 Acórdão do Tribunal Geral (Terceira Secção), de 9.3.2015, no Proc. T-175/12, *Deutsche Börse AG c. Comissão*, ECLI:EU:T:2015:148.

Para a Comissão Europeia, a operação teria criado um quase monopólio nos produtos financeiros derivados europeus transacionados em bolsas a nível global. Com efeito, as unidades daquelas duas bolsas que atuam no mercado dos produtos financeiros derivados, a Eurex e a Liffe, detêm, em conjunto, mais de 90% daquele mercado. Se a quota agregada era impressionante, mais decisiva ainda se viria a revelar a insusceptibilidade de aquela posição ser contestada por outros concorrentes dada a existência de elevados obstáculos à entrada naquele mercado. Da análise da Comissão destaca-se o funcionamento do mercado num sistema dito de “silos verticais”, com ligação entre o “silo” da bolsa, onde são feitas as transações, e o “silo” da central de compensação. A conexão estreita entre os dois “silos” leva a que os clientes tenham importantes vantagens de operar com contratos de derivados numa única central de compensação. O efeito da concentração seria o de reforçar essa vantagem, consolidando a nova entidade numa posição de domínio quase inexpugnável. Uma das consequências da crise financeira que começou em 2007 foi precisamente a adoção de iniciativas regulatórias tendentes a transferir produtos financeiros derivados do mercado OTC para mercados com câmaras de compensação, de modo a reduzir os riscos inerentes a estes produtos. Esse movimento tende igualmente a reforçar a posição de uma entidade como a que resultaria desta concentração.

Sendo a consequência direta da concentração a eliminação da concorrência pelo preço entre a *Eurex* e a *Liffe*, esta foi identificada pela Comissão como o seu principal efeito negativo previsível, diminuindo igualmente a vertente competitiva da inovação em detrimento das empresas que recorrem a produtos financeiros derivados, sejam elas pequenas e médias empresas ou empresas de maior dimensão. A pressão concorrencial inerente à possibilidade de perder um cliente para a outra bolsa que preservava os incentivos a um desempenho mais eficiente e inovador teria assim desaparecido.

De especial interesse são os argumentos invocados pelas partes na concentração a título de alegados benefícios para os clientes. Em primeiro lugar, o aumento de liquidez que resultaria da concentração. A Comissão rejeitou essa tese, considerando que os ganhos de liquidez resultariam da concorrência e não da consolidação das bolsas. Em segundo lugar, as empresas em causa entendiam que a concentração permitiria aos seus clientes diminuir as garantias a prestar no âmbito das respetivas operações sobre produtos financeiros derivados. Embora sem negar a existência de possíveis ganhos para os clientes, a Comissão, aplicando a metodologia de justificação de concentrações com fundamento em ganhos de eficiência, rejeitou a estimativa da magnitude desses

benefícios – considerando que o seu impacto era mais reduzido do que o alegado – e entendeu que não estava preenchido o requisito de especificidade, ou seja, que os benefícios em causa poderiam ser realizados mesmo sem a operação de concentração. Por fim, a justificação com base em alegados ganhos de eficiência não foi acolhida pela Comissão por esta considerar que os ganhos demonstráveis não eram suficientes para compensar os efeitos negativos sobre a concorrência de uma operação que criaria um quase monopólio e entender que era improvável que esses benefícios fossem totalmente repercutidos sobre os clientes.

Não podendo a transação ser considerada compatível com o mercado interno nos termos em que foi inicialmente notificada, as partes procuraram ainda introduzir algumas medidas corretivas que pudessem viabilizar a operação. Todavia, os compromissos de desinvestimento não foram considerados suficientes para restaurar a concorrência efetiva após a concretização da operação, pelo que a mesma foi proibida pela Comissão Europeia.

Também do outro lado do Atlântico as recentes movimentações no sentido da consolidação global das bolsas de valores levaram ao fracasso de uma operação de concentração devido à oposição das autoridades norte-americanas, com fundamento na violação das regras de concorrência. Em causa estava uma oferta hostil num valor superior a 11 mil milhões de dólares, feita pelo *NASDAQ OMX Group* e pela *Intercontinental Exchange Inc.* sobre a *NYSE Euronext*, ao mesmo tempo em que decorriam as negociações entre esta e a *Deutsche Börse*.

Fundando-se na eventual violação do artigo 7.º do *Clayton Act*, o Departamento de Justiça dos Estados Unidos opôs-se à transação e esta acabaria por ser abandonada pelos oferentes. Para aquela autoridade norte-americana, a operação levaria à eliminação substancial da concorrência no mercado dos serviços de colocação de novas empresas no mercado (as *Initial Public Offerings* ou IPOs)<sup>25</sup>. Neste mercado, e à semelhança da operação analisada pela Comissão Europeia, a concentração criaria um quase monopólio, privando os clientes dos benefícios da concorrência. Não tendo existido uma decisão formal por parte do Departamento de Justiça dos Estados Unidos, os elementos publicamente disponíveis não nos permitem avançar numa análise dos fundamentos da

---

25 Comunicado de imprensa "NASDAQ OMX Group Inc. and Intercontinental Exchange Inc. Abandon Their Proposed Acquisition of NYSE Euronext After Justice Department Threatens Lawsuit", de 16.5.2011. Disponível em [http://www.justice.gov/atr/public/press\\_releases/2011/271214.htm](http://www.justice.gov/atr/public/press_releases/2011/271214.htm).

oposição ou das eventuais justificações ou medidas corretivas que poderiam ter sido avançadas pelos oferentes.

## 6. CONCLUSÃO

Do ponto de vista jusconcorrencial, as operações sobre valores mobiliários têm conhecido um enquadramento favorável nas regras de concorrência da União Europeia, a exemplo, como vimos, do que sucede nos Estados Unidos. Com particular relevância para a própria organização destes mercados e o funcionamento de mecanismos de autorregulação, as regras que envolvam a colaboração entre concorrentes não levantam, geralmente, problemas concorrenciais desde que sejam indispensáveis ao funcionamento do mercado. Da análise efetuada resultam duas importantes qualificações a esta afirmação. Em primeiro lugar, as práticas que se traduzam na fixação de preços de modo a impedir o funcionamento do livre jogo da concorrência são contrárias às regras da concorrência. A existência de práticas de cartelização nos mercados de dívida municipal nos Estados Unidos comprova a necessidade de ser mantida uma atenção rigorosa a tais práticas – particularmente lesivas da livre concorrência enquanto bem jurídico protegido. A outra qualificação refere-se ao poder conferido às entidades organizadoras dos mercados de adotar regras suscetíveis de entravar o acesso de concorrentes ao mercado, sendo aqui fundamental salvaguardar a concorrência. Neste domínio poderão suscitar-se dificuldades de articulação entre o regime de defesa da concorrência e os regimes sectoriais específicos, sobretudo quando os Estados mantêm uma supervisão essencialmente formal e que não tem em conta as preocupações jusconcorrenciais (isto quando não se vai ao ponto de fazer prevalecer sobre a concorrência outros valores, como o da estabilidade financeira). Sem prejuízo da indispensável análise casuística que determine a medida real do conflito, deve ter-se em conta a natureza supranacional e de direito originário da União Europeia que assumem as regras de concorrência do TFUE; estas prevalecem, por isso, não apenas sobre o direito nacional como também sobre regimes adotados pelo legislador da União Europeia, os quais, constituindo direito derivado, não podem derrogar as regras de concorrência do TFUE.

Ainda no âmbito das regras de concorrência dirigidas a comportamentos das empresas, é de sublinhar que, em matéria da proibição do abuso de posição dominante, a emergência de plataformas globais de negociação deve levar a maiores cautelas na análise de comportamentos unilaterais. O desenvolvimento de novas infraestruturas essenciais (físicas ou meramente virtuais) e o

aparecimento de “standards” tecnológicos constituem áreas de especial interesse para a aplicação do artigo 102.º do TFUE e do artigo 12.º da Lei n.º 19/2012.

Quanto às concentrações, a dimensão global das operações bolsistas começa a suscitar objeções ao crescimento por aquisição, como se comprova pela oposição às recentes operações na União Europeia e nos Estados Unidos. A proibição da concentração *Deutsche Börse/NYSE Euronext* pela Comissão Europeia deve merecer particular atenção pelo facto de a mesma se fundar na rejeição de argumentos relativos a alegados ganhos de eficiência, geralmente fáceis de alegar mas de difícil prova, sobretudo em mercados onde a concentração atinge já o nível de um oligopólio restrito a nível global.

Apesar desta decisão, os entraves que os regimes de controlo de concentrações dos Estados Unidos e da União Europeia colocam a uma maior consolidação do sector das bolsas continuam a ser testados, sendo disso exemplo as discussões reatadas no início de 2016 entre a *London Stock Exchange* e a *Deutsche Börse* sobre uma possível fusão, após duas tentativas falhadas em 2000 e 2005.<sup>26</sup> Segundo a *Bloomberg*, a entidade resultante da concentração ocuparia a liderança mundial, a grande distância do seu maior concorrente, o Grupo CME, sediado em Chicago. O tema da concentração nas entidades gestoras dos mercados de valores mobiliários permanece, por isso, mais atual do que nunca e não deixará certamente de conhecer novos desenvolvimentos nos próximos anos.

---

26 “Stocks Exchanged”, *The Economist*, 27.2.2016.

## BIBLIOGRAFIA

BORK, Robert H.

1993 *The Antitrust Paradox – A policy at War With Itself. With a New Introduction and Epilogue*, Nova Iorque: Free Press.

CHRISTIE, William & SCHULTZ, Paul

1994 “Why do NASDAQ Market Makers Avoid Odd-Eighth Quotes?”, *Journal of Finance*, vol. 49, p. 1813.

HOVENKAMP, Herbert

2005 *Federal Antitrust Policy – The Law of Competition and its Practice*, 3.<sup>a</sup> ed., St. Paul, Minn.: Thomson/West.

MOURA E SILVA, Miguel

2008 *Direito da Concorrência – Uma Introdução Jurisprudencial*, Coimbra: Almedina.

2010a *O abuso de posição dominante na nova economia*, Coimbra: Almedina.

2010b “A tipificação da recusa de acesso a infraestruturas essenciais como abuso de posição dominante na Lei da Concorrência”, *Revista de Concorrência e Regulação*, vol. I, n.º 1, p. 269.

2014 “As práticas restritivas da concorrência na Lei n.º 19/2012: novos desenvolvimentos”, *Revista do Ministério Público*, vol. 35, n.º 137, p. 9.

RILEY, Alan

2007 “The EU Reform Treaty and the Competition Protocol: Undermining EC Competition Law”, *E.C.L.R.*, vol. 28, n.º 12, p. 703.