

**Universidade de Lisboa**

**Faculdade de Direito**



**FACULDADE DE DIREITO**

**UNIVERSIDADE DE LISBOA**

**O ABUSO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA:**

ENQUADRAMENTO JURÍDICO DA NEGOCIAÇÃO ALGORÍTMICA DE ALTA

FREQUÊNCIA (HIGH FREQUENCY TRADING)

Jorge Miguel Cunha Palavra

Mestrado Profissionalizante em Ciências Jurídico-Empresariais

Lisboa, Julho de 2018

**Universidade de Lisboa**

**Faculdade de Direito**



**FACULDADE DE DIREITO**

**UNIVERSIDADE DE LISBOA**

**O ABUSO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA:**

ENQUADRAMENTO JURÍDICO DA NEGOCIAÇÃO ALGORÍTMICA DE ALTA  
FREQUÊNCIA (HIGH FREQUENCY TRADING)

Jorge Miguel Cunha Palavra

Mestrado Profissionalizante em Ciências Jurídico-Empresariais

Orientador:

António Barreto Menezes Cordeiro

Lisboa, Julho de 2018

*“Our greatest weakness lies in giving up.  
The most certain way to succeed is always to try just one more time.”*

Thomas A. Edison

## Índice

	Pág.
Resumo.....	5
Abstract.....	6
Abreviaturas.....	7
Introdução.....	8
1. O mercado de valores mobiliários.....	11
1.1.A informação e génese do <i>insider trading</i> .....	11
1.2.Argumento a favor da descriminalização do insider trading.....	14
1.3.Evolução legislativa no ordenamento jurídico português.....	17
2. O crime de abuso de informação privilegiada - Artigo 378º do CVM...	22
2.1.Bem jurídico tutelado.....	22
2.2.Princípio da publicidade ou da informação.....	25
2.3.Informação privilegiada.....	28
2.3.1. Carácter não público.....	29
2.3.2. Carácter preciso.....	31
2.3.3. Carácter específico.....	32
2.3.4. Idoneidade para influenciar de maneira sensível o preço no mercado.....	33
2.4.Agentes típicos e condutas puníveis.....	34
2.5.Conduas excluídas do âmbito do abuso de informação privilegiada...	37
3. Competência da CMVM em matéria criminal.....	39
3.1.Dificuldade de prova.....	42
4. Actualidade dos mercados.....	46
5. Negociação de Alta Frequência ( <i>High Frequency Trading</i> ).....	50
5.1. Vantagens e desvantagens da Negociação de Alta Frequência.....	54
5.2. Estratégias de negociação.....	56
6. A Negociação de Alta Frequência poderá consubstanciar crime de Abuso de Informação Privilegiada?.....	60
7. Front-running e o Abuso de Informação Privilegiada.....	63
Conclusão.....	68
Bibliografia.....	70

## Resumo

A presente dissertação tem por objectivo uma breve análise do crime de abuso de informação privilegiada, seguida de um enquadramento no nosso ordenamento jurídico, do fenómeno de Negociação de Alta Frequência (High Frequency Trading), e da relação que se pode estabelecer entre ambos os institutos.

Iremos iniciar o tratamento do tema por uma visão geral do mercado de valores mobiliários, a evolução legislativa (Portuguesa e Europeia) no que respeita ao crime de abuso de informação privilegiada, o bem jurídico tutelado pela norma incriminadora, o papel fundamental que a informação desempenha no mercado enquanto pedra basilar do seu bom funcionamento, a problemática das assimetrias de informação e os pressupostos deste tipo de ilícito.

Serão ainda abordadas a regulação e a supervisão do mercado, enquanto mecanismos necessários para mitigar as falhas de mercado, bem como, a postura activa e preventiva que a Comissão de Valores Mobiliários deve exercer face a novos desafios regulatórios, resultantes de novas técnicas e estratégias de negociação influenciadas pelo advento das novas tecnologias.

Consideramos que o tema em questão, para além de complexo, é extremamente dinâmico, não se perdendo de forma alguma a sua actualidade, como foi possível constatar pelos escândalos de *insider trading* que têm vindo a verificar-se nos últimos anos. No nosso entender, os crimes de mercado são uma realidade em constante mutação que a legislação, regulação e supervisão devem acompanhar.

É nesse âmbito que partiremos para uma análise da negociação algorítmica, especialmente a Negociação Algorítmica de Alta Frequência, ou High Frequency Trading, percebendo no que consiste esta prática relativamente recente de comercialização de títulos no mercado bolsista, que tem ganho crescente relevância ao longo da última década.

Assim, tentaremos perceber se certas estratégias de negociação a ela associadas poderão ser ofensivas do bem jurídico tutelado pelo crime de abuso de informação privilegiada, e nesse sentido, se serão enquadráveis neste tipo legal de crime.

**Palavras-chave:** Valores mobiliários, Mercado, Informação, Abuso de Informação Privilegiada, Negociação Algorítmica de Alta Frequência.

## **Abstract**

The purpose of this dissertation is to provide a brief analysis of insider trading, followed by its framework on our legal system, an examination of algorithmic trading, more precisely the High Frequency Trading, and the relationship that can be established between both institutes.

We will approach the subject starting with an overview of the securities market, Portuguese and European legislative developments concerning insider trading, the foundation for this prohibition, the fundamental role that information plays in the market as a corner stone of its proper functioning, the information asymmetries problematic in the market and the structure of insider trading criminal norm.

Market regulation and supervision will also be addressed as necessary mechanisms to mitigate market failures, as well as the active and preventive stance that Portuguese Securities and Exchange Commission must adopt facing new regulatory challenges, consequence of the emerging computerized negotiation strategies and techniques, influenced by the advent of new technologies.

We consider this issue both complex and extremely dynamic, and over the years has not lost its relevance, as can be seen from the insider trading scandals occurring in the last two decades. By our viewpoint, market crimes, like insider trading, are an everchanging reality, which legislative, regulatory and supervisory bodies are required to monitor and keep up with.

It is in this context that we will start analyzing the Algorithmic Negotiation, specially its High Frequency Trading subcategory, which has been attracting attentions and notoriety during the last decade, realizing what this relatively recent practice of securities negotiation means for the markets.

Accordingly, we will try to understand if some strategies of negotiation associated with High Frequency Trading can be harmful and represent a threat to the markets, and finally, if they fit in the insider trading legal framework.

**Key words:** Securities, Securities Market, Information, Insider Trading, High Frequency Trading.

## **Abreviaturas**

BCE – Banco Central Europeu

CP – Código Penal

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

Cód. MVM – Código do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código de Valores Mobiliários

DL – Decreto Lei

E.U.A. – Estados Unidos da América

E.M. – Estado-Membro da EU

ESMA – Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e Mercados

HTF – High Frequency Trading

SEC – Securities Exchange Commission

U.E. – União Europeia

## Introdução

O mercado de valores mobiliários, enquanto meio de financiamento alternativo ao crédito concedido pela banca, assume extrema relevância para o desenvolvimento do tecido empresarial e ao fomento do investimento na economia.

É, pois, fácil perceber a importância e utilidade, bem como, a absoluta necessidade da manutenção da sua eficiência.

Nesse sentido, a fiabilidade do próprio mercado é condição essencial à captação de investimento, o que não será possível sem o valor “confiança” que o investidor nele deposita.

Nas últimas décadas o desenvolvimento tecnológico veio permitir a crescente abertura ao comércio mundial, uma verdadeira globalização dos mercados financeiros, facilitando as transacções de valores mobiliários. Nesta massificação de investimento, cujos perfis dos investidores intervenientes no mercado vão desde o investidor institucional ou profissional ao investidor comum, e face ao amplo leque de produtos aí presentes, entre estes, produtos ou instrumentos financeiros complexos<sup>1</sup>, a inovação introduzida pelas novas tecnologias nos canais de comunicação e transacção adensam os desafios de regulação e supervisão.

Assim, propomo-nos tratar o tema relativo ao crime de mercado: o abuso de informação privilegiada, partindo de uma análise de visão geral sobre o mercado e do papel central que nele desempenha a informação, dar conta da natural assimetria de informação entre os vários *market players*<sup>2</sup>, *insiders*<sup>3</sup> e demais investidores, e perceber até onde vai, ou pode ir, essa assimetria.

---

<sup>1</sup> O cardápio de produtos ou instrumentos financeiros complexos existente é extenso, entre estes podemos referir alguns dos mais conhecidos como: as obrigações estruturadas, warrants autónomos, certificados, contratos de derivados sobre divisas (Forex), ETF's (Exchange Traded Funds, embora nem todos se possam considerar complexos) ou os CFD's (Contracts for Difference). Estes produtos caracterizam-se pela sua rendibilidade incerta e dependência face à cotação de determinados activos ou índices, e por isso mesmo são alvo de uma regulamentação e regulação específica. Dada a sua complexidade, apenas os investidores mais qualificados se encontram capacitados para uma efectiva compreensão do seu risco.

<sup>2</sup> Termo de origem anglo-saxónica, que se pode definir como “empresas ou instituições financeiras envolvidas num mercado em particular”, ou em termos mais abrangentes, como participantes no mercado.

<sup>3</sup> Termo de origem anglo-saxónica para designar aquele que, pelas suas funções, proximidade, integração na estrutura societária do emitente ou por ter cometido um acto ilícito, se encontra na posse de informação privilegiada.

Em seguida abordamos o *insider trading*<sup>4</sup>, a tipificação do abuso de informação privilegiada percebendo qual o seu fundamento e o bem jurídico que se visa proteger, bem como, o regime jurídico em vigor, direcionado à atenuação dos efeitos nefastos deste tipo de crime no mercado.

Na nossa opinião, com base na realidade dinâmica que representa o mercado de valores mobiliários e da dificuldade de prova no que concerne a este tipo de crimes económicos, estamos em crer que, por mais que seja tratado, o tema permanece actual, tanto pela constante necessidade de actualização de informação e conhecimento disponível, bem como, pela contínua adaptação que se exige ao legislador, entidades de regulação e supervisão.

As falhas inerentes ao próprio mercado, a especulação e a sofisticação e inovação de novos produtos e formas de comercialização assim o exigem.

Nesse contexto, iremos olhar para um fenómeno que ao longo das duas últimas décadas tem ganho especial relevância, tanto no mercado bolsista americano como no europeu, a negociação algorítmica, mais concretamente uma subcategoria da negociação algorítmica, a negociação algorítmica de alta frequência, ou, *High Frequency Trading*<sup>5</sup>.

Ao longo dos últimos anos, assistimos ao reforço da tendência de parte das transacções no mercado de valores mobiliários passar pelo uso de comercialização com recurso à computação de algoritmos informáticos.

O recurso a este tipo de tecnologias, que engloba a utilização de supercomputadores e uma automatização dos processos de negociação, permite aos *traders* de alta frequência centenas ou até milhares de entradas e saídas diárias no mercado, abrindo e fechando posições, que resultam em lucros avultados a curto/médio prazo.

Na prática, como se tem vindo a observar, os computadores que realizam estas transacções são capazes de superar a produtividade humana no que concerne à leitura e processamento de dados da informação disponível no mercado.

---

<sup>4</sup> Termo de origem anglo-saxónica, bastante comum na doutrina nacional e internacional, que consiste na transacção de valores mobiliários com base em informação privilegiada.

<sup>5</sup> Termo de origem anglo-saxónica usado para definir a negociação ou transacção de alta frequência, ou seja, o uso de tecnologia e algoritmos na comercialização de instrumentos financeiros, passíveis de serem transaccionados por meio electrónico, em curtos espaços de tempo e sem intervenção humana.

Actuam com base nas informações recolhidas, calculando e prevendo determinadas tendências, maximizando o retorno esperado em curtos espaços de tempo.

Como veremos, esta prática terá as suas vantagens e desvantagens para o mercado de valores mobiliários, podendo e devendo levar a uma reflexão e discussão do seu impacto para a protecção investidor individual e corporativo sem acesso a este tipo de meios.

Na prática, poderá causar efeitos adversos para a transparência e eficiência do mercado, características que se presumem essenciais ao seu bom funcionamento.

Em suma, feita esta reflexão, tentaremos perceber se certas práticas e estratégias de negociação associadas ao *High Frequency Trading*, podem ser enquadráveis no tipo legal de crime de abuso de informação privilegiada, tal como este se encontra tipificado no ordenamento jurídico português e europeu.

## 1. O Mercado de Valores Mobiliários

### 1.1. A informação e génese da criminalização do *insider trading*

O mercado de valores mobiliários<sup>6</sup> corresponde ao local<sup>7</sup> em que as empresas ou os Estados, enquanto emitentes, visam a obtenção de financiamento junto de investidores, ao invés do recurso à banca, e funciona com base nas leis da oferta e da procura.

Este espaço, digamos assim, destina-se a aproximar os sujeitos económicos, funcionando como meio alternativo de financiamento ao desenvolvimento da economia, alocando-se as poupanças dos investidores aos projectos dos emitentes.<sup>8</sup>

Como se sabe, para que o mercado de valores mobiliários cumpra o seu desígnio, é fulcral que os investidores depositem nele e na economia em que este assenta, a sua confiança, sob pena de diminuição da afectação de recursos ao mercado e a uma contracção da sua liquidez.

Podemos afirmar que a segurança do investidor decorre da fiabilidade do próprio mercado, sendo que a decisão de optar pela realização, ou não, de um investimento, reside em parte na informação que se encontre acessível ao público.

Os mercados alimentam-se e vivem dessa informação, diz FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO “*Os mercados de valores mobiliários são*

---

<sup>6</sup> O art. 1.º do CVM (aprovado pelo DL n.º 486/99, de 13 de Novembro) define valores mobiliários da seguinte forma: “São valores mobiliários, além de outros que a lei como tal qualifique: a) As acções; b) As obrigações; c) Os títulos de participação; d) As unidades de participação em instituições de investimento colectivo; e) Os warrants autónomos; f) Os direitos destacados dos valores mobiliários referidos nas alíneas a) a d), desde que o destaque abranja toda a emissão ou série ou esteja previsto no acto de emissão; g) Outros documentos representativos de situações jurídicas homogéneas, desde que sejam susceptíveis de transmissão em mercado.”

<sup>7</sup> Tradicionalmente, o encontro de vontades entre emitentes e investidores ocorria em espaços físicos, onde os correctores transmitiam as ordens de compra e venda conforme instruções dos clientes. Nos dias de hoje, considerando a evolução tecnológica que se tem verificado nos últimos anos, o panorama alterou-se, não existe a necessidade de tal negociação ocorrer num espaço físico, pelo que as transacções processam-se à distância por meios electrónicos.

<sup>8</sup> Cfr. Guia do Investidor da CMVM, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/GuiaDoInvestidor/Pages/Guia-do-Investidor.aspx>, cit. pág. 10 “Valores mobiliários são documentos emitidos por empresas ou outras entidades, em grande quantidade, que representam direitos e deveres, podendo ser comprados e vendidos, nomeadamente na Bolsa. Para as empresas que os emitem, representam uma forma de financiamento alternativa ao crédito bancário. Para os investidores, são um modo de aplicação de poupanças alternativo aos depósitos bancários e a outros produtos financeiros que se caracteriza por oferecer níveis diferentes de risco e rendibilidade.”

*caracterizados pela doutrina como sendo mercados que vivem da informação e são altamente sensíveis e reactivos à informação que é divulgada”.*<sup>9</sup>

A hipótese do mercado eficiente, ou *Efficient Market Hypothesis*, de Eugene Fama<sup>10</sup>, sugere que a cotação dos valores mobiliários presentes no mercado espelha toda a informação conhecida. Não iríamos tão longe, diremos apenas que a informação é, de facto, um dos factores relevante na tomada de decisão dos investidores.<sup>11</sup>

O bom funcionamento do mercado, decorre do pressuposto de que os que nele investem, o fazem em situação de igualdade, ou seja, com acesso à mesma informação (a que já foi tornada pública) que os seus pares, não podendo os *insiders* ou os *tippees*<sup>12</sup>, na posse de informação privilegiada (a informação que não é conhecida pela generalidade dos investidores, ficando reservada a um núcleo restrito) fazer uso da mesma aproveitando-se de assimetrias informativas.

Pelo impacto que a de informação pode ter no mercado, os emitentes encontram-se adstritos a determinados deveres no que respeita à sua divulgação, como veremos adiante, devendo proceder à sua difusão de forma transparente, permitindo que os investidores actuem, à partida, numa situação de igualdade de oportunidades.

Naturalmente, a situação de igualdade de que falamos não poderá corresponder a uma igualdade absoluta, nem tal se coaduna com a natureza concorrencial do mercado, no qual existem diferentes intervenientes com níveis distintos de conhecimento e experiência.

---

<sup>9</sup> PINTO, Frederico da Costa, “O Direito de Informar e os Crimes de Mercado”, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 2, ano 1998, cit. pág. 98.

<sup>10</sup> Economista americano, vencedor do prémio nobel da economia em 2013.

<sup>11</sup> Salvo o devido respeito, e sem que seja o nosso objectivo tecer considerações acerca da hipótese de FAMA, vários autores consideram que a percepção de que as cotações no mercado reflectem toda a informação disponível, subestima a ocorrência de bolhas especulativas ou a irracionalidade das decisões humanas.

Estas manifestações de falhas de mercado poderão ter contribuído para a crise do *subprime* em 2007 e 2008. Como se observou, as agências de rating (CRAs – *Credit Rating Agencies*), à data, continuavam a fornecer informação ao mercado, de que determinados produtos financeiros continuariam sólidos, mesmo não o sendo, como se veio a verificar.

Acrescentamos ainda outro exemplo de bolhas especulativas relativamente recente, a *dot-com bubble*, ocorrida entre 1997 a 2001, um período de especulação excessiva na febre irracional de adaptação às potencialidades que a Internet oferecia.

O efeito e impacto da informação no mercado de capitais não é algo linear e previsível, poderá mesmo levar à ocorrência de tendências que não seriam, de todo, previsíveis dada a informação presente no mercado. Assim sendo, será mais razoável ter apenas em linha de conta que, o factor informação disponível, ou acessível ao público, é passível de determinar a decisão do investidor, sem perder a noção de que outros factores concorrem para a definição das cotações.

<sup>12</sup> Termo de origem anglo-saxónica para designar aquele que recebe informação de um *insider* que, por quebra dos seus deveres fiduciários, lhe tenha revelado informação privilegiada, e que este, sabendo, a usa em seu benefício ou aconselha terceiros a usá-la.

Não obstante, cabe ao legislador tomar as rédeas da regulação, de forma a sancionar condutas que possam acentuar as assimetrias informativas existentes, sem que com isso desvirtue o risco e a concorrência inerentes ao mercado.

Assim, uma das práticas que coloca em causa o bom funcionamento do mercado, bem como a protecção que os seus investidores merecem, e que é, inclusive, punida criminalmente, é o abuso de informação privilegiada, ou *insider trading*.

Porém, a censurabilidade do *insider trading* nem sempre assumiu os moldes de hoje, tendo durante o séc. XX sido considerada prática vulgar e aceite.

À época, a lógica da não criminalização do *insider trading* residia no facto de este ser considerado privilégio dos mais bem informados, ou por outras palavras, uma espécie de compensação legítima aos que dedicavam o seu tempo e esforço em busca de informação relevante e que, com base nesta, obtinham lucro.

Contudo, esse entendimento e a visão sobre as assimetrias informativas presentes no mercado foram-se alterando.

Nos E.U.A., após o *crash* da bolsa em 1929, em reacção às lacunas da lei que evidenciavam a fraca protecção dos investidores, surgiram o *Securities Act* de 1933 e o *Securities Exchange Act* de 1934, instituindo o princípio da *full disclosure*.<sup>13</sup> Com a sua entrada em vigor, pretendeu-se que os emitentes de valores mobiliários publicassem a informação necessária para que os investidores pudessem tomar uma decisão informada, limitando as anteriores práticas abusivas.

Ao longo do tempo, e à medida que novos escândalos vinham a público, tornou-se fundamental para o legislador, reforçar a percepção de segurança inerente ao mercado, e nessa medida, fortalecer a regulação que incidia sobre o mercado de valores mobiliários na óptica da protecção do investidor, combatendo condutas fraudulentas e a especulação.<sup>14</sup>

---

<sup>13</sup> Cfr. também SEC Rule 10b-5, regulação que visou a proibição de qualquer acto ou omissão que resultasse em fraude, relacionada com a compra de um activo financeiro, incluindo a proibição da prática de *insider trading*.

<sup>14</sup> CÂMARA, Paulo, “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, 2ª Edição, Almedina, 2011, cit. pág. 30 “(...) *objectivos associados à regulação do mercado de valores mobiliários: a protecção dos investidores, a defesa do funcionamento equitativo, eficiente e transparente do mercado e redução do risco sistémico.*”.

Cfr. art. 358º do CVM, onde são elencados os princípios a que a supervisão da CMVM se deve subordinar.

A protecção dos investidores, lado a lado com a eficiência do mercado<sup>15</sup>, assume neste posição central e encontra-se na génese de grande parte das normas do Direito dos valores mobiliários<sup>16</sup>, uma vez que a lei procura atenuar ao máximo, ou se possível até, extinguir as falhas de mercado.

A eficiência do mercado e a protecção do investidor, devem pois, considerar-se realidades simbióticas, por outras palavras, como constata PAULO CÂMARA “(...) *a lei pugna pela protecção dos investidores em relação às falhas de mercado (inter alia, assimetrias informativas, crises, delitos e fenómenos miméticos irracionais (herding), pelo que a extensão destas determina a intensidade daquela, o que basta para inferir que estes dois aspectos são elementos teleológicos que não funcionam de modo auto-suficiente, mas antes em termos complementares.*”<sup>17</sup>

## **1.2. Argumento a favor da descriminalização do *insider trading***

No que concerne à proibição do abuso de informação privilegiada, embora a sua adopção, atentas as especificidades de cada ordenamento jurídico, tenha enfrentado alguma resistência, certo é, que existe hoje vasto consenso quanto ao seu carácter de ilicitude.

Nesse sentido, veja-se a opinião do Prof. Doutor ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO ao entender que “*Embora tenha sido muito desafiada por algumas correntes ligadas à análise económica do Direito, a interdição da utilização e comunicação de informação assimétrica concita hoje largo consenso, podendo considerar-se superadas as teses contrárias.*”<sup>18</sup>, ou os autores JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS que escrevem “*Da opacidade do comportamento à sua visibilidade e subsequente regulação/proibição, encontramos caminhos que certamente são específicos de cada ordem jurídica, mas que hoje*

---

<sup>15</sup> Vide CORDEIRO, A. Barreto Menezes, “Direito dos Valores Mobiliários, Vol. I”, Almedina, Lisboa, 2015, págs. 251 e sgs..

<sup>16</sup> Para maior desenvolvimento sobre este assunto vide RODRIGUES, Sofia Nascimento, “A protecção dos investidores em Valores Mobiliários”, Almedina, 2001.

<sup>17</sup> CÂMARA, Paulo, ob. cit., cit. pág. 31.

<sup>18</sup> MENEZES CORDEIRO, António, coord. “Código das Sociedades Comerciais Anotado”, 2ª Edição, Almedina, 2014, comentário ao art. 449º, cit. pág. 1158.

*tendem a convergir na valoração de que o abuso de informação privilegiada é ilícito e merecedor de reacções ou sanções.”<sup>19</sup>.*

Entre os principais defensores da descriminalização do *insider trading*, encontram-se autores como Henry G. Manne<sup>20</sup>, Dennis Carlton e Daniel Fischel<sup>21</sup>, Robert Haft<sup>22</sup> ou Hayne E. Leland<sup>23</sup>, cujos argumentos se baseiam na ineficiência da norma penal, alegando que esta funciona contra o próprio mercado e produz resultados adversos ao pretendido.

Para estes autores, a descriminalização do *insider trading*, do ponto de vista económico, seria capaz de produzir benefícios para o mercado.

Um dos principais argumentos utilizados é, talvez, o de que o abuso de informação privilegiada na transacção de valores mobiliários, permite ao mercado uma reacção mais eficiente à informação, ajustando o valor da cotação ao que deveria ser o seu valor real.

Nesse sentido, o próprio vencedor do prémio Nobel em ciências económicas de 1976, Milton Friedman, afirmou em 2003, numa entrevista à CNBC "*you want more insider dealing, not less. You want to give people most likely to have knowledge about deficiencies of the company an incentive to make the public aware of that.*".

Outra razão apontada para a falta de fundamento para a criminalização do *insider trading* é a impossibilidade de sanção de um agente que beneficie de informação privilegiada ao abster-se de tomar uma decisão, quer seja a venda ou compra de valores mobiliários. A prova da ocorrência da prática de abuso de informação privilegiada à partida não é fácil, mesmo para os casos em que existe uma acção predicada na posse de determinada informação, mas torna-se praticamente impossível quando estamos perante uma omissão, embora se criem condições para que ocorra um benefício em ambos os casos.

A exigência de prova de que um agente na posse de informação privilegiada, se absteve de determinado comportamento e disso retirou proveito, corresponderia mesmo a uma *probatio diabólica*.

---

<sup>19</sup> FARIA COSTA, José de, e ELISABETE RAMOS, Maria, “O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) A informação enquanto problema jurídico-penal”, Coimbra Editora, Coimbra, 2006, cit. pág 25.

<sup>20</sup> Cfr. MANNE, Henry G., “Insider Trading and the Stock Market”.

<sup>21</sup> Cfr. CARLTON, Dennis, e FISCHER, Daniel “The Regulation of Insider Trading”.

<sup>22</sup> Cfr. HAFT, Robert, “The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation”.

<sup>23</sup> Cfr. LELAND, Hayne, “Insider Trading: Should it be prohibited?”.

Existe também quem considere que existe uma linha demasiado ténue e de difícil separação entre informação adquirida com base em conhecimento pessoal, estudos ou pesquisa de mercado, e informação privilegiada.

Alguns autores advogam mesmo, que a prática do abuso de informação privilegiada não é garantia de um benefício, pois o mercado pode reagir em sentido contrário às expectativas do agente que actua com base em informação privilegiada.

Teorias liberais mais radicais invocam ainda o direito de propriedade sobre a informação, entendendo que quem possui informação privilegiada terá legitimidade para a usar.

Na mesma linha de pensamento, há quem considere que esta prática pode ser uma forma de remunerar justamente os administradores societários, que pela sua preparação e conhecimento do mercado são o motor da criação de riqueza.

Vistos os argumentos a favor da descriminalização do *insider trading*, tomamos parte a favor da posição dominante e mais conservadora que tem vindo a ser assumida pela maioria da doutrina, assim como, autoridades de regulação, supervisão e jurisprudência.

Não nos parece existirem dúvidas que, a própria natureza do abuso de informação privilegiada abala a confiança dos investidores no mercado e é potencialmente criadora de desigualdade entre aqueles, traduzindo-se num benefício para os *insiders*, enquanto o mercado no geral seria alvo dos seus efeitos nocivos.

Para que a eficiência e a transparência do mercado não sejam colocadas em causa, deve reinar a equidade e igualdade de oportunidade entre os investidores.

Admitindo as transacções com recurso a informação privilegiada, estaríamos a admitir a ocorrência de situações tremendamente injustas, não colhendo o argumento que a prática de *insider trading* é um crime sem vítima. Neste caso, a vítima será a globalidade do mercado, que sofre as consequências da prática do abuso de informação privilegiada<sup>24</sup>, enquanto o *insider* recolhe os lucros.

---

<sup>24</sup> Não nos esqueçamos que o abuso de informação privilegiada é potenciador da diminuição da transparência e confiança no mercado, e conseqüentemente da sua eficiência.

### 1.3. Evolução Legislativa no ordenamento jurídico português

À medida que a repressão ao *insider trading* ia conhecendo desenvolvimentos nos E.U.A., noutras partes do globo, nomeadamente na U.E., esta tendência só começou a ganhar algum fulgor durante a década de 80.<sup>25</sup>

Em Portugal, o actual CSC, publicado em 1986, que visou a adaptação da realidade jurídica societária a directivas comunitárias, com a alteração promovida pelo DL n.º 184/87, de 21 de Abril, já previa a natureza e obtenção ilícita de informação no contexto societário, nos artigos 449º e 450º, bem como, o tipo penal de crime relativo ao abuso de informação privilegiada, no seu artigo 524º.

Este ainda era, todavia, algo limitado, uma vez que apenas previa punição para membros de órgão de administração, fiscalização ou liquidação, de sociedade anónima, conforme decorria dos seus n.ºs 1, 2 e 4.

A crescente internacionalização dos mercados e a integração legislativa dos E.M. da União Europeia, levou a uma adopção de soluções e medidas comuns, com a adopção da Directiva 89/592/CEE de 13 de Novembro, tendo em vista a preservação da confiança dos investidores no mercado e o seu bom funcionamento.<sup>26</sup>

Com a sua transposição para o ordenamento jurídico português, a norma do CSC que previa abuso de informação privilegiada viria a ser revogada, pois ainda não se direccionava à regulação do mercado de valores mobiliários.

Essa previsão legal transitou para o art. 666º do Cód. MVM, aprovado pelo DL n.º 142-A/91, de 10 de Abril.<sup>27</sup>

---

<sup>25</sup> NEWKIRK, Thomas C., “Speech by SEC Staff: Insider Trading – A U.S. Perspective”, 1998, disponível em <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm>, cit. “(...)As United States lawmakers, courts and regulators struggled to refine prohibitions on insider trading, insider trading in the rest of the world markets, with few exceptions, went virtually unregulated prior to the 1980s. The first wide-ranging development outside the United States in efforts to ban insider trading was the European Community Directive Coordinating Regulations on Insider Trading, adopted on November 13, 1989 (the “EC Directive”). The EC Directive arose out of the 1957 Treaty of Rome Establishing the European Economic Community, which mandated creating a single internal European financial market. The EC Directive was thirteen years in the making; the first deliberations beginning in 1976. In the 1980s, highly publicized insider trading scandals in New York involving Ivan Boesky and Michael Milken, among others, and in Europe involving the Guinness brewing group, gave a new urgency to developing a European-wide ban on insider trading. The Directive was modeled after French and English insider trading prohibitions(...)”.

<sup>26</sup> Cfr, Directiva 89/592/CEE do Conselho de 13 de Novembro de 1989, relativa à coordenação das regulamentações respeitantes às operações de iniciados.

<sup>27</sup> MENEZES CORDEIRO, António, ob. cit., comentário ao art. 449º, cit. pág. 1157 e 1162 “A antecedência da codificação societária do século XX em Portugal, levada a cabo pelo Código das Sociedades Comerciais de 1986, sobre a codificação mobiliária, apenas iniciada 5 anos mais tarde –

Alteração que, na opinião de JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS promoveu uma “*mudança de inserção sistemática que não deixa de ser relevante e significativa porquanto, sob o ponto de vista do sistema, expressa a ligação entre o crime de abuso de informação e o mercado de valores mobiliários.*”.<sup>28</sup>

Além disso, a modificação permitiu o alargamento dos sujeitos abrangidos pelo tipo, consignando, para além daqueles que o artigo 524º do CSC já previa, os *tippees*<sup>29</sup>, pois como resultava do n.º 3 do artigo 666º do Cód. MVM “*Qualquer pessoa não abrangida pelo corpo do n.º 1 do presente artigo que tome conhecimento de uma informação privilegiada cuja fonte directa ou indirectamente só possa ser uma das pessoas ali referidas, e, não ignorando que a informação reveste essa natureza, procure tirar proveito dela, adquirindo ou alienando, de conta própria ou por conta de outrem, directamente ou através de terceiros, os valores referidos na alínea a) do mesmo número (...)*”.

O mesmo diploma, deu ainda origem à criação da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, como entidade capaz de garantir a estabilidade e funcionalidade dos mercados, com o propósito de os fiscalizar, supervisionar e regular.<sup>30</sup>

---

*no Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991 –, conduziu a que, por conveniência, alguns temas ligados ao mercado recebessem tratamento normativo originário na lei societária, para depois serem trasladados para o domínio mobiliário. Assim sucedeu nomeadamente com a disciplina das OPAs, da manipulação de mercado e também, em parte, com o regime do abuso de informação privilegiada. (...) O Código do Mercado de Valores Mobiliários, porém, veio retirar da órbita da codificação societária a criminalização do insider trading, revogando o 529º, em termos que foram objecto de dois posteriores aperfeiçoamentos, já no CVM (em 1999 e em 2006). (...) “Deve-se ao Código das Sociedades Comerciais a inaugural consagração, em Portugal, do abuso de informação privilegiada como tipo penal, no seu 524º. O preceito veio a ser revogado na sequência da aprovação do Código do Mercado de Valores Mobiliários, em 1991. A norma que o substituiu – o 666º deste primeiro código mobiliário – aproveitou para transpor a Directriz 89/592/CEE, de 13-Nov., para a ordem jurídica interna.”.*

E ponto 24 do Cód. MVM “*Alguns ilícitos se salientavam, a carecer de um tratamento especial, com tipificação mais adequada e penalização bem mais forte do que as resultantes da legislação em vigor. Eram eles o de abuso de informação (insider trading) e o de manipulação do mercado. Daí que se tenha revisto a definição e o tratamento criminal dados (numa perspectiva forçosamente menos ampla) a esses dois tipos de ilícito nos artigos 524.º e 525.º do Código das Sociedades Comerciais, o que se fez, respectivamente, nos artigos 666.º e 667.º, acolhendo-se, no primeiro deles, as disposições da Directiva n.º 89/592/CEE, de 13 de Novembro de 1989”.*

<sup>28</sup> FARIA COSTA, José de, e ELISABETE RAMOS, Maria, ob. cit., cit. pág 28.

<sup>29</sup> Termo de origem anglo-saxónica, cuja definição resultava do próprio n.º 3 do artigo 366º do Cód. MVM.

<sup>30</sup> CÂMARA, Paulo, ob. cit., cit. pág. 55 “*(...) O diploma consagrou simultaneamente a criação da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários como autoridade de supervisão independente com competências e atribuições em matéria de supervisão e regulamentação mobiliária.*”.

Cfr. ainda FARIA COSTA, José de, e ELISABETE RAMOS, Maria, ob. cit. cit. pág 15 “*Contemporaneamente, e atendendo à necessidade de proteger o interesse público de defesa do*

Apesar da revogação da norma presente no art. 524º do CSC, o código que rege as sociedades comerciais continua, actualmente, a prever a figura do abuso de informação privilegiada, no seu artigo 449º, embora este se encontre limitado ao regime de responsabilidade civil em sociedades anónimas.

Quanto ao Cód. MVM, este viria a ser revogado pelo CVM, aprovado pelo DL n.º 486/99, de 13 de Novembro, fixando-se o tipo de ilícito penal de abuso de informação privilegiada no artigo 378º do CVM.<sup>31</sup>

Além da sistematização num novo código, a norma que previa o abuso de informação privilegiada foi alvo de algumas transformações.

Como alude FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO “*foi suprimida intencionalmente a cláusula de “procurar tirar proveito” da informação, que constava do texto do art. 666º, n.º 1 al. a) do CdMVM de 1991, elemento de natureza complexa que poderia ser entendido quer no plano objectivo (como uma descrição genérica das práticas negociais), quer como um elemento subjectivo especial da ilicitude. No primeiro caso introduzia uma complexidade desnecessária do tipo, no segundo caso seria uma manifestação deslocada da técnica seguida nos crimes patrimoniais. Foi igualmente suprimido regime de atenuação da pena previsto no art. 666º, n.º 2 do CdMVM de 1991. O preceito atribuía um valor atenuante à errada convicção do agente que transmitia a informação privilegiada a outrem sempre que aquele estivesse fundadamente convencido de que o receptor da informação a manteria sob reserva e não a utilizaria. A norma era assistemática e desnecessária (...)*”.<sup>32</sup>

O artigo 378º do CVM, daí para cá, sofreu as alterações promovidas pela Lei 55/2005, de 18 de Novembro, pelo DL 52/2006, de 15 de Março, e posteriormente pela Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho.

---

*mercado e de protecção dos investidores, foi criada a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) que, de modo profissional e autónomo, foi encarregada de fiscalizar, supervisionar e regular os mercados primário e secundário.”*

<sup>31</sup> FÁRIA COSTA, José de, e ELISABETE RAMOS, Maria, ob. cit., cit. pág 16 “(...) é dedicada particular atenção à informação aos investidores e são agrupados os crimes de mercado em uma secção dedicada aos «crimes contra o mercado».”

<sup>32</sup> PINTO, Frederico da Costa, “Crimes e contra-ordenações no novo Código dos Valores Mobiliários”, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, ano 2000, cit. pág. 400.

A Lei 55/2005, de 18 de Novembro,<sup>33</sup> nos termos das alíneas a) e b) do artigo 8º, veio alargar o conceito de informação privilegiada, incluindo “*informação que diga indirectamente respeito a um emitente ou a valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros (...)*”, bem como, introduziu “*um conceito de informação privilegiada em relação aos instrumentos derivados sobre mercadorias*”. Pela alínea c) do mesmo artigo, ficaram abrangidos os “*casos em que a informação privilegiada tenha sido obtida, por qualquer forma, através de um facto ilícito ou que suponha a prática de um facto ilícito*”. Já a alínea d) procedeu à alteração do n.º 3 do artigo 378º do CVM, desconsiderando a forma de obtenção da informação, bastando para tal “*(...) o conhecimento de uma informação privilegiada*”.

O DL 52/2006, de 15 de Março, transpôs a Directiva 2003/6/CE para o ordenamento jurídico português<sup>34</sup>, aumentando o rol dos sujeitos típicos, dispondo a alínea d) do n.º 1 do artigo 378º que, é punido “*quem disponha de informação privilegiada que, por qualquer forma, tenha sido obtida através de um facto ilícito ou que suponha a prática de um facto ilícito*”, e o n.º 2 do mesmo artigo, passou a prever a dispensa do requisito da fonte, bastando o conhecimento da informação privilegiada, ainda que não fosse conhecida a sua origem. Esta alteração justifica-se, na medida em que, a prova da origem se revelava demasiado complexa.

A última alteração ao artigo 378º do CVM, resultou da Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho,<sup>35</sup> onde se estabeleceu uma moldura penal agravada para o crime de abuso de informação privilegiada, e revogou o n.º 6, que punia a tentativa.

Do *supra* exposto, como se tem vindo a dar conta, e como veremos de seguida em relação ao bem jurídico que a norma incriminadora visa proteger, dúvidas não

---

<sup>33</sup> Que autorizou o Governo a regular os crimes de abuso de informação e de manipulação do mercado de valores mobiliários.

<sup>34</sup> Transpôs para a ordem jurídica interna a Directiva 2003/6/CE, cujo preâmbulo, no seu ponto 15 refere o seguinte, “*(15) O abuso de informação privilegiada e a manipulação do mercado impedem uma transparência plena e adequada do mercado, indispensável às operações de todos os agentes económicos num mercado financeiro integrado*”.

Esta directiva foi aprovada no contexto do sistema Lamfalussy, que organiza o sistema normativo em quatro níveis. A Directiva 2003/6/CE enquadra-se no nível I, onde se estabelecem os princípios gerais de um determinado regime legal. As suas regras de concretização são depois definidas por outras Directivas e Regulamentos, enquadráveis no nível II, nomeadamente, a Directiva 2003/124/CE, de 22 de Dezembro, a Directiva 2003/125/CE, de 22 de Dezembro, o Regulamento n.º 2273/2003 da Comissão, de 22 de Dezembro e a Directiva 2004/72/CE, de 29 de Abril.

Para mais informações sobre o sistema Lamfalussy, NUNES, José Brito, “Notas pessoais sobre o processo Lamfalussy”, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 18, ano 2004, págs. 48 e sgs.

<sup>35</sup> Que revê o regime sancionatório no sector financeiro em matéria criminal e contra-ordenacional.

restam que o abuso de informação privilegiada assume relevância merecedora de tutela penal.

Apesar de o bem jurídico tutelado não ser tão óbvio como noutros tipos legais de crime, visto que se encontra ligado à dinâmica e funcionamento dos mercados, e à primeira vista, a “vítima” do abuso de informação privilegiada não ser evidente e facilmente determinada, certo é, conforme veremos, que os meios e as sanções civis se revelam insuficientes para acautelar, evitar e punir adequadamente, a sua manifestação e possíveis danos para o mercado e os que nele investem.

Trata-se de uma matéria de extrema importância, incumbindo ao próprio Estado a preservação da função económica dos mercados de capitais, conforme resulta da alínea f) do artigo 81º<sup>36</sup> e artigo 101º<sup>37</sup> da CRP.

À medida que as alterações legislativas se foram sucedendo ao longo dos últimos anos, a censurabilidade e respectiva tipificação do crime de mercado *insider trading* passou da esfera do CSC e Cód. MVM, para o actual CVM, e é sobre o artigo 378º deste diploma que nos iremos debruçar.

---

<sup>36</sup> Cfr. al. f) do art. 81º da CRP “Assegurar o funcionamento eficiente dos mercados, de modo a garantir a equilibrada concorrência entre as empresas, a contrariar as formas de organização monopolistas e a reprimir os abusos de posição dominante e outras práticas lesivas do interesse geral;”.

<sup>37</sup> Cfr. art. 101º da CRP “O sistema financeiro é estruturado por lei, de modo a garantir a formação, a captação e a segurança das poupanças, bem como a aplicação dos meios financeiros necessários ao desenvolvimento económico e social.”.

## 2. O crime de Abuso de Informação Privilegiada – Artigo 378º do CVM

### 2.1. Bem jurídico tutelado

A criminalização do abuso de informação privilegiada, foi um passo determinante no sentido de evitar que certos intervenientes no mercado fizessem uso de assimetrias de informação com o fim de obtenção de vantagens indevidas.

É, pois, essencial, identificar qual o bem jurídico tutelado pela criminalização do abuso de informação privilegiada, para que se perceba a razão da sua tutela penal.

Realçam JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS que “*a função primordial do direito penal é a de proteger bens jurídicos que revistam dignidade penal. O bem jurídico assume uma importância primordial para o correcto enquadramento de uma qualquer área incriminadora.*”.<sup>38</sup>

O Prof. Doutor FIGUEIREDO DIAS define bem jurídico como a “*expressão de um interesse, da pessoa ou da comunidade, na manutenção ou integridade de um certo estado, objecto ou bem em si mesmo socialmente relevante e por isso juridicamente reconhecido como valioso*”.<sup>39</sup>

Ora, o direito penal prevê a protecção de diferentes princípios e interesses, pelo que, haverá que diferenciar entre direito penal clássico, ou primário, e direito penal secundário.

O direito penal clássico é constituído pelas incriminações que tutelam bens jurídicos do indivíduo, como são os exemplos dos crimes contra a vida, integridade física, honra, liberdade ou propriedade.

Por sua vez, o direito penal secundário remete para a tutela dos bens jurídicos colectivos ou supra individuais, tendo em mira a protecção dos direitos económicos, sociais e culturais.

O crime de abuso de informação privilegiada insere-se no contexto dos crimes económicos, ou seja, do direito penal económico, que é, como acima descrito, direito penal secundário.

---

<sup>38</sup> FARIA COSTA, José de, e ELISABETE RAMOS, Maria, ob. cit., cit. pág 32.

<sup>39</sup> DIAS, Figueiredo, “Direito Penal - Parte Geral, Tomo I” 2ª edição, Coimbra: Coimbra Editora, 2010, cit. pág. 114.

Como se compreende, neste tipo de crime não é tarefa fácil encontrar uma “vítima” directa da conduta punível, uma vez que as transacções de valores mobiliários se processam entre compradores e vendedores, de forma anónima, impessoal e em massa. A própria globalização e evolução tecnológica associadas às transacções de activos financeiros cada vez mais promove essas mesmas características.

A prática do abuso de informação privilegiada é, assim, susceptível de ofender e lesar, não apenas um indivíduo em concreto, mas uma multiplicidade de intervenientes, ou potenciais intervenientes, no mercado.

A intenção não é apenas a protecção do investidor individual ou de uma sociedade emitente, lesados em determinado processo negocial. Embora possam existir lesados identificáveis neste tipo de crime, a sua determinação a nível pessoal acarretaria extrema dificuldade, e tal não asseguraria o fim que a norma deseja atingir.

O que se pretende com a criminalização do abuso de informação privilegiada é, não só a protecção dos intervenientes no mercado, como a subsistência do próprio mercado.

Estamos de acordo com PAULO CÂMARA, quando este afirma que existem duas vertentes que fundamentam a ratio da sua proibição, “*numa vertente microjurídica, a ilicitude destes comportamentos serve a protecção da confiança dos accionistas nos dirigentes societários e representa, em relação a estes, uma extensão do dever fiduciário de lealdade (art. 64º, n.º 1 b)), protege os accionistas de celebrarem inadvertidamente negócios sobre valores mobiliários a preços desajustados.*”, já “*numa vertente macrojurídica, a proscricção do insider trading evita custos de transacção advenientes dos mercados mais opacos, em que os instrumentos financeiros são tendencialmente negociados a desconto. É, por isso, indutora de um funcionamento mais eficiente dos mercados, diminuindo os cursos de capital. Por fim, se tomarmos a informação como um bem público ou ao menos colectivo (...), a prevenção do seu aproveitamento impede a sua apropriação para finalidades privadas e favorece o respectivo acesso em condições de paridade por parte dos accionistas.*”<sup>40</sup>

---

<sup>40</sup> CÂMARA, Paulo, ob. cit., cit. pág. 814.

E com JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS que adjectivam o bem jurídico tutelado pela norma incriminadora do abuso de informação privilegiada como *poliédrico* e *heterogéneo*.<sup>41</sup>

Poliédrico pela multiplicidade dos intervenientes afectados, ou potencialmente afectados pela sua ocorrência, e heterogéneo pois remete para protecção de realidades diversas como a confiança e igualdade dos investidores no mercado.

Em última análise, o *insider trading* merece tutela penal pela gravidade dos danos que esta conduta acarreta para a integridade do mercado de valores mobiliários.

De facto, perante a existência de abuso de informação privilegiada, o plano negocial inclina-se a favor do *insider* ou do *tippee*, ficando estes numa posição mais favorável que os restantes intervenientes, colocando em causa a livre concorrência, a transparência e eficiência dos mercados.

Pela natureza delicada desta matéria, e sendo o mercado de valores mobiliários peça essencial ao substracto económico, pede-se quanto a esta a intervenção do próprio Estado.

O Estado deve, assim, garantir o cumprimento das regras de mercado, tal resulta dos já mencionados artigo 81º, al. f) e artigo 101º, sem olvidar que, a salvaguarda de direitos constitucionalmente protegidos deve pautar-se pelo princípio da intervenção mínima, presente no n.º 2 do artigo 18º<sup>42</sup>, todos da CRP.

A intervenção do Estado tem por fundamentos, como nos diz o Prof. Doutor ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, “*Atendendo ao disposto no artigo 358º (...): a) Protecção dos investidores; b) Eficiência e regularidade de funcionamento dos mercados de instrumentos financeiros; c) Controlo da informação; d) Prevenção do risco sistémico; Prevenção e repressão das actuações contrárias à lei ou a regulamento. Esta lista é tradicionalmente resumida em dois grandes princípios: (i) a eficiência dos mercados; e (ii) a protecção dos investidores.*”<sup>43</sup>.

A ameaça sancionatória pelo regime contra-ordenacional e pela previsão e punição penal, têm como função o reforço e garantia do cumprimento das desses mesmos princípios.

---

<sup>41</sup> Cfr. FARIA COSTA, José de, e ELISABETE RAMOS, Maria, ob. cit., págs. 37 a 39.

<sup>42</sup> Cfr. n.º 2 do art. 18º da CRP “*A lei só pode restringir os direitos, liberdades e garantias nos casos expressamente previstos na Constituição, devendo as restrições limitar-se ao necessário para salvaguardar outros direitos ou interesses constitucionalmente protegidos.*”.

<sup>43</sup> CORDEIRO, A. Barreto Menezes, ob. cit., cit. pág. 240.

Há, contudo, que distinguir entre o acervo informativo à disposição dos investidores.

Como veremos, o que se pretende punir não é a simples discrepância ou assimetria informativa que, como se disse atrás, pelos conhecimentos e experiência pessoais de cada investidor sempre existirá no mercado, mas apenas, aquela que resulta de uma relação de proximidade directa ou indirecta com o emitente, levando a uma vantagem ilícita aos olhos da lei.

## 2.2 Princípio da publicidade ou da informação

Nos dias que correm vivemos numa sociedade dominada pela informação, os veículos em que esta circula multiplicam-se e somos bombardeados constantemente por factos e acontecimentos ao nosso redor.

Nos mercados, esta representa um bem tremendamente valioso, uma vez que as cotações e referentes transacções de instrumentos financeiros são por ela influenciadas.

Como não poderia deixar de ser, o direito do mercado de valores mobiliários sofre influência da “era da informação” e da implementação de novas estratégias de negociação associadas à inovação tecnológica, e cada vez mais necessita de um olhar atento da regulação e supervisão, levada a cabo no nosso ordenamento jurídico pela CMVM.

A informação desempenha uma função pública<sup>44</sup>, devendo estar acessível ao mercado de forma adequada, clara e precisa.

Encontra-se aliás, consignado na lei, o *princípio da publicidade* ou da *informação*, segundo o qual é obrigatório o dever de divulgação da informação.<sup>45</sup>

Desde logo, o n.º 1 do artigo 7º do CVM indica-nos as características, ou qualidade da informação a ser prestada pelos intervenientes presentes no mercado, ou seja, “a informação respeitante a instrumentos financeiros, a formas organizadas de

---

<sup>44</sup> PINTO, Frederico da Costa, ob. cit., cit. pág. 400 “(...) *função pública da informação enquanto justo critério de distribuição do risco do negócio no mercado de valores mobiliários.*”

<sup>45</sup> Que no âmbito do Direito Societário remete para o direito dos sócios à informação, e no contexto do mercado de valores mobiliários se destina à aceção da informação enquanto bem catalisador da variação das cotações.

Os parágrafos seguintes recaem sobre o dever de divulgação da informação no âmbito do Direito dos Valores Mobiliários, e não no contexto do Direito Societário.

*negociação, às actividades de intermediação financeira, à liquidação e à compensação de operações, a ofertas públicas de valores mobiliários e a emitentes deve ser completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita.”.*

Estes atributos têm de ser identificáveis no que concerne a qualquer informação prestada, desde logo no prospecto e ofertas públicas, conforme o disposto nos artigos 134º e seguintes do CVM, e de forma periódica como resulta dos artigos 224º e seguintes do mesmo diploma, dos quais relevam os deveres de prestação de informação sobre a situação económico-financeira (artigos 227º n.º 3 alínea b), 246º e 247º) e o dever de divulgação de informação privilegiada (artigo 248º).

Existem, no entanto, excepções à imediata divulgação de informação consignada nas referidas normas.

A pedido do emitente, a CMVM pode dispensar a divulgação de informação privilegiada, quando essa divulgação se demonstre contrária ao interesse público e possa causar prejuízo grave para o emitente, desde que a ausência de divulgação não induza o público em erro sobre factos e circunstâncias essenciais para a avaliação dos valores mobiliários, artigo 250º do CVM.

Mais, o artigo 248º-A do CVM permite o diferimento da divulgação de informação privilegiada, conforme disposto no Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014<sup>46</sup>, e respetiva regulamentação e atos delegados, verificadas as seguintes condições “*A divulgação imediata é suscetível de prejudicar os interesses legítimos do emitente ou do participante no mercado de licenças de emissão; o diferimento da divulgação não é suscetível de induzir o público em erro; o emitente ou o participante no mercado das licenças de emissão esteja em condições de assegurar a confidencialidade dessa informação.*”<sup>47</sup>.

O dever de divulgação de informação privilegiada a cargo dos emitentes, presente no n.º 1 do artigo 248º do CVM, abrange a informação privilegiada que lhes diga directamente respeito ou aos valores mobiliários por si emitidos, bem como, qualquer alteração à informação já tornada pública.

---

<sup>46</sup> Cfr. Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Abril de 2014, relativo ao abuso de mercado.

<sup>47</sup> Cfr. n.º 4 do art. 17º do Regulamento (UE) n.º 596/2014.

Como parte integrante do dever de divulgação de informação privilegiada, a lei obriga os emitentes e as pessoas que actuem em seu nome ou por sua conta, a elaborar, conservar, atualizar e disponibilizar a lista de pessoas com acesso a informação privilegiada, comunicando a estas a inclusão dos seus nomes na lista, assim como, as consequências legais decorrentes da divulgação ou utilização abusiva de informação privilegiada, nos termos dos n.ºs 7 a 9 do artigo 248º-A do CVM, bem como, a que os dirigentes societários de emitentes de valores mobiliários, comuniquem as suas operações conforme o disposto no Regulamento (EU) n.º 596/2014, artigo 248º-B do CVM.

Importa ainda, fazer referência aos deveres de informação dos intermediários financeiros, presentes nos artigos 289º e seguintes<sup>48</sup> do CVM, cuja actividade se deve reger pela protecção dos legítimos interesses dos seus clientes (tendo em conta o seu grau de conhecimento e experiência), da eficiência do mercado (artigo 304º n.º 1) e pelos ditames da boa fé, de acordo com elevados padrões de diligência, lealdade e transparência. (artigo 304º n.º 2).

O CVM dá, ainda, conta de outros sujeitos sobre os quais se impõem deveres de informação, entre estes os investidores com participações qualificadas (artigo 16º), as entidades gestoras de mercado (artigos 211º e 212º) ou os auditores (artigo 304º-C).

Como é de prever, os mercados financeiros incorporam a informação, e esta reflecte-se na cotação dos valores mobiliários em tempo real, o que permite o seu funcionamento e credibilidade.

É com base na informação que os investidores determinam se a cotação de um valor mobiliário se encontra subavaliado ou sobreavaliado, incentivando a sua compra ou venda por estes, respectivamente.

Tal resulta na vinculação dos emitentes a deveres contínuos de informação ao mercado, de forma a assegurar o seu bom funcionamento.

O princípio da publicidade ou da informação, pretende, assim, garantir a existência de uma igualdade de oportunidades entre os investidores. Para que tal suceda, a informação relevante deve encontrar-se disponível para todos de igual forma.

---

<sup>48</sup> Ter em atenção os artigos 304º, 312º a 312º-G e 321º e seguintes.

Os deveres de informação são, em última análise, um instrumento eficaz de protecção dos investidores, podendo estes analisar os riscos inerentes ao investimento com base na informação disponível, acautelando os seus interesses.

E, mais do que a protecção dos investidores, este dever reforça a confiança que pode ser depositada no mercado, contribuindo a informação prestada para o nivelamento realista das cotações dos valores mobiliários aí presentes.

Constata o Prof. Doutor ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO que *“Quanto mais informação for colocada à disposição dos mercados, menor será o risco incorrido pelos investidores. O conhecimento, por exemplo, do estado financeiro de uma sociedade aberta, das suas perspectivas futuras ou do curriculum dos seus administradores favorece uma análise mais objectiva e, conseqüentemente, uma gestão mais equilibrada e conhecedora dos riscos inerentes à aquisição de determinados valores mobiliários”*<sup>49</sup>.

### **2.3 Informação privilegiada**

Sendo certo que a informação abunda no mercado, e como vimos, os seus intervenientes encontram-se legalmente obrigados à divulgação de informação privilegiada, quais são os pressupostos que a definem enquanto tal?

Resulta do n.º 4 do artigo 378º do CVM que, é *“informação privilegiada toda a informação não tornada pública que, sendo precisa e dizendo respeito, direta ou indiretamente, a qualquer emitente ou a valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, seria idónea, se lhe fosse dada publicidade, para influenciar de maneira sensível o seu preço no mercado, nos termos do Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, e respetiva regulamentação e atos delegados.”*.

Enquadra-se ainda no conceito de informação privilegiada *“(…) a informação relativa a ordens pendentes sobre valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros transmitida por clientes de intermediários financeiros, que não seja pública, tenha carácter preciso e esteja direta ou indiretamente relacionada com emitentes ou com instrumentos financeiros, a qual, se lhe fosse dada publicidade, seria*

---

<sup>49</sup> CORDEIRO, A. Barreto Menezes, ob. cit., cit. pág. 275.

*idónea para influenciar de maneira sensível o seu preço ou o preço dos contratos de mercadorias à vista conexos.”, n.º 5 do artigo 378º do CVM.*

Assim, de acordo com o preceituado no artigo 378º do CVM, para que estejamos perante informação privilegiada, a informação deve integrar os seguintes pressupostos: ser não pública, precisa, respeitante a qualquer emitente de valores mobiliários ou instrumentos financeiros, e por fim, idónea para que caso lhe fosse dada publicidade, influenciasse de maneira sensível a cotação no mercado.

A lei não determina exactamente o que se deve entender por cada um destes requisitos típicos, pelo que haverá que recorrer à doutrina e jurisprudência para a sua densificação.

### **2.3.1 Carácter não público**

De forma geral, é pública a informação que, sendo do interesse dos investidores, se encontra acessível ou disponível a todos.

Mesmo tendo em conta os deveres de informação *supra* descritos, é natural que aqueles que se encontram ligados à vida societária de um emitente, mais especificamente os seus administradores, membros do conselho fiscal, membros do conselho geral, membros de comissões de auditoria ou revisores oficiais de contas, tenham acesso privilegiado a resultados financeiros ou decisões a tomar, desconhecidas dos investidores, cuja informação ainda não tenha sido publicada.

Ou seja, no âmbito do funcionamento societário, a informação permanece confidencial, ou por outras palavras, reservada, durante um determinado período de tempo antes de ser tornada pública. Tal deve-se ao hiato temporal entre o processo de decisão e a sua execução.

Resta saber a partir de que momento se poderá considerar, que uma transacção de um activo financeiro deixa de ser feita com base em informação não pública.

Caso se demonstre que a compra ou venda de valores mobiliários se realizou com base em informação acessível a qualquer investidor, ou com base em deduções lógicas subsumíveis a informação correlacionada com os valores mobiliários em causa, já não estaremos no âmbito do crime de abuso de informação privilegiada.

Veja-se o exemplo de estudos de mercado, elaborados com base em informação de domínio público, ou a emissão de opiniões em canais informativos que, mesmo

sendo idóneos a influenciar a cotação de um activo, o seu uso na tomada de decisão de investimento não cumpre os requisitos típicos do crime de abuso de informação privilegiada.

Quando pensamos no domínio público da informação, é usual a associação com os *media* no geral, mas, para que a informação atinja o domínio público, a sua divulgação não necessita de ser feita em programas de televisão informativos, rádios ou jornais.

É opinião de JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS que tal difusão informativa “(...) *não exige a divulgação pelos mass media. Uma notícia pode considerar-se de domínio público ainda que seja tão-só do conhecimento do público do sector. Segundo este ponto de vista é suficiente que sejam informados os investidores institucionais. Logo que estes adquirem conhecimento da notícia, realizarão as operações de modo a adequar o curso dos valores mobiliários à nova situação. E, deste modo, cessa o carácter privilegiado da informação.*”<sup>50</sup>.

Embora não sendo exigível que o veículo de circulação da informação se faça pelos *mass media*, se tal suceder e se realizarem transacções antes da publicação da informação no meio disponibilizado pela CMVM para o efeito, tal também não se enquadrará na conduta típica do abuso de informação privilegiada, pois em teoria a informação já seria de conhecimento público.

O que não pode suceder é a *selective disclosure*, ou seja, a transmissão de informações a um grupo restrito de pessoas. A informação deve ter como destinatário o mercado e os seus investidores.

Para acautelar o tratamento de informação e a sua publicidade<sup>51</sup>, a CMVM disponibiliza um sistema informático de difusão de informação, que se encontra acessível ao público e integra elementos constantes dos seus registos, deliberações societárias com interesse público e outra informação privilegiada.<sup>52</sup>

---

<sup>50</sup> FARIA COSTA, José de, e ELISABETE RAMOS, Maria, ob. cit., cit. pág. 44.

<sup>51</sup> Sobre a possibilidade de os canais informativos não darem publicidade à informação, diz PAULO CÂMARA que, “*Na prática, o cumprimento do dever informativo ocorre com o envio de informação às agências noticiosas de cobertura europeia. Ora, por este motivo, este regime ostenta o risco de as agências noticiosas poderem não sentir incentivo algum no tratamento da informação sobre algumas empresas, nomeadamente quando se trata de pequenos emitentes. No limite, essa informação pode não chegar a merecer qualquer tratamento noticioso, escapando por isso à atenção dos investidores (black hole problem).*” In CÂMARA, Paulo, ob. cit., cit. pág. 705.

<sup>52</sup> Cfr., Art. 367º do CVM “*1- A CMVM organiza um sistema informático de difusão de informação acessível ao público que pode integrar, entre outros aspetos, elementos constantes dos seus registos, decisões com interesse público e outra informação que lhe seja comunicada ou por si*

Os meios idóneos à divulgação da informação privilegiada encontram-se, aliás, previstos no CVM, mais precisamente nos n.ºs 4 e 5 do artigo 244º.

É entendimento da CMVM que “*caso a informação seja tornada pública sem que tenham sido cumpridas as exigências legais, os emitentes continuam obrigados ao dever de divulgar nos termos previstos no Código dos Valores Mobiliários e a omissão desse dever constitui uma contra-ordenação muito grave (...)*”.<sup>53</sup>

### 2.3.2 Carácter preciso

Quanto ao requisito de precisão, deve considerar-se que não podem estar em causa simples especulações, rumores, notícias vagas, etc. Para que a informação seja precisa, esta deverá possuir um grau de concretização ou certeza superior.

Os rumores e especulações são parte integrante da vida dos mercados, e não seria concebível punir aqueles que operam com base nesse tipo de informações.

Cada investidor é livre de actuar com base no discernimento que faz das informações recolhidas e do que, digamos assim, considera que “*poderá vir a suceder*”.

Os próprios emitentes não se encontram obrigados a emitir comunicados sobre rumores que sem qualquer fundamento circulam no mercado, a não ser que a CMVM o exija.

De qualquer das formas, recomenda a CMVM que será conveniente, caso a especulação perdure, que os emitentes ponderem “*divulgar imediatamente um comunicado de forma a evitar que persistam equívocos no mercado que lhes digam respeito.*”<sup>54</sup>, uma vez que estes podem ser nocivos para os investidores e para a própria credibilidade do mercado.

---

*aprovada, designadamente, informação privilegiada nos termos do artigo 248.º-A, participações qualificadas, documentos de prestação de contas e prospectos. 2- Os prospectos referidos no número anterior devem ser mantidos acessíveis, pelo menos, durante um ano. 3 - A CMVM disponibiliza o acesso ao sistema previsto no n.º 1 através do ponto de acesso eletrónico europeu previsto no artigo 21.º-A da Diretiva n.º 2004/109/CE, do Parlamento Europeu e Conselho, de 15 de dezembro de 2004.”.*

<sup>53</sup> CMVM, “Entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes - Conceitos, Linhas de Orientação, Exemplos e Condutas a Adotar”, disponível em <http://www.cmvm.pt>, cit. II ponto 26.

<sup>54</sup> Idem, cit. II ponto 15.

Convém ainda dar conta das situações em que tenha existido quebra, total ou parcial, do dever de sigilo no emitente durante um processo negocial, passando a informação para lá do grupo a que deveria estar reservada e contida.

Sendo que este tipo de situações são potenciadores da existência do crime de abuso de informação privilegiada, deve o emitente produzir uma declaração sobre a sua veracidade.

No âmbito negocial, para que a informação se considere precisa, não é sequer necessário que se encontre completa, pois durante o processo negocial, factos soltos podem consubstanciar informação precisa.

### **2.3.3 Carácter específico**

O requisito da especificidade da informação remete para a referência, directa ou indirecta, aos emitentes de valores mobiliários ou aos valores mobiliários transaccionados no mercado.

A informação que directamente diz respeito aos emitentes, não levanta grandes questões quanto ao seu enquadramento no conceito de informação privilegiada, nesse contexto temos, por exemplo, as informações relativas aos resultados financeiros dos emitentes, ao *business plan* dos mesmos ou à sua estrutura de capital. No que concerne aos valores mobiliários transaccionados, é informação específica directa aquela que se relaciona com as suas condições de emissão e conteúdo.

Por outro lado, temos a *market information*, ou seja, factos emitidos por terceiros, exteriores à entidade emitente, e que se relacionam indirectamente com esta ou com os instrumentos financeiros por ela emitidos.

Não restam dúvidas que, tanto no caso da informação se relacionar directa ou indirectamente com um ou vários emitentes de valores mobiliários, ou com qualquer valor mobiliário, esta pode ter repercussão no mercado, e se assim for, é enquadrável na conduta típica do crime de abuso de informação privilegiada, caso cumpra os seus pressupostos.

### 2.3.4 Idoneidade para influenciar de maneira sensível o preço no mercado

Por último, temos a exigência de a informação ser *price sensitive*, ou seja, a susceptibilidade de esta poder influenciar a cotação de determinado valor mobiliário no mercado.

Antes de mais, tenhamos em atenção o conceito de mercado.

A norma incriminadora da prática de abuso de informação privilegiada, abrange as formas organizadas de negociação enunciadas no artigo 198º do CVM: mercados regulamentados, sistemas de negociação multilateral e internalização sistemática.

Socorremo-nos do sentido jurídico-penal de mercado, no crime de informação privilegiada, dado pelos autores JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS, que vêm a necessidade de manifestação da tutela da norma “(...) *nos referidos mercados organizados em que se «admite a negociação de valores mobiliários por um conjunto indeterminado de pessoas», porquanto nestas circunstâncias as regras de outros ramos de direito são inoperatórias ou insuficientes*”.<sup>55</sup>

Apenas nestes casos deve a norma penal intervir para a protecção do bem jurídico.

Para que o tipo de crime em questão se verifique, terá que se proceder a um juízo *ex ante*, ou seja, avaliar em momento anterior ao da publicação da informação privilegiada se, caso esta fosse de conhecimento público, seria previsivelmente potenciadora da variação do preço dos activos.

A CMVM aponta os critérios para avaliar se determinado facto poderá ser *price sensitive*: “*a magnitude esperada do facto ou assunto em questão no contexto da actividade global do emitente, a relevância da informação no que respeita aos principais factores determinantes do preço do instrumento financeiro, a fiabilidade da fonte da informação e as variáveis de mercado que afectam o preço do instrumento financeiro em questão. Estas variáveis podem incluir preços, retornos, volatilidades, liquidez, relações de preço entre instrumentos financeiros, quantidades, oferta, procura, etc.*”.<sup>56</sup>

---

<sup>55</sup> FARIA COSTA, José de, e ELISABETE RAMOS, Maria, ob. cit., cit. pág. 61.

<sup>56</sup> CMVM, ob. cit., cit. II ponto 31.

Assim, se pelo conhecimento da informação for previsível que o mercado tenha uma reacção no sentido da compra ou venda do valor mobiliário a que aquela diga respeito, encontra-se satisfeito o requisito *price sensitive*.

Caso surjam dúvidas quanto ao carácter *price sensitive* de uma informação, essa análise deve partir das características e circunstâncias de cada caso, tal resulta, por exemplo, do Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 19/02/2013, ao referir que “*a conclusão sobre o carácter «price sensitive», não exige uma análise em larga escala do mercado, para o efeito sendo suficiente a ponderação das circunstâncias concretas do caso, nomeadamente a emitente concreta, o seu peso no mercado, a informação concreta, tudo corroborado pela reacção do mercado no dia seguinte à divulgação.*”<sup>57</sup>.

#### **2.4. Agentes típicos e condutas puníveis**

Vistas as características que a informação deverá possuir para que se deva considerar privilegiada, vejamos os agentes típicos elencados na norma, que por uso dessa informação, poderão incorrer no crime de abuso de informação privilegiada.

Em primeiro lugar, a norma distingue entre *insiders* primários e secundários, merecendo os *insiders* primários punição agravada, em razão da sua relação de proximidade com a entidade emitente.

Conforme dispõe o n.º 1 do artigo 378º do CVM, são *insiders* primários aqueles que, na posse de informação privilegiada, “*devido à sua qualidade de titular de um órgão de administração, de direcção ou de fiscalização de um emitente ou de titular de uma participação no respetivo capital*” (alínea a) *corporate insiders*); ou “*em razão do trabalho ou do serviço que preste, com carácter permanente ou ocasional, a um emitente ou a outra entidade*” (alínea b) *temporaty insiders*); ou “*em virtude de profissão ou função pública que exerça*” (alínea c) *insiders* não institucionais); ou “*que, por qualquer forma, tenha sido obtida através de um facto ilícito ou que suponha a prática de um facto ilícito*” (alínea d)); a transmitam “*a alguém fora do âmbito normal das suas funções ou, com base nessa informação, negociem ou aconselhem alguém a negociar em valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou*

---

<sup>57</sup> Ac. do Tribunal da Relação de Lisboa de 19/02/2013, processo 575/10.6TFLSB.L2-5, disponível em <http://www.dgsi.pt>.

*ordenem a sua subscrição, aquisição, venda ou troca, direta ou indiretamente, para si ou para outrem”.*

A prática, por estes agentes das condutas acima descritas, ou que, com conhecimento de informação privilegiada e, com base nessa informação, ordenem ou aconselhem alguém a ordenar, direta ou indiretamente, para si ou para outrem, a modificação ou o cancelamento de ordem, é punível com pena de prisão até 5 anos ou com pena de multa.

Os *insiders* secundários, ou *tippees*, nos termos do n.º 3 do artigo 378º do CVM, correspondem a *“qualquer pessoa não abrangida pelo n.º 1 que, tendo conhecimento de uma informação privilegiada, a transmita a outrem ou, com base nessa informação, negocie ou aconselhe alguém a negociar em valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou ordene a sua subscrição, aquisição, venda, troca ou a modificação ou o cancelamento de ordem, direta ou indiretamente, para si ou para outrem”.*

No caso de os agentes serem *insiders* secundários, a prática do tipo legal de crime abuso de informação privilegiada é punível com pena de prisão até 4 anos ou com pena de multa até 240 dias.

Para além das penas de prisão e multa supra descritas, o n.º 1 do artigo 380º do CVM prevê penas acessórias, nomeadamente, a *“interdição, por prazo não superior a cinco anos, do exercício pelo agente da profissão ou atividade que com o crime se relaciona, incluindo inibição do exercício de funções de administração, gestão, direção, chefia ou fiscalização e, em geral, de representação em entidades sujeitas à supervisão da CMVM”* (alínea a)); *“interdição, por prazo não superior a 12 meses, de negociar por conta própria em instrumentos financeiros”* (alínea b)); *“cancelamento do registo ou revogação da autorização para exercício de funções de administração, gestão, direção ou fiscalização em entidades sujeitas à supervisão da CMVM”* (alínea c)); e, *“publicação da sentença condenatória a expensas do arguido em locais idóneos para o cumprimento das finalidades de prevenção geral do sistema jurídico e da protecção do mercado de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros”* (alínea d)).

Os prazos mencionados nas alíneas a) e b) são elevados para o dobro, contados a partir do trânsito em julgado da decisão condenatória, se o arguido já tenha sido

previamente condenado pela prática de abuso de informação privilegiada, conforme dispõe o n.º 2 do artigo 380º do CVM.

Sempre que o facto ilícito gerar vantagens patrimoniais, estas serão apreendidas, nos termos do artigo 380º-A do CVM.

Em suma, como decorre do artigo 378º do CVM, o tipo legal de crime está preenchido quando se verificarem os seguintes requisitos: a qualidade típica dos agentes, a prática de uma das condutas descritas, onexo causal entre a posse de informação privilegiada e a conduta punível, e o elemento subjectivo, o dolo, nos termos dos artigos 13º e 14º do CP.

Resulta da letra da lei, que o crime de abuso de informação privilegiada é imputável apenas a pessoas singulares e a título doloso.

É necessário que, os agentes aí descritos, na posse de informação privilegiada, a *“transmitam”, “negoceiem ou aconselhem alguém a negociar”* ou *“ordem a sua subscrição, aquisição, venda ou troca, directa ou indirectamente, para si ou para outrem”*.

Os sujeitos que, na posse de informação privilegiada decidam não actuar, mesmo que essa omissão se traduza num benefício, não são enquadráveis no tipo de crime de abuso de informação privilegiada, uma vez que tal não se encontra previsto no artigo 378º do CVM. Nestes casos, a prova da ocorrência do crime de abuso de informação privilegiada seria de extrema dificuldade.

No que concerne às pessoas colectivas, prevê o n.º 8 do artigo 378º do CVM, que *“se as transações previstas nos n.ºs 1 a 3 do artigo 378º do CVM, envolverem a carteira de uma terceira pessoa, singular ou colectiva, que não seja constituída arguida, esta pode ser demandada no processo criminal como parte civil, nos termos previstos no Código de Processo Penal, para efeito da apreensão das vantagens do crime ou da reparação de danos.”*

Coloca-se a questão de saber se as pessoas colectivas podem ser agentes típicos do crime de abuso de informação privilegiada, na medida em que estas podem, por exemplo, ser parte integrante de um órgão de administração ou detentoras de participações sociais de um emitente.

JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS dão como solução a aplicação do artigo 11º do C.P., ou seja, *“Esta norma incriminadora, na caracterização dos agentes típicos, não apresenta uma restrição expressa às pessoas*

*singulares nem o alargamento explícito das margens de punibilidade até às pessoas colectivas. A resolução do problema que suscitámos passa pela convocação da conexão sistemática com o artigo 11º do Código Penal. Preceitua esta disposição que «salvo disposição em contrário, só as pessoas singulares são susceptíveis de responsabilidade penal». Inexistindo uma disposição que alargue a punibilidade por crime de abuso de informação às pessoas colectivas, só as pessoas singulares são susceptíveis de responsabilização penal pela prática deste crime. (...) as pessoas colectivas poderão, no entanto, ser responsabilizadas pela prática de contra-ordenações quando o facto relevante for um ilícito de mera ordenação social”<sup>58</sup>, nos termos do artigo 401º do CVM.*

## **2.5. Condutas excluídas do âmbito do abuso de informação privilegiada**

Diz-nos o n.º 1 do artigo 379º-D do CVM, que o tipo de crime de abuso de informação privilegiada não se aplica: “À negociação sobre ações próprias efetuada no âmbito de programas de recompra e às operações de estabilização” (alínea a)); “Às operações, ordens ou condutas de prossecução de política monetária, cambial ou de gestão da dívida pública dos Estados membros, dos membros do Sistema Europeu de Bancos Centrais ou de qualquer outro organismo designado pelo Estado membro ou de país terceiro reconhecido” (alínea b)); “Às operações, ordens ou condutas de prossecução da política de gestão da dívida pública efetuadas pela Comissão Europeia ou por qualquer outro organismo ou pessoa designada para esse efeito” (alínea c)); “Às operações, ordens ou condutas da União Europeia, do Banco Europeu de Investimento, do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira, do Mecanismo Europeu de Estabilidade, de veículos com finalidades específicas dos Estados membros ou de instituição financeira internacional instituída pelos Estados membros com a finalidade de mobilização de financiamento e prestação de assistência financeira” (alínea d)); “Às atividades desenvolvidas pelos Estados membros, pela Comissão Europeia ou por qualquer organismo oficial ou pessoa designada no âmbito das licenças de emissão e da prossecução da política climática da União Europeia” (alínea e)); “Às atividades desenvolvidas por um Estado membro, pela Comissão

---

<sup>58</sup> FARIA COSTA, José de, e ELISABETE RAMOS, Maria, ob. cit., cit. pág. 89 e 90.

*Europeia ou por outro organismo designado oficialmente ou pessoa que atue por conta dos mesmos, no âmbito e promoção da Política Agrícola Comum e da Política Comum das Pescas da União Europeia” (alínea f)); todas, “nos termos previstos no Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, e respetiva regulamentação e atos delegados”.*

Os n.ºs 2 e 3 do mesmo artigo, determinam ainda a insusceptibilidade dos factos previstos no artigo 378º do CVM gerarem responsabilidade nos casos em que, o Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, e respetiva regulamentação e atos delegados, considerem tal conduta legítima, ou quando a transmissão ocorra no âmbito de sondagens de mercado.

### 3. Competência da CMVM em matéria criminal

Em Portugal, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários surgiu aquando da aprovação do DL n.º 142-A/91, cujo ponto 9 do seu preâmbulo refere “(...) *é da articulação dessas coordenadas fundamentais - a da desestatização e liberalização do mercado e a da indispensável prevenção das irregularidades que nele possam verificar-se, contrárias a interesses públicos relevantes - que naturalmente resulta uma medida estrutural da maior importância: a criação da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, abreviadamente designada por CMVM. Trata-se de um organismo especializado e profissionalizado de carácter público, dotado de personalidade jurídica e de um grau máximo de autonomia relativamente ao ministério da tutela (...)* À CMVM passam nomeadamente a caber a supervisão e fiscalização tanto do mercado primário como dos mercados secundários de valores mobiliários, e bem assim a sua regulamentação em tudo o que, não sendo excepcional e expressamente reservado ao Ministro das Finanças, se encontre previsto no presente diploma e demais legislação respeitante àqueles mercados ou seja necessário para a execução das respectivas disposições. Competem, portanto, à CMVM para a qual deste modo de transferem, 'desgovernamentalizando-as' e profissionalizando o seu exercício, as funções que até agora pertenciam essencialmente ao Ministro das Finanças, peça básica da nova estrutura global do mercado português de capitais, da sua actuação dependendo, em larga medida, a consecução dos objectivos que com a reforma se visam.”.

Como resulta dos artigos 353º e seguintes do CVM, a CMVM é a autoridade independente que agrega competências e atribuições em matéria de supervisão<sup>59</sup> e regulação mobiliária<sup>60</sup>.

Estão sujeitas à supervisão da CMVM as “*entidades gestoras de mercados regulamentados, de sistemas de negociação multilateral, de sistemas de liquidação, de câmara de compensação, de sistemas centralizados de valores mobiliários e contrapartes centrais*” (alínea a)); “*intermediários financeiros e consultores para investimento*” (alínea b)); “*emitentes de valores mobiliários*” (alínea c)); “*investidores*”

---

<sup>59</sup> Cfr. especialmente as alíneas a) e c) do n.º 1 do art. 353º do CVM.

Supervisão que é, aliás, contínua, mesmo nos casos em que não exista qualquer suspeita de irregularidade, nos termos do artigo 362º do CVM.

<sup>60</sup> Cfr. alíneas b) e c) do artigo 353º e artigos 369º e sgs. do CVM.

*qualificados referidos nas alíneas a) a f) do n.º 1 do artigo 30.º e titulares de participações qualificadas” (alínea d)); “fundos de garantia e sistemas de indemnização dos investidores e respectivas entidades gestoras (alínea e)); auditores registados na CMVM” (alínea f)); “sociedades de titularização de créditos” (alínea g)); “sociedades de capital de risco, sociedades de empreendedorismo social e sociedades de investimento alternativo especializado” (alínea h)); “entidades que se proponham a celebrar ou mediar contratos de seguro ligados a fundos de investimento ou a comercializar contratos de adesão individual a fundos de pensões abertos, no âmbito destas actividades” (alínea i)); “titulares de posições curtas relevantes sobre ações e dívida soberana e adquirentes de proteção em swaps de risco de incumprimento soberano” (alínea j)); “participantes, operadores, gestores de mercados de licenças de emissão e produtos derivados de licenças de emissão, leiloeiros e supervisores de leilões de licenças de emissão” (alínea k)); “administradores de índices de referência de quaisquer instrumentos financeiros e os contribuidores de informação e dados para esses índices” (alínea l)); “outras pessoas que exerçam, a título principal ou acessório, actividades relacionadas com a emissão, a distribuição, a negociação, o registo ou o depósito de instrumentos financeiros ou, em geral, com a organização e o funcionamento dos mercados de instrumentos financeiros” (alínea m)).*

A CMVM, no desenvolvimento da sua competência regulatória, elabora regulamentos sobre as matérias integradas nas suas atribuições, que devem observar os princípios da legalidade, da necessidade, da clareza e da publicidade, n.ºs 1 e 2 do artigo 369º do CVM.

Pode ainda emitir recomendações genéricas dirigidas a uma ou mais categorias de entidades sujeitas à sua supervisão, bem como, formular e publicar pareceres genéricos sobre questões relevantes que lhe sejam colocadas por escrito por qualquer das entidades sujeitas à sua supervisão ou pelas respectivas associações, assim dispõem os n.ºs 1 e 2 do artigo 370º do CVM.

No que se refere à matéria penal que aqui tratamos, e mais especificamente quanto ao crime de mercado relativo ao abuso de informação privilegiada, a CMVM apenas tem competência para, conforme dispõe o artigo 383º do CVM, tomando conhecimento de factos que possam consubstanciar o tipo legal de crime, proceder à abertura de um processo e consequentes averiguações preliminares.

Para o efeito, dispõe de um sistema de recepção e tratamento de informação, provas e denúncias, garantindo a confidencialidade da identidade do denunciante, assim resulta dos artigos 368º-A a 368º-E do CVM,

Recebida a denúncia ou sendo detectada alguma situação que indicie a prática de um crime de mercado, a CMVM dá início às averiguações preliminares, que compreendem as diligências necessárias ao apuramento da existência da notícia de crime, ou seja, a identificação de uma suspeita fundada, que justifique a abertura de um inquérito crime, como disposto no n.º 2 do artigo 383º do CVM.

Nesse âmbito goza das prerrogativas e poderes estabelecidos no n.º 1 do artigo 385º do mesmo diploma, ou seja: *“solicitar a quaisquer pessoas e entidades todos os esclarecimentos, informações, documentos, independentemente da natureza do seu suporte, objectos e elementos necessários para confirmar ou negar a suspeita de crime contra o mercado de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros”* (alínea a)); *“proceder à apreensão, congelamento e inspecção de quaisquer documentos, independentemente da natureza do seu suporte, valores, objectos relacionados com a possível prática de crimes contra o mercado de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou proceder à selagem de objectos não apreendidos nas instalações das pessoas e entidades sujeitas à sua supervisão, na medida em que se revelem necessários à averiguação da possível existência da notícia de crime contra o mercado de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros”* (alínea b)); *“requerer de modo devidamente fundamentado à autoridade judiciária competente que autorize a solicitação a entidades prestadoras de serviços de telecomunicações, de rede fixa ou de rede móvel, ou a operadores de serviços de Internet registos de contactos telefónicos e de transmissão de dados existentes”* (alínea c)); *“solicitar a entidades prestadoras de serviços de telecomunicações, de rede fixa ou de rede móvel, ou a operadores de serviços de Internet registos de contactos telefónicos e de transmissão de dados existentes”* (alínea d)), podendo para o efeito *“requerer a colaboração de outras autoridades, entidades policiais e órgãos de polícia criminal”*, n.º 2 do mesmo artigo.

Conforme nota CLÁUDIA VERDIAL PINA *“a CMVM não possui formalmente o estatuto de órgão de polícia criminal, mas possui nos termos referidos*

*poderes de investigação semelhantes no âmbito dos processos de investigação da sua competência, os de contraordenação e as averiguações preliminares”*.<sup>61</sup>

Concluído o processo de averiguações preliminares, em caso de participação criminal, o processo é remetido às autoridades judiciárias competentes, artigo 386º do CVM.

A prossecução subsequente do processo fica, depois, a cargo das autoridades judiciárias.

A CMVM não terá intervenção directa nos trâmites subsequentes do processo, não obstante, poderá requerer ao Ministério Público ou ao Tribunal, o acesso ao processo, mesmo que sujeito a segredo de justiça, para efeitos de cumprimento de pedido de cooperação emitido por uma instituição congénere de um Estado membro ou pela Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, nos termos do artigo 386º-A do CVM.

Quaisquer decisões tomadas ao longo dos processos por crimes contra o mercado de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros são notificadas ao conselho directivo da CMVM, artigo 387º do CVM.

### **3.1. Dificuldade de prova**

Segundo contabiliza a própria CMVM, *“no período que vai de 1997 ao fim do primeiro semestre de 2014, a CMVM abriu 509 processos de averiguação, sendo preponderantes os temas do abuso de informação, da manipulação de mercado e da intermediação financeira não autorizada. Na sequência destes processos, foram efetuadas 79 participações criminais ao Ministério Público, 59 das quais relativas a crimes de mercado (abuso de informação e manipulação de mercado) (...). As 59 participações criminais apresentadas pela CMVM deram lugar a 13 julgamentos por crimes contra o mercado, sendo oito por abuso de informação privilegiada e cinco por manipulação do mercado. (...) Dos oito casos de abuso de informação privilegiada que foram a julgamento, seis terminaram com condenação dos arguidos*

---

<sup>61</sup> PINA, Cláudia Verdial, “Crime de Manipulação de Mercado: Elementos Típicos e Recolha de Prova”, Revista Julgar, nº 17, Coimbra Editora, 2012, cit. pág. 54.

*e dois com declarações de prescrição. As seis condenações já transitaram em julgado, tendo sido executadas.”*<sup>62</sup>

Até ao ano de 2015, embora se verifique o número elevado de processos de averiguação, 509, bem como um número razoavelmente alto de participações criminais no âmbito de crimes de mercado, 79, apenas 13 desses 79 casos seguiram até à fase de julgamento, entre eles 8 relativos à prática do crime de abuso de informação privilegiada, sendo que 6 terminaram com a condenação dos arguidos e 2 com declaração de prescrição.

Dados mais recentes, de uma apresentação da CMVM, a 11 de Julho de 2017, dão conta de *“51 participações ao Ministério Público por crimes contra o mercado nos últimos 7 anos. Indícios comunicados pela CMVM largamente confirmados pelo MP: 22 acusações e 18 acordos de suspensão provisória”*<sup>63</sup>

Estes dados estatísticos justificam-se, naturalmente, com a dificuldade de prova inerente aos crimes de mercado, nomeadamente o de abuso de informação privilegiada.

A prova de crimes contra o mercado é frequentemente reduzida, pois, por natureza, são crimes com poucas ou nenhuma testemunhas, prova que no sistema judicial português, particularmente no processo penal, é prova rainha.

Além da escassez de prova testemunhal, há também que fazer prova do nexos de causalidade entre a conduta praticada, neste caso o crime de abuso de informação privilegiada, e o dano efectivo para o mercado de valores mobiliários.

Face à dificuldade de prova, CLÁUDIA VERDIAL PINA considera que *“a prova dos crimes contra o mercado (uma vez que as dificuldades são idênticas quanto ao abuso de informação privilegiada) passa por um raciocínio dedutivo, pela prova indirecta a partir de meios de prova directa documentos, testemunhas e declarações dos arguidos, os quais poderão facilmente confessar os elementos objectivos do crime, que já decorrem do teor de documentos que eventualmente tenham subscrito ou sejam relativos a instituição através da qual actuaram sobre o mercado.”*<sup>64</sup>

---

<sup>62</sup> Cfr. CMVM, “Contraordenações e Crimes no Mercado de Valores Mobiliários, O sistema sancionatório, a evolução legislativa e as infrações imputadas”, 2015, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt).

<sup>63</sup> Cfr. CMVM, “Situação dos mercados, atividade da CMVM e perspectivas futuras” da Comissão de Orçamento, Finanças e Modernização Administrativa, Lisboa, 11 de Julho de 2017, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt).

<sup>64</sup> PINA, Cláudia Verdial, ob. cit., cit. pág. 36.

Em termos práticos, a prova mais eficaz e indiciária da prática de um crime de mercado será, em princípio, a prova documental, ou seja, documentos em que constem transacções, data de transacções e respectivos montantes. Factos que, aliados a determinados acontecimentos e oscilações das cotações no mercado, poderão indiciar que o agente possuiria, ou não, informação distinta da generalidade dos investidores à data da transacção/transacções,

Mas, mesmo nas situações em que os indícios sejam evidentes, tal não significa necessariamente que tenha ocorrido abuso de informação privilegiada.

Terá sempre que ser feita prova que o agente estaria na posse de informação privilegiada, nos termos do n.º 1 e n.º 4 do artigo 378º do CVM, cumprindo os seus pressupostos (acima elencados), e que, com base nesta, a tenha transmitido a alguém fora do âmbito normal das suas funções, negociado ou aconselhado alguém a negociar valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, ou tenha ordenado a sua subscrição, aquisição, venda, troca ou modificado ou cancelado uma ordem, directa ou indirectamente, para si ou para outrem (*insiders primários*<sup>65</sup>), ou, sendo qualquer pessoa não abrangida pelo n.º 1 do mesmo artigo, que tendo conhecimento de uma informação privilegiada, a tenha transmitido a outrem ou, com base nessa informação, tivesse negociado ou aconselhado alguém a negociar em valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, ou tenha ordenado a sua subscrição, aquisição, venda, troca ou modificado ou cancelado uma ordem, directa ou indirectamente, para si ou para outrem (*tippees*<sup>66</sup>),

A má-fé no uso de informação privilegiada tem de ser provada, desígnio que a prova documental pode nem sempre atingir. Daí que, CLÁUDIA VERDIAL PINA<sup>67</sup> remeta para a necessidade de um raciocínio lógico-dedutivo dos meios de prova.

Outra das dificuldades características da investigação e prova dos crimes de mercado, relaciona-se com a falta de preparação da nossa magistratura para crimes económico-financeiros complexos e sofisticados, dada a pequena dimensão do nosso mercado de valores mobiliários.

---

<sup>65</sup> Cfr. n.ºs 1 e 2 do artigo 378º do CVM

<sup>66</sup> Cfr. n.º 3 do artigo 378º do CVM

<sup>67</sup> Cfr. anotação n.º 60.

Acreditamos, no entanto, que esta tendência tem vindo a ser mitigada nos últimos anos e que, a pouco e pouco, o sistema judicial se tem vindo a adaptar e a actualizar quanto à ocorrência e aos meios empregados nos crimes financeiros.

A própria CMVM, no desenvolvimento da sua actividade regulatória e de supervisão, bem como, as consequentes averiguações preliminares que desenvolve em caso de possibilidade de verificação da ocorrência de crimes de mercado, contribui para que as posteriores investigações partam de uma base mais sustentada.

#### 4. Actualidade dos mercados

Delimitado o conceito de informação privilegiada, no que consiste o crime de abuso de informação privilegiada, quais os seus agentes típicos e condutas puníveis, cabe-nos agora lançar olhar sobre o panorama actual dos mercados.

Volvidos quase 10 anos após a crise financeira e económica que abalou o os mercados em 2008 e 2009<sup>68</sup>, tem-se assinalado uma notável recuperação da confiança dos investidores.

A economia, o sector financeiro, o emprego, o consumo e o investimento recuperaram, aos poucos, os níveis pré-crise. O próprio mercado de valores mobiliários, nomeadamente o bolsista, viu os índices em redor do globo atingir máximos históricos<sup>69</sup> durante o ano de 2017.

Não obstante, os efeitos da crise transacta ainda se sentem, principalmente para os investidores não institucionais, os pequenos investidores, que em muitos casos acabaram por perder os seus investimentos, transacionando-os por necessidade de liquidez ou simples descrença no mercado.

Além disso, os inúmeros escândalos e processos relacionados com crimes de mercado, que vieram a público no rescaldo da última recessão, não se encontram esquecidos.

Vários foram os casos, principalmente no mercado norte-americano, relativos à prática do abuso de informação privilegiada, que nos últimos anos fizeram eco na comunicação social, entre eles o de Raj Rajaratnam<sup>70</sup>, Steven Cohen<sup>71</sup> ou Rajat Gupta<sup>72</sup>, que se juntaram a outros pré-crise de 2008/2009, que envolveram personalidades como Jeffrey Skilling<sup>73</sup>, Brian Callahan<sup>74</sup>, Ivan Boesky<sup>75</sup>, Martha Stewart<sup>76</sup>, entre outros.

---

<sup>68</sup> Como supra referido, referentes às crises do subprime e do sistema financeiro.

<sup>69</sup> Temos o exemplo dos principais índices norte-americanos, Dow Jones, S&P 500 e Nasdaq que atingiram máximos históricos em 2017.

<sup>70</sup> Fundador e ex-manager do *hedge fund* Galleon.

<sup>71</sup> Fundador e ex-manager do *hedge fund* S.A.C. Capital Advisors.

<sup>72</sup> Ex-manager na consultora McKinsey & Company.

<sup>73</sup> Ex-presidente da Enron.

<sup>74</sup> Exercia a actividade de *Stockbroker*.

<sup>75</sup> Exercia a actividade de *Stockbroker*.

<sup>76</sup> Celebridade que participou em vários programas televisivos.

Os fenómenos de desregulamentação e incapacidade de supervisão associados a grandes fundos de investimento, bem como, os desequilíbrios e falhas que se foram observando no mercado, potenciaram a disseminação da prática de *insider trading*.

Todo o clima de suspeição e sensação de desigualdade entre os investidores, falência e posterior encerramento de instituições centenárias como a Lehman Brothers, o colapso e a dificuldade por que passaram muitas instituições bancárias, com maior relevo para as americanas e europeias, assim como a quebra generalizada das cotações dos valores mobiliários nos mercados, contribuiu para que o paradigma de investimento durante a crise se alterasse e para que cada vez mais os investidores se retraíssem quanto às suas decisões de investimento. O mercado perdeu liquidez e os investidores começaram a destinar os seus excedentes de rendimento à poupança.

De facto, a crise com início em 2008 foi uma machadada violenta na confiança dos investidores no mercado, e importa ainda lembrar que esta já havia sido abalada com a anterior *dot-com bubble*<sup>77</sup>, poucos anos antes.

Perante as causas que levaram à última crise, e aos seus efeitos, bem como os casos de *insider trading* já mencionados, é evidente que a percepção de segurança dos investidores no mercado sofreu um grande revés.

Desse modo, a necessidade de intervenção ao nível de legislação e dos organismos de supervisão, e a aplicação de sanções adequadas aos prevaricadores, tem sido essencial para que esses episódios sejam parte do passado.

Actualmente, com o advento da era da informação, assiste-se ao desenvolvimento dos mecanismos que facilitam a sua difusão em redes globais.

Os actuais instrumentos de transacção nos mercados de valores mobiliários reflectem a evolução tecnológica<sup>78</sup>, o que resulta numa adaptação das estratégias de negociação aos tempos modernos<sup>79</sup>.

Nessa medida, os novos meios que permitem a ligação e comunicação globais, a abertura dos mercados a múltiplos canais e veículos de investimento, bem como a multiplicação de produtos e derivados financeiros, trazem consigo novos desafios.

---

<sup>77</sup> Cfr. anotação n.º 10. Bolha especulativa do final dos anos 90 e início do milénio, ligada às empresas de tecnologia de informação e comunicação na internet.

<sup>78</sup> Decidimos debruçar a nossa atenção sobre a negociação algorítmica.

<sup>79</sup> cfr. ESMA, Economic Report High-frequency trading activity in EU equity markets, n.º 1, 2014, disponível em <https://www.esma.europa.eu>, cit. pág. 5 “Regulatory developments, technological innovation and growing competition have increased the opportunities to employ innovative infrastructures and trading practices.”.

A potencialidade de ocorrência de crimes de mercado por meios e estratégias de negociação inovadoras ganha, assim, novo fulgor.

Ora, por natureza o mercado é extremamente dinâmico e por influência dos fenómenos que se observam ao seu redor encontra-se em constante mutação, sendo exigível uma constante actualização do legislador e das entidades supervisoras, tendo estes que permanecer atentos e moldáveis à nova realidade, promovendo a própria adaptação e a cooperação internacional.

Uma das tendências que marca a actualidade dos mercados é, sem dúvida, para além da informatização da negociação de valores mobiliários, a negociação algorítmica, que adiante introduziremos.

Perante esta, o homem vê-se ultrapassado pelo computador na sua capacidade de discernimento, reacção e velocidade com que opera as transacções de valores mobiliários, justificando e reforçando a tendência de automatização no sector.

Simultaneamente, e após uma grande recuperação nos mercados, assistimos às subidas das taxas de juro pela Reserva Federal norte-americana e ao fim dos estímulos à economia europeia por parte do BCE, o que poderá indiciar um fim de ciclo no *bull market*<sup>80</sup> que tem vindo a marcar a última década.

A desregulação, e até incentivo de práticas nocivas à confiança nos mercados, poderá ser catastrófica, num momento em que se prevê a curto/médio prazo a alteração do ciclo financeiro.

É, então, fundamental, expandir os horizontes, de forma a compreender como as novas tecnologias têm impacto no mercado de valores mobiliários, e quais as consequências para este, e para os seus investidores, caso a legislação e actividade regulatória não acompanhe o progresso.

Veremos em que medida a negociação algorítmica apresenta benefícios para o mercado, sem esquecer os potenciais efeitos nocivos que lhe possam ser inerentes, e se determinadas estratégias a ela associadas poderão ser enquadráveis no contexto dos crimes de mercado, nomeadamente, o abuso de informação privilegiada.

---

<sup>80</sup> Período em que se verifica uma tendência ascendente das cotações e optimismo no mercado. É, no geral, um período económico em que se assiste a um incremento de liquidez e até a alguma euforia. Historicamente, a qualquer *bull market* segue-se um *bear market*, e vice-versa, que corresponde, basicamente, ao seu oposto. Estas são tendências acentuadas e que se prolongam no tempo, ao contrário das chamadas correcções, que costumam acontecer com relativa frequência.

Não pretendemos, contudo, realizar uma exposição extensiva acerca de *high frequency trading* e da forma como essa se processa, uma vez que este é um tema verdadeiramente complexo, com muitos termos apenas compreensíveis por quem tenha conhecimentos de informática ou experiência na matéria.

Pretendemos, sim, estabelecer uma relação entre o crime de abuso de informação privilegiada e certas estratégias de negociação

Esta é uma temática que exige alguma reflexão e prudência, ainda para mais, porque nos encontramos numa altura em que as novas gerações já começaram a entrar no mercado e as anteriores gerações regressaram ao mercado, numa busca incessante por melhores rendimentos do que os tradicionais depósitos a prazo, que nos dias que correm oferecem rendimentos inferiores à taxa de inflação.

Torna-se fundamental manter o equilíbrio, transparência e igualdade entre investidores no mercado, para que uma potencial transição da conjuntura económico-financeira se opere de forma mais suave para todos os investidores.

## 5. Negociação de Alta Frequência (High Frequency Trading)

Um fenómeno que tem, ao longo da última década, assumido particular relevância nos mercados, é o das transacções/negociações algorítmicas, nomeadamente, as de alta frequência, HFT (*high frequency trading*).

A origem desta modalidade de negociação está ligada ao rumo que várias bolsas de valores começaram a tomar no final dos anos 80 e 90, quando se deram os primeiros passos rumo à massificação das transacções de acções por via electrónica<sup>81</sup>.

A SEC<sup>82</sup>, em 1998, viria a aprovar a *Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems*<sup>83</sup>, reconhecendo a implementação de sistemas de transacção alternativos aos tradicionais, movimento que viria a servir de base a uma adopção crescente do *algorithmic trading*<sup>84</sup>, que tem vindo a consolidar-se ao longo dos anos a adquirir relevância acrescida nos mercados globais.<sup>85</sup>

Neste capítulo, pretendemos abordar uma modalidade de negociação algorítmica, a negociação algorítmica de alta frequência, que pelas suas características tem vindo a ser alvo de acesos debates, principalmente no mercado de valores mobiliários norte-americano, e cuja influência tem vindo a transbordar para a realidade europeia.<sup>86</sup>

A negociação algorítmica de alta frequência reporta-se, em termos simplísticos, ao uso de instrumentos tecnológicos e algoritmos de computador para proceder à negociação de valores mobiliários no mercado, implementado por alguns dos seus

---

<sup>81</sup> Refere o Prof. Doutor ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO que “*Com os avanços tecnológicos da década de 80 do século passado, os mercados financeiros foram confrontados com novos mecanismos de transacção, mais rápidos, precisos e baratos (...)*”, ob. cit. pág. 61.

<sup>82</sup> Securities and Exchange Commission, entidade supervisora dos E.U.A., que tem como paralelo no nosso ordenamento jurídico a CMVM.

<sup>83</sup> Disponível em [www.sec.gov](http://www.sec.gov).

<sup>84</sup> Negociação à qual subjaz a utilização de algoritmos informáticos, previamente programados, que recolhem informação do mercado e, com base nesta, executam transacções.

<sup>85</sup> Cfr. Directiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, cit. ponto 59 do preâmbulo: “*As tecnologias de negociação evoluíram significativamente na última década, sendo atualmente utilizadas amplamente pelos intervenientes no mercado. Muitos intervenientes no mercado recorrem atualmente à negociação algorítmica sempre que um algoritmo informático determina automaticamente os aspetos de uma ordem com uma intervenção humana mínima ou mesmo nula.*”.

Esta Directiva, também conhecida por “DMIF II”, substituiu a Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, “DMIF”, com vista a incrementar a transparência do mercado de capitais no rescaldo da crise financeira.

<sup>86</sup> Cfr. ALMEIDA, Miguel Santos “High-Frequency Trading – Regulamentação e Compliance no contexto da nova DMIF II” in “O Novo Direito dos Valores Mobiliários, I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros”, Almedina, 2017.

intervenientes, permitindo-lhes realizar centenas, até mesmo milhares, de transacções diárias.

A legislação europeia já prevê este tipo de negociação, veja-se o Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Abril, e a Directiva 2014/65/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Maio, também conhecida por DMIF II.

A DMIF II, conforme refere MIGUEL SANTOS ALMEIDA, “*posiciona-se no sentido do normal reconhecimento dos avanços proporcionados pela tecnologia nos processos de negociação de instrumentos financeiros. Procura conferir-lhes enquadramento legal, preservando os seus efeitos benéficos e instituindo simultaneamente medidas restritivas de segurança e prevenção dos seus riscos.*”<sup>87</sup>.

O Regulamento (UE) n.º 596/2014, no seu n.º 1 do artigo 3º, ponto 33), define «Negociação de Alta Frequência», como a técnica de negociação na aceção do artigo 4º, n.º 1, ponto 40), da Directiva 2014/65/EU, ou seja, «*Técnica de negociação algorítmica de alta frequência*»: “*uma técnica de negociação algorítmica caracterizada por: a) uma infraestrutura destinada a minimizar a latência de rede e de outros tipos, incluindo pelo menos um dos seguintes sistemas para a entrada de ordens algorítmicas: partilha de instalações (co-location), alojamento de proximidade ou acesso eletrónico direto de alta velocidade; b) a determinação pelo sistema da abertura, geração, encaminhamento ou execução de ordens sem intervenção humana para as transacções ou ordens individuais; e c) elevadas taxas de mensagens intradiárias constituídas por ordens, ofertas de preços ou cancelamentos;*”.

O conceito de “negociação algorítmica” é determinado pelo o artigo 4º, n.º 1, ponto 39), da Directiva 2014/65/EU como sendo a: “*negociação em instrumentos financeiros, em que um algoritmo informático determina automaticamente os parâmetros individuais das ordens, tais como o eventual início da ordem, o calendário, o preço ou a quantidade da ordem ou o modo de gestão após a sua introdução, com pouca ou nenhuma intervenção humana. Esta definição não inclui qualquer sistema utilizado apenas para fins de encaminhamento de ordens para uma ou mais plataformas de negociação, para o processamento de ordens que não*

---

<sup>87</sup> ALMEIDA, Miguel Santos, ob. cit., cit. pág. 434.

*envolvam a determinação de parâmetros de negociação ou para a confirmação das ordens ou o processamento pós-negociação das transacções executadas;*”

Os algoritmos utilizados, são, no fundo, a programação informática com recurso a fórmulas matemáticas, cuja utilização permite a leitura do mercado, que ao detectar determinada tendência executa a transacção de forma automática e praticamente instantânea nesse sentido, sem necessidade de intervenção humana.

Deixamos a ressalva que, a negociação de alta frequência e a negociação algorítmica não são uma e a mesma coisa. Ambas, processam-se com recurso a tecnologia informática e a algoritmos, mas nem toda a negociação algorítmica é negociação de alta frequência.

Na realidade, a negociação de alta frequência representa uma espécie de subcategoria da negociação algorítmica.<sup>88</sup>

Escutinemos então as características elencadas nas alíneas do n.º 1 do artigo 4º do ponto 40) da Directiva 2014/65/EU.

Este tipo de sistemas de transacção depende da velocidade em que opera, e nesse sentido, como se disse, de *“uma infraestrutura destinada a minimizar a latência de rede e de outros tipos”*.

A velocidade associada à negociação de alta frequência, permite o registo de uma posição e a conseqüente compra e venda de valores mobiliários em grande volume, no espaço temporal de grandeza na ordem dos microssegundos e milissegundos, cujas fracções de euros/dólares (por referência aos mercados da zona euro e mercado americano) de lucro se agregam em montantes substanciais aquando do fecho diário do mercado<sup>89</sup>.

Além da celeridade que a caracteriza, diz-nos a Directiva 2014/65/EU, que a negociação de alta frequência se realiza com recurso à *“partilha de instalações (co-location), alojamento de proximidade ou acesso eletrónico direto de alta velocidade”*.

---

<sup>88</sup> Cfr. ALMEIDA, Miguel Santos “Introdução à Negociação de Alta Frequência”, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários - n.º 54, ano 2016, cit. pág. 3 *“enquanto categoria ou forma de negociação, a negociação de alta frequência carecerá necessariamente de ser qualificada como subcategoria da negociação algorítmica, na medida em que esta corresponde a uma categoria mais ampla, que engloba toda e qualquer forma de negociação que faça uso de modelos computadorizados que determinem como, quando e onde executar uma determinada ordem de compra ou de venda de instrumentos financeiros.”*

<sup>89</sup> Referimos aqui o “fecho diário” pois esta modalidade de negociação não se direcciona ao investimento a médio/longo prazo, pelo que, geralmente, não mantem as posições registadas em aberto durante várias sessões.

Quer isto dizer, que os intervenientes no mercado que utilizam mecanismos de HFT, partilham as instalações (onde são colocados os servidores<sup>90</sup>) com as bolsas de valores, ou encontram-se na proximidade destas. Dessa forma, conseguem beneficiar da curta distância que potencia a redução de latência.

Dependendo da estratégia de negociação utilizada e da má-fé com que estes *traders* possam operar, nascem aqui os problemas que, pensamos nós, poderão potenciar a ocorrência de um crime de mercado, pois esta faculdade terá o potencial de os colocar em vantagem sobre a concorrência, no que concerne à velocidade de acesso à informação que circula nas plataformas de negociação e na velocidade de transacção.

Quanto à alínea b) do n.º 1 do artigo 4º, ponto 39) da Directiva, ou seja, “*a determinação pelo sistema da abertura, geração, encaminhamento ou execução de ordens sem intervenção humana para as transacções ou ordens individuais*”, consideramos que a inexistência de intervenção humana na realização destas transacções, acaba por corresponder à evolução natural e adaptação inevitável do mercado às novas tecnologias. A intervenção humana, neste caso, cinge-se à programação dos respectivos algoritmos que depois operam de forma autónoma.

Por fim, a negociação algorítmica de alta frequência promove “*elevadas taxas de mensagens intradiárias constituídas por ordens, ofertas de preços ou cancelamentos*”, conferindo por um lado, liquidez ao mercado, e por outro, um desafio quanto à sua supervisão.

Em suma, como refere MIGUEL SANTOS ALMEIDA, a negociação de alta frequência: “*a) envolve a utilização de algoritmos complexos e altamente sofisticados ao longo de todo o processo de negociação (desde a avaliação das condições do mercado até à efetiva execução das ordens); b) gera rendibilidades elevadas por via da extração de pequenas margens de lucro por transacção efetivamente concretizada; c) envolve uma elevada taxa de rotação das carteiras de títulos (portfolio turnover) e, em simultâneo, elevados rácios de ofertas por transacção e curtos períodos de conservação das ordens nos livros de ofertas; d) é sensível à latência, sendo frequentemente acompanhada por serviços de partilha de instalações e de acesso eletrónico direto ao mercado; e) implica a manutenção de posições pouco*

---

<sup>90</sup> Sistema informático centralizado que fornece serviços de conexão a uma rede de computadores.

*significativas, se não mesmo nulas, entre sessões de negociação; f) foca-se com especial incidência nos instrumentos tradicionalmente dotados de maiores níveis de liquidez; g) é predominantemente desenvolvida no âmbito de operações de negociação por conta própria.”<sup>91</sup>*

### **5.1. Vantagens e desvantagens da Negociação de Alta Frequência**

As transacções com recurso a algoritmos informáticos são, sem dúvida, resultado dos tempos em que vivemos, no qual impera uma frenética evolução tecnológica e a adaptação a esta por parte das mais variadas indústrias.

O ponto 61) do considerando da Directiva 2014/65/EU menciona mesmo, que *“o progresso tecnológico viabilizou a negociação de alta frequência e a evolução dos modelos de negócio.”*

De facto, de há uns anos para cá, este tipo de negociação tem adquirido crescente notoriedade, assumindo a automatização do mercado supremacia sobre as transacções efectuadas por meio de intervenção humana.

A sua adopção generalizada e a elevada quota de transacções que lhe é atribuída<sup>92</sup> deve ser encarada com prudência, pois esta prática impõe a adopção de regulação específica e uma capacidade de supervisão capaz de acompanhar o avanço tecnológico, o que nem sempre se afigura tarefa fácil.

Várias são as vantagens que os mecanismos de negociação algorítmica de alta frequência podem imprimir ao mercado, mas estas não se encontram, como será óbvio, desacompanhadas de riscos.

O ponto 62) do considerando da Directiva 2014/65/EU, indica vários benefícios da negociação algorítmica para o mercado e seus participantes, tais como: *“uma maior participação nos mercados, um aumento da respetiva liquidez, menores*

---

<sup>91</sup> ALMEIDA, Miguel Santos, ob. cit., cit. pág. 7.

<sup>92</sup> Não existe um número concreto e actualizado mas, informações da Bloomberg, em 2010, davam conta que a negociação de alta frequência era responsável por cerca de 60% da totalidade das transacções no mercado de acções americano, notícia disponível em [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com).

Quanto ao volume das negociações de alta frequência no mercado bolsista europeu, vide ESMA, ob. cit.

Segundo este estudo da European Securities and Markets Authority, em 2014 o volume de negociações de alta frequência representava entre 30% a 49% da totalidade das transacções nas praças europeias, sendo que, a Euronext Lisbon registava, nesse parâmetro, 45%.

diferenciais, uma menor volatilidade a curto prazo e os meios para obter uma melhor execução das ordens dos clientes.”.

O considerando assinala, porém, que “(...) essas tecnologias de negociação dão também origem a um certo número de riscos potenciais, tais como um maior risco de sobrecarga dos sistemas das plataformas de negociação, devido a grandes volumes de ordens e ao risco de a negociação algorítmica gerar ordens em duplicado ou erradas ou o funcionamento incorreto suscetível de perturbar o mercado”; “(...) risco de os sistemas de negociação algorítmica reagirem excessivamente face a outros acontecimentos no mercado, o que pode agravar a volatilidade<sup>93</sup> no caso de já se verificar um problema no mercado”; e “podem, como qualquer outro sistema de negociação, prestar-se a determinadas formas de comportamento proibido por força do Regulamento (UE) n.º 596/2014.”.

Ora, é sobre o risco de ocorrência de comportamentos proibidos, nos termos do Regulamento (EU) n.º 596/2014, mais concretamente o *insider trading*, que iremos abordar esta temática.

Pretendemos, nesse capítulo, levar a cabo uma reflexão sobre a relação que se pode estabelecer entre o abuso de informação privilegiada tradicional e determinadas estratégias de negociação algorítmica de alta frequência, que possam ser ofensivas do mesmo bem jurídico.<sup>94</sup>

Embora nem todas as estratégias de negociação algorítmica apresentem o potencial de abalar a integridade e eficiência do mercado, parte delas, as de negociação mais agressiva, digamos assim, encerram em si mesmas desafios regulatórios particulares.

---

<sup>93</sup> De facto, um dos riscos mais evidentes do recurso à negociação de alta frequência é o da volatilidade que estes mecanismos podem introduzir no mercado. Temos como exemplo o *flash crash* de 6 de Maio de 2010, em que os três maiores índices bolsistas norte-americanos, S&P 500, Dow Jones e Nasdaq colapsaram e recuperaram num curto espaço de tempo, tendo a negociação algorítmica de alta frequência sido apontada como um dos factores determinante para o sucedido.

ESMA, ob. cit., cit. pág. 5, “(...)a series of events such as the May 2010 Flash Crash in the US, problems faced during BATS and Facebook IPOs and the loss of USD 420mn by Knight Capital in August 2012 due to a malfunctioning algorithm have called into question the benefits and risks linked to algorithmic and high-frequency trading. In particular, the impact of HFT on volatility, liquidity and, more generally, market quality has been an important topic for securities market regulators, academics and market practitioners.”.

<sup>94</sup> Não obstante, longe de nós advogar contra a implementação de novas tecnologias nos mercados. O nosso objectivo será apenas o de considerar a possibilidade de ocorrência do crime de abuso de informação privilegiada face a determinadas estratégias de negociação associadas ao *high frequency trading*.

Como veremos, o problema não está apenas na velocidade de negociação destes *traders* ou na sua autonomia, mas sim na relação que se estabelece entre a velocidade negocial e a possível antecipação do conhecimento de informação, obtido à custa da redução da latência, por meio de investimentos incalculáveis na partilha de instalações (co-location), alojamento de proximidade ou acesso eletrónico direto de alta velocidade.

## **5.2. Estratégias de negociação**

Actualmente, a velocidade a que se processam as transacções de valores mobiliários, nomeadamente no mercado bolsista, o risco de especulação exacerbada e a assimetria de informação que existe entre os vários intervenientes no mercado, são passíveis de colocar em risco a sua eficiência e transparência.

Pode afirmar-se que, a negociação de alta frequência não se baseia em fundamentos económicos e pouco ou nada terá a ver com o valor real de uma empresa que é subjacente à sua cotação no mercado bolsista. Baseia-se sim, em tendências de ordens de transacção no curto espaço de tempo, detectadas por algoritmos processados em supercomputadores.

Dessa forma, o risco para o mercado poderá surgir no contexto do funcionamento das redes de comunicação e das suas falhas, e como estas se podem tornar uma vantagem competitiva.

Este fenómeno não é facilmente observável, uma vez que as transacções algorítmicas de alta frequência, pela sua natureza, processam-se entre a subida e descida de fracções de cêntimos e num período temporal inferior ao acto de pestanejar.

Nestes casos, um nanossegundo pode fazer toda a diferença, e por isso, os *high frequency traders* investem milhões, ou até biliões de dólares/euros, em mecanismos de comunicação e proximidade às bases de dados, que lhes permitirá a redução de latência no acesso a informação. Competem entre si, e contra a generalidade do mercado, pela mais ínfima vantagem disponível.

Na prática, em algumas das estratégias de negociação associadas à transacção algorítmica de alta frequência, a tecnologia e a velocidade que esta lhe confere são

utilizadas para operar no mercado com má-fé, acedendo antecipadamente à informação que circula entre as plataformas de negociação<sup>95</sup>.

É nessa perspectiva que consideraremos a existência de uma zona cinzenta, entre as estratégias de negociação proibidas e punidas criminalmente pelo crime de manipulação de mercado, e aquelas que à primeira vista não atentam contra a estabilidade do mercado, mas que pela sua natureza poderão representar abuso de informação privilegiada, face às quais as entidades de supervisão poderão não estar aptas a reagir.

Gera-se assim um conflito de interesses entre a indústria das transacções de alta frequência e o mercado em que o investidor comum opera, que não tendo acesso aos mesmos recursos, não se encontra capacitado para concorrer em condições igualitárias com estes mecanismos.

Várias são as estratégias de negociação de alta frequência, e entre estas, algumas atentam contra a estabilidade e igualdade que deveriam ser pressupostos dos mercados financeiros.

Nesse capítulo, poderemos referir<sup>96</sup> estratégias predatórias de *momentum ignition*, ou seja, estratégias apelidadas de direcionais, cujas ofertas não pretendem ser completamente executadas, mas apenas criar uma falsa sensação de liquidez no mercado, sendo canceladas após a sua introdução.

Como exemplos temos as estratégias de *spoofing*, *layering*, *price fade* ou *quote stuffing*, que existem com o intuito de retirar o máximo de rendimento da velocidade com que este tipo de negociação se processa, levando o mercado a reagir de forma mais ou menos expectável e no sentido que lhes é conveniente. Vejamos:

- a) *Spoofing e layering* – são duas estratégias semelhantes que se caracterizam pela criação de uma falsa aparência de actividade no mercado, com introdução de várias ordens, de “má-fé”, induzindo outros investidores à compra ou venda de um determinado activo. Usando a negociação de alta frequência, os *traders* que operam com recurso a esta tecnologia, procedem

---

<sup>95</sup> Imaginemos, por exemplo, várias entradas relevantes de ordens de venda ou de compra nos livros, que ainda não se disseminaram pelos canais de informação das plataformas de negociação.

<sup>96</sup> Para mais desenvolvimentos, cfr. CLARKE, Thomas, “High Frequency Trading and Dark Pools: Sharks Never Sleep”, *Law and Financial Markets Review*, Dezembro de 2014, disponível em <https://ssrn.com/en/>, e ALMEIDA, Miguel Santos, ob. cit..

ao cancelamento das ordens anteriores e retiram proveito da tendência introduzida por eles próprios no mercado;

- b) *Price fade* – cancelamento parcial ou total do volume de ordens em resposta a ofertas que surjam no mercado, criando uma falsa sensação de liquidez e obrigando outros negociadores a subir ou descer o valor da sua oferta;
- c) *Quote stuffing* – introdução e cancelamento rápido e sucessivo de um número elevado de ordens, criando volatilidade no mercado e fazendo com que os outros intervenientes não consigam reagir ao congestionamento e ao excesso de informação produzido, ficando, pois, numa situação de desvantagem face aos *traders* de alta frequência;
- d) *Order anticipation* – destina-se a detectar ordens pendentes de grande volume, geralmente de grandes investidores institucionais, idóneas a causar movimentos na cotação. A negociação de alta frequência permite, então, a transacção antecipada desses instrumentos financeiros, lucrando com a sua revenda.

Damos ainda conta das estratégias de criação de mercado, *market making* que, mais uma vez, se destinam a conferir liquidez ao mercado e que assumem neste grande relevo.

- e) *Market Making* – introdução de ofertas de compra e venda, com limites definidos não imediatamente transacionáveis, de forma a vender continuamente um activo ao preço da melhor oferta de venda e, em simultâneo, comprar ao preço da melhor oferta de compra.

Além destas estratégias, podem ser apontadas as de arbitragem, *latency arbitrage*, que embora, em teoria, possam conferir uma vantagem negocial aos negociadores de alta frequência, não possuem uma conotação tão negativa e subversiva do mercado como as apontadas acima que estão associadas a esquemas de *pump-and-dump* e que constituem crime de manipulação de mercado, conforme o disposto no Regulamento (UE) n.º 596/2014.

As estratégias de arbitragem podem, aliás, ter uma função útil para a eficiência do mercado ao nível do seu peso na formação e regulação de preços.

- f) *Latency arbitrage* – visa o aproveitamento da disparidade informativa no mercado, uma vez que entre as várias plataformas em que um instrumento é transacionado, poderá ocorrer, ainda que de forma quase imperceptível e num espaço temporal de fracções de segundo, uma discrepância da sua cotação.

Coloca-se aqui um grande desafio aos reguladores, sendo que a negociação de activos financeiros ocorre simultaneamente em múltiplos mercados e sistemas de negociação, cuja informação não se encontra, a todo o tempo, plenamente actualizada, ainda que tal desfasamento se reporte a fracções de segundo.

A vantagem dos *traders* de HFT residirá, quanto às estratégias de *latency arbitrage*, nos desvios de cotação de um valor mobiliário entre os diferentes mercados e plataformas de negociação.

## **6. A Negociação de Alta Frequência poderá consubstanciar crime de Abuso de Informação Privilegiada?**

Como se compreende, a existência destes mecanismos de transacção altamente sofisticados poderão consubstanciar novas formas de manipulação e ocorrência de crimes de mercado.

O Regulamento (EU) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, prevê que as condutas enunciadas na alínea c) do n.º 2 do artigo 12º, mais precisamente, a colocação de *“ordens numa plataforma de negociação, incluindo o seu cancelamento ou alteração, por meio de qualquer mecanismo de negociação, incluindo meios eletrónicos como estratégias de negociação algorítmica e de alta frequência, tendo um dos efeitos referidos no n.º 1, alíneas a) ou b): i) perturbar ou atrasar o funcionamento do sistema de negociação da plataforma de negociação, ou que seja idónea para o fazer, ii) dificultar a identificação por outras pessoas de ordens verdadeiras no sistema de negociação da plataforma de negociação, ou que seja idónea para o fazer, nomeadamente através da introdução de ordens que resultem na sobrecarga ou desestabilização do livro de ofertas, ou iii) gerar, ou ser idónea para gerar, uma indicação falsa ou enganosa sobre a oferta ou a procura, ou o preço, de um instrumento financeiro, nomeadamente através da introdução colocação ou execução de ordens para iniciar ou exacerbar uma tendência;”* consubstanciem a prática de crime de manipulação de mercado.

Por seu lado, também a Directiva 2014/65/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, pretendeu abranger as entidades que apliquem técnicas de negociação algorítmica de alta frequência, estabelecendo um regime jurídico próprio e capaz de dissipar eventuais problemas que já existiam e se vinham agravando ao longo dos últimos anos.

Contudo, a questão que pretendemos levantar é, se para além da manipulação de mercado que possa ser associada a determinadas estratégias de negociação de alta frequência, se estas poderão enquadrar comportamentos típicos susceptíveis de integrar o espírito da moldura penal que prevê o crime de abuso de informação privilegiada.

O dito Regulamento, embora preveja que determinadas estratégias recaiam na moldura penal da prática do crime manipulação de mercado, não antecipa o seu

enquadramento no crime de abuso de informação privilegiada, não introduzindo quanto a essa matéria qualquer inovação ao que já se encontrava consignado no nosso artigo 378º do CVM.

A própria Directiva 2014/57/UE<sup>97</sup>, referente às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada, também não aborda a relação que se possa estabelecer este crime de mercado e as práticas ilícitas de negociação algorítmica de alta frequência.

Creemos, porém, que parte das estratégias acima descritas, principalmente aquelas que compreendem uma detecção antecipada de liquidez ou ordens pendentes no mercado, beneficiando de partilha de instalações (co-location), alojamento de proximidade ou acesso eletrónico directo de alta velocidade, e com isso tendo possibilidade de aceder a determinada informação antes dos restantes intervenientes no mercado, podem, na verdade, enquadrar-se no crime de abuso de informação privilegiada.

Coloca-se, então, a questão da falta de uma repressão mais activa a este tipo de negociação.

Acreditamos que, as vantagens estruturais permitidas aos *traders* de alta frequência, como os serviços de *co-location*, resultam dos benefícios que se supõe que a sua prática confere ao mercado, nomeadamente, a atracção de investimento, aumento de liquidez, redução de custos e o seu contributo para a eficiência de mercado.

Nesse sentido, as próprias bolsas de valores cooperam e alinham os seus interesses com aqueles, arrendando-lhes espaço junto aos servidores e permitindo-lhes uma proximidade física.

No nosso entender, e como já se referiu, dados os custos destas operações, estarão em causa os parâmetros de justiça e igualdade no mercado, visto que só as entidades aptas à realização de investimentos avultados poderão ter acesso a este tipo de vantagens, o que não será o caso do investidor comum.

Estaremos, nesse caso, perante um desnivelamento entre as entidades que estejam alojadas em proximidade com as bolsas de valores e os restantes investidores.

---

<sup>97</sup> Cfr. Directiva 2014/57/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Abril de 2014, relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado).

Pela proximidade à fonte da informação, bem como a consequente latência reduzida nas operações, características que, por natureza, constituem o âmago da negociação de alta frequência, coloca-se a questão destes negociadores terem acesso a informação relativa a posições de compra e venda, ou cotações, distinto da concorrência.

É nessa medida que, a detecção antecipada de liquidez ou ordens pendentes no mercado podem levantar problemas ao nível jurídico e regulatório, pois situam-se numa zona cinzenta, em que o acesso a informação privilegiada não é, à primeira vista, punido enquanto tal pelo Regulamento supramencionado.

## 7. Front-running e o Abuso de Informação Privilegiada

As estratégias de detecção antecipada de liquidez ou ordens pendentes, podem comportar uma decisão negocial que se baseie no conhecimento de ordens susceptíveis de alterar uma cotação e que não sejam de conhecimento público.

Prática que, nesse caso, se designa por *front-running*.

Isto pressupondo, sublinhe-se, que os *traders* de alta frequência tenham acesso a informação privilegiada, por meio de aplicação de estratégias baseadas em baixa latência, com recurso a serviços de co-location e proximidade às plataformas de negociação.

Neste tipo de transacções, os *traders* de alta frequência procuram antecipar-se ao resto do mercado, obtendo vantagem negocial.

Nesse sentido, caso a informação antecipadamente obtida pelos *high frequency traders* não seja pública, tenha carácter preciso e esteja direta ou indiretamente relacionada com emitentes ou com instrumentos financeiros, a qual, se lhe fosse dada publicidade, seria idónea para influenciar de maneira sensível o seu preço, parece-nos que se encontram verificados os pressupostos definidos pela normal penal que criminaliza o *insider trading*.

Podem existir, contudo, casos em que a estratégia de detecção de ordens ou liquidez não representa uma possível prática do crime de abuso de informação privilegiada, conforme o disposto no artigo 378º do CVM. Referimo-nos aqui, àqueles em que a decisão negocial advenha de ofertas cuja informação já é do conhecimento geral dos investidores.

Mas, face à existência de *high frequency trading*, até que ponto o acesso à informação presente no mercado é igualitário?

Tecnicamente, poderá existir quem advogue no sentido de que os *traders* de alta frequência não incorrem na prática de *front-running*, na medida em que a informação a que acedem corresponde a ordens pendentes no mercado, e, portanto, informação que já será, no seu sentido legal, pública.

No entanto, não nos parece que assim seja.

Os mecanismos de co-location, alojamento de proximidade ou acesso eletrónico direto de alta velocidade, permitem um acesso antecipado a essa informação, e sendo esta usada para benefício de quem opera com recurso a HFT,

parece-nos evidente que o dano ao mercado de valores mobiliários será em tudo semelhante ao do *insider trading* tradicional.

Tanto na aceção do crime de abuso de informação privilegiada, conforme definido pelo nosso ordenamento jurídico, como na prática que aqui observamos, existe uma desvantagem estrutural do investidor comum face ao investidor melhor informado.

Assim sendo, cremos que seria fundamental o enquadramento desse acesso antecipado, da negociação com base em informação que ainda não foi processada e enviada para o resto do mercado, enquanto crime de abuso de informação privilegiada, pois na verdade é disso que se trata.

Esta é uma tendência preocupante, e no mercado de valores mobiliários dos E.U.A. a estratégia de detecção de ordens teve nos últimos anos um impacto considerável<sup>98</sup>.

Para esta problemática, contribuiu inadvertidamente a aprovação pela SEC, em 2005, da *Regulation National Market System*, que definiu a execução das ordens pelas melhores condições de preço apresentadas pelas plataformas de negociação, apurado pelo *Securities Information Processor*<sup>99</sup>.

Assim, em resultado da partilha de instalações (co-location) e sofisticação do seu hardware e software, os *traders* de alta frequência poderiam aceder e processar primariamente o SIP, antecipando-se na negociação face a outros intervenientes.

Como nos diz FRANK PASQUALE “*they can do so by paying for direct “data feeds” from public exchanges. Such direct feeds convey information faster to paid subscribers than they do to the Securities Information Processor (SIP), which is the standard report of trading activity (such as posted bids and offers) at an exchange. When a high frequency trader can obtain information on likely trades before (most of) the rest of the market, he can engage in “latency arbitrage”—that is, take advantage of a temporary knowledge advantage to anticipate where the market is going (even if the price movement is very slight) and act accordingly*”.<sup>100</sup>

---

<sup>98</sup> Cfr. LEWIS, Michael, “Flash Boys”, livro em que são relatados exemplos desta prática.

Cfr. BULLARD, Mercer, “HFT isn’t the problem—insider trading is”, comentários de uma entrevista disponível em [www.cnbc.com](http://www.cnbc.com).

<sup>99</sup> De ora em diante, designado pela sigla SIP.

<sup>100</sup> PASQUALE, Frank, “Law’s Acceleration of Finance: Redefining the Problem of High-Frequency Trading”, University of Maryland Francis King Carey School of Law Legal Studies, Research Paper n.º 2015–29, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2654269>, cit. pág. 2093.

Considerando que, a margem de lucro dos *traders* que operam com recurso a HFT se faz no intervalo temporal de disseminação da informação pelas diferentes plataformas de negociação, é evidente que para estes beneficiarem, o vendedor e o comprador de determinado valor mobiliário irão suportar as perdas.<sup>101</sup> Ou porque o primeiro vendeu a um valor mais baixo do que poderia ter vendido, ou porque o segundo comprou a um preço mais elevado do que poderia ter comprado, caso ambos estivessem munidos dos mesmos recursos e da mesma informação e assim pudessem alterar as suas ofertas.

A partilha de instalações e a realização de operações em diferentes tipos de latência não são um exclusivo do mercado americano, e representam também uma realidade no mercado Europeu, pelo que se afigura essencial um reforço dos mecanismos legais e de supervisão, de forma a colmatar estas falhas de mercado e a repor a confiança dos investidores.

Caso o mercado se veja dominado pelos *traders* de negociação algorítmica de alta frequência, e a tendência que se verifica no mercado norte-americano parece ser essa, tal poderá colocar em causa o princípio de igualdade entre investidores se aqueles incorrerem na prática de *front-running*, e conseqüentemente abalar o seu bom funcionamento e integridade.

Embora o Regulamento (UE) n.º 596/2014 e a Directiva 2014/65/EU, DMIF II, sejam um excelente contributo e denotem um esforço na regulamentação mais apertada das práticas ilícitas associadas aos negociadores de alta frequência<sup>102</sup>, impõe-

---

<sup>101</sup> Nesse sentido, PETRESCU, Monica e WEDOW, Michael, European Central Bank, Occasional Paper Series, “Dark pools in European equity markets: emergence, competition and implications”, n.º 193, July 2017, disponível em <https://www.ecb.europa.eu>, cit. pág. 10 “(...)the presence of HFT can also lead to higher costs of trading for other participants due to predatory practices. For example, one HFT strategy is to use algorithms and high speed to obtain and exploit information about current market supply and demand, especially concerning the presence of large orders. This information can be used for front running some orders, which increases trading costs for investors placing these orders. In some trading venues, high frequency traders pay a premium to receive more detailed order and trading data before it becomes available to other investors, allowing them to incorporate the information in their trading strategies.”.

<sup>102</sup> Considerando a Directiva que “o melhor meio de mitigar esses riscos potenciais decorrentes da maior utilização das tecnologias numa combinação de medidas e controlos de risco específicos, dirigidos a empresas que desenvolvem negociação algorítmica ou se dedicam a técnicas de negociação algorítmica de alta frequência, que proporciona acesso eletrónico direto, com outras medidas dirigidas aos operadores das plataformas de negociação contactados por essas empresas. A fim de reforçar a resistência dos mercados à luz da evolução tecnológica, essas medidas deverão refletir e apoiar-se nas orientações técnicas emitidas pela Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados) (ESMA), criada pelo Regulamento (UE) n.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, em fevereiro de 2012, em matéria de sistemas e controlos para plataformas de negociação, empresas de investimento e autoridades competentes num ambiente de

se uma reflexão sobre as vantagens e desvantagens que estes trazem ao mercado<sup>103</sup>, e qual a melhor forma de conter práticas que lhe sejam nocivas.

Haverá ainda que analisar se a negociação de alta frequência, ao utilizar serviços de *co-location*, alojamento de proximidade ou acesso eletrónico directo de alta velocidade, tem acesso directo ou adjacente aos servidores das plataformas de negociação, o que, verificando-se, poderá potenciar facilidade de acesso a informação que ainda não foi disseminada nas diferentes plataformas de negociação, e assim resultar no agravamento das assimetrias informativas no mercado.

É nossa opinião, que estará aqui em causa uma falta de coerência quanto à previsão legal do crime de abuso de informação privilegiada, pois se por um lado se proíbe e pune determinado investidor que operou com recurso a informação não-pública (na acepção do artigo 378º do CVM, o *insider trading* clássico), por outro, no contexto da negociação algorítmica de alta frequência, tal não sucede.

Tal, deve-se ao facto de a própria definição do crime de abuso de informação privilegiada ainda não se aplicar ao contexto das negociações algorítmicas de alta frequência, pelo que, talvez fosse necessária uma actualização e redefinição do conceito.

Assim, seria útil e benéfico ao mercado se fosse estabelecida relação entre certas práticas de negociação algorítmica de alta frequência e o crime de abuso de informação privilegiada, pois, tal seria importante para mitigar a diferença de tratamento que (tal como alguma doutrina, principalmente no mercado americano) consideramos existir.

Tanto os *insiders* tradicionais como os *high frequency traders*, na posse de informação que lhes permite uma melhor performance, encontram-se numa situação de vantagem em relação à generalidade dos investidores, e é nessa perspectiva que se encontram paralelismos quanto aos efeitos nocivos destas práticas para o mercado.

No fundo, a equiparação jurídica destas práticas, seria concretização de um tratamento em termos de igualdade para situações que possuem vários pontos de

---

*negociação automatizado (ESMA/2012/122). É desejável assegurar que todas as empresas de negociação algorítmica de alta frequência estejam autorizadas. Tal autorização deverá garantir que essas empresas estão sujeitas a requisitos em matéria de organização ao abrigo da presente diretiva e que são objeto de uma supervisão adequada.”*

<sup>103</sup> No limite, e em casos de que se enquadraram naqueles que descrevemos, a negociação de alta frequência poderá mesmo resultar num incremento dos custos de transacção para os restantes investidores e na perda da confiança no mercado, contrariando algumas das vantagens que lhe costumam ser apontadas.

semelhança, até porque o acesso igualitário à informação se encontra em causa em ambas as figuras.

Estarão, assim, em evidência, práticas potencialmente ofensivas da transparência, igualdade entre investidores e eficiência do mercado.

Não obstante, sublinhamos que os casos de *front running*, por utilização de sistemas HFT, que possam considerar-se passíveis de integrar o contexto do abuso de informação privilegiada, são casos muito pontuais, cuja solução não passa por uma completa proibição destes mecanismos, mas sim, por um reforço da sua regulamentação e supervisão, que permitira detectar condutas lesivas aos interesses do mercado e que prejudicam a sua credibilidade.

Para além de uma redefinição e aplicação do conceito de abuso de informação privilegiada ao contexto da negociação algorítmica de alta frequência, ou de um reforço dos mecanismos de regulação e supervisão desses *traders*, outras soluções podem contribuir para o nivelamento de acesso à informação e oportunidades para todos os investidores. Essas poderão passar, por exemplo, pela adaptação e modificação do software e hardware das plataformas de negociação.

Em termos de hardware, uma das soluções que tem vindo a ser utilizada é a instalação de *speed bumps*, mecanismos que atrasam intencionalmente a informação de ordens pendentes no mercado, sujeitando todos os investidores ao mesmo hiato temporal entre o processamento de informação pela corretora e a sua recepção pela generalidade do mercado.<sup>104</sup>

Será, por fim, importante relembrar que esta é uma temática em constante mutação, sendo que, num futuro próximo, o debate acerca das vantagens e desvantagens da negociação algorítmica de alta frequência poderá conhecer novos desenvolvimentos.

Iremos, como é óbvio, acompanhar a evolução da negociação algorítmica de alta frequência, e a sua percepção nos mercados, com natural curiosidade.

---

<sup>104</sup> A IEX Group Inc. foi pioneira na utilização de *speed bumps*, ou seja, um cabo de fibra óptica que atrasa intencionalmente o acesso ao mercado. No caso da IEX esse atraso reporta-se a 350 microssegundos.

Para maior desenvolvimento sobre a sua utilidade na protecção do investidor comum, Cfr. HU, Edwin, “Intentional Access Delays, Market Quality, and Price Discovery: Evidence from IEX Becoming an Exchange”, SEC Division of Economic and Risk Analysis, 2018, disponível em [www.sec.gov](http://www.sec.gov).

## Conclusão

Na presente dissertação abordámos a temática dos crimes de mercado, mais especificamente, o abuso de informação privilegiada e as consequências nefastas que este pode ter para o mercado de valores mobiliários.

A sua prática é susceptível de afectar a igualdade entre investidores, confiança e transparência do mercado, valores que se presumem essenciais à sua subsistência e bom funcionamento.

No tratamento do tema, considerámos a evolução legislativa do crime de abuso de informação privilegiada no ordenamento jurídico português, o bem jurídico tutelado pela norma incriminadora, a importância da informação no mercado de valores mobiliários, os deveres de informação, os pressupostos que definem a informação privilegiada, as condutas puníveis e a dificuldade de prova que lhe é característica.

Após uma análise que incidiu sobre o crime de mercado de abuso de informação privilegiada, passámos a uma introdução referente à actualidade dos mercados e dos novos mecanismos de negociação e transacção impulsionados pela era da “informação” e novas tecnologias.

Dada a pertinência do tema e a discussão que tem gerado, principalmente no mercado de valores mobiliários norte-americano, não poderíamos passar ao lado da negociação algorítmica, com atenção especial para a sua subcategoria, a negociação algorítmica de alta frequência, estabelecendo uma relação entre as suas características e estratégias de negociação que lhe são inerentes, com o crime de abuso de informação privilegiada.

Na verdade, a doutrina ainda não é unânime quanto aos efeitos da negociação algorítmica para o mercado, podendo ser apontadas algumas vantagens e desvantagens no que concerne a este tipo de negociação.

Contudo, cremos existir uma zona cinzenta relativamente a certas práticas desenvolvidas pelos *traders* de alta frequência.

Ao longo do nosso estudo, viemo-nos a aperceber que a negociação algorítmica de alta frequência, pela vantagem estrutural que detém no mercado de valores mobiliários, pode propiciar estratégias predatórias que em muito se assemelham aos casos de abuso de informação privilegiada tradicionais.

Referimo-nos, pois, aos casos em que existe uma antecipação do acesso a informação que se possa considerar privilegiada (aquela que já consta dos livros de ordens mas que ainda não é conhecida da generalidade do mercado) conseguida através de partilha de instalações (co-location), alojamento de proximidade ou acesso eletrónico direto de alta velocidade, concedido pelas bolsas de valores mediante avultadas rendas e investimentos, que é depois usada pelos negociadores de alta frequência para ganharem vantagem sobre os restantes investidores.

O ponto essencial à discussão, é precisamente, a partir de que momento podemos considerar que a informação deixa de ser privilegiada e passa a ser pública.

Observámos que, pelo simples facto de a informação ser referente a ordens já introduzidas no mercado, tal pode não significar que seja acessível a todos os investidores em condições de igualdade.

Pela sofisticação dos sistemas de negociação e transacção de alta frequência, recorrendo a estratégias de *latency arbitrage*, estes conseguem aceder à informação em primeira mão e antes da generalidade dos investidores, mesmo que esse hiato temporal se cifre em fracções de segundo.

Este é um tema complexo e para o qual não existe uma solução simples e directa, passando a nossa sugestão por um reforço dos mecanismos de regulação e supervisão, destinados a detectar e avaliar condutas que se integrem em estratégias de detecção antecipada de liquidez ou ordens pendentes no mercado.

Entendemos também, que seria importante uma adaptação da legislação comunitária e nacional, que permitisse a equiparação destas estratégias predatórias ao crime de abuso de informação privilegiada, uma vez que as duas figuras possuem pontos de semelhança.

Face à dificuldade de prova dos efeitos nocivos que estes mecanismos possam ter no mercado, terá que se proceder a uma análise caso a caso, e queremos, por isso, deixar a ressalva que nem todas as práticas de *high frequency trading* serão passíveis de enquadramento no crime de mercado analisado, mas apenas aquelas que fazem uso de informação privilegiada e que desse modo permitem aos *traders* que as utilizam encontrarem-se frequentemente numa situação vantajosa.

## **Bibliografia**

- ALMEIDA, Miguel Santos, "Introdução à Negociação de Alta Frequência", Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários - n.º 54, ano 2016;
- ALMEIDA, Miguel Santos, High-Frequency Trading – Regulamentação e Compliance no contexto da nova DMIF II, O Novo Direito dos Valores Mobiliários, I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros, Almedina, 2017;
- BOLINA, Helena, A revisão das diretivas do abuso de mercado: novo âmbito, o mesmo regime, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, Volume II, Agosto 2015;
- BULLARD, Mercer, HFT isn't the problem — insider trading is, 2014;
- CÂMARA, Paulo, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 2ª Edição, Almedina, 2011;
- CARLTON, Dennis, e FISCHER, Daniel, The Regulation of Insider Trading, 1982;
- CLARKE, Thomas, High Frequency Trading and Dark Pools: Sharks Never Sleep, Law and Financial Markets Review, Dezembro de 2014;
- CMVM, Entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes - Conceitos, Linhas de Orientação, Exemplos e Condutas a Adotar;
- CMVM, Contraordenações e Crimes no Mercado de Valores Mobiliários, O sistema sancionatório, a evolução legislativa e as infrações imputadas, 2015;
- CMVM, Situação dos mercados, atividade da CMVM e perspetivas futuras, da Comissão de Orçamento, Finanças e Modernização Administrativa, Lisboa, 11 de Julho de 2017;

- CORDEIRO, A. Barreto Menezes, Direito dos Valores Mobiliários, Vol. I, Almedina, Lisboa, 2015.
  
- CORDEIRO, António Menezes, coord. Código das Sociedades Comerciais Anotado, 2ª Edição, Almedina, 2014;
  
- COSTA, José de Faria, e RAMOS, Maria Elisabete, O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) A informação enquanto problema jurídico-penal, Coimbra Editora, Coimbra, 2006;
  
- DIAS, Figueiredo, Direito Penal - Parte Geral, Tomo I, 2ª edição, Coimbra Editora, Coimbra, 2010;
  
- ESMA, Economic Report High-frequency trading activity in EU equity markets, n.º 1, 2014;
  
- FAMA, Eugene, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, The Journal of Finance, Vol. 25, N.º 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, 28-30, 1969, Blackwell Publishing for the American Finance Association;
  
- Guia do Investidor da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários;
  
- HAFT, Robert, The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation, 1982;
  
- HU, Edwin, Intentional Access Delays, Market Quality, and Price Discovery: Evidence from IEX Becoming an Exchange, SEC Division of Economic and Risk Analysis, 2018
  
- LELAND, Hayne, Insider Trading: Should it be prohibited?, 1992;
  
- LEWIS, Michael, “Flash Boys”, Lua de Papel, 2014;

- MANNE, Henry G., Insider Trading and the Stock Market, 1966;
  
- MATIAS, Miguel, Crime de abuso de informação privilegiada, revista Vida Judiciária, Março/Abril de 2015;
  
- NEWKIRK, Thomas C., Speech by SEC Staff: Insider Trading – A U.S. Perspective, 1998;
  
- NUNES, José Brito, Notas pessoais sobre o processo Lamfalussy, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 18, ano 2004;
  
- PASQUALE, Frank, Law’s Acceleration of Finance: Redefining the Problem of High-Frequency Trading, University of Maryland Francis King Carey School of Law Legal Studies, Research Paper n.º 2015–29;
  
- PENA, Nuno Ricardo da, Código dos Valores Mobiliários Anotado e Comentado, 2015;
  
- PETRESCU, Monica e WEDOW, Michael, European Central Bank, Occasional Paper Series, “Dark pools in European equity markets: emergence, competition and implications”, n.º 193, July 2017;
  
- PINA, Cláudia Verdial, Crime de Manipulação de Mercado: Elementos Típicos e Recolha de Prova, Revista Julgar, n.º 17, Coimbra Editora, 2012;
  
- PINTO, Frederico da Costa, O Direito de Informar e os Crimes de Mercado, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 2, ano 1998;
  
- PINTO, Frederico da Costa, Crimes e contra-ordenações no novo Código dos Valores Mobiliários, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, ano 2000;
  
- QUELHAS, José Manuel, High-frequency trading (HFT), Boletim de Ciências Económicas, vol. LVIII, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2015;

- RODRIGUES, Sofia Nascimento, A protecção dos investidores em Valores Mobiliários, Almedina, 2001;
- SEC, Speech by SEC Staff: Insider Trading – A U.S. Perspective, Remarks by Thomas C. Newkirk, September 19, 1998;
- SOARES, João Luz e RODRIGUES, Ricardo, De novo o crime de abuso de informação privilegiada (“insider trading”): brevíssimas considerações sobre política criminal, revista Vida Judiciária, Setembro/Outubro 2017;
- SOARES, João Luz e RODRIGUES, Ricardo, A (des)informação na dianteira do profano: O crime de abuso de informação privilegiada – uma reflexão inevitável, Revista da Ordem dos Advogados, Lisboa, 2015;
- YADAV, Yesha, Insider Trading and Market Structure, 63 UCLA Law Review 968, 2016

### **Legislação**

- Código das Sociedades Comerciais;
- Código de Valores Mobiliários;
- Código Penal;
- Constituição da República Portuguesa;
- Decreto-Lei 52/2006, de 15 de Março;
- Directiva 89/592/CEE do Conselho, de 13 de Novembro de 1989, relativa à coordenação das regulamentações respeitantes às operações de iniciados;

- Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de Janeiro de 2003, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado);

- Directiva 2014/57/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Abril de 2014, relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado);

- Directiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros;

- Lei 55/2005, de 18 de Novembro, que autoriza o Governo a regular os crimes de abuso de informação e de manipulação do mercado no âmbito do mercado de valores mobiliários;

- Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho, que revê o regime sancionatório no sector financeiro em matéria criminal e contra-ordenacional;

- Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16-04-2014, relativo ao abuso de mercado;

- SEC Rule 10b-5, codified at 17 C.F.R. 240.10b-5;

### **Acórdãos**

- Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 19/02/2013, processo 575/10.6TFLSB.L2-5.