

**Universidade de Lisboa**

**Faculdade de Direito**



**O Insider Trading nos Mercados Financeiros:**

**O papel da informação no funcionamento dos Mercados e a sua  
Regulação**

Marta Alexandra Fialho Pratas

Mestrado Profissionalizante em Ciências Jurídico-Financeiras

Dissertação de Mestrado orientada pela

Prof<sup>a</sup>. Dr.<sup>a</sup> Rute Saraiva

2016

## Resumo

A regulação dos mercados financeiros (de valores mobiliários) contribui para o bom desempenho da economia, constituindo garantia da sua credibilidade e racionalidade. O papel (fundamental) que a utilização informação tem no (regular) funcionamento destes mercados, e as condutas a que estão adstritos os agentes que neles intervêm são objeto de análise na perspetiva da legalidade. A inevitabilidade da problematização do abuso de informação privilegiada tem em vista a desejável redução de assimetrias de informação entre emitentes e investidores. A par das soluções fornecidas pela codificação legal e regulamentar, afigura-se ser de transcendente importância o exercício das atribuições da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, não só de promoção, regulação e supervisão, como também de fiscalização. A complexidade do insider trading revela-se na abordagem da prova da ilicitude da conduta e na distinção com outros tipos de ilícitos relacionados com os mercados financeiros. A atualidade do tema e os desafios que o mesmo comporta para as autoridades administrativas e judiciais motivam a presente dissertação, associando reflexões doutrinárias e jurisprudenciais à propositura de soluções.

Propõe também uma análise aos crimes contra o mercado, nomeadamente (e em específico) o abuso de informação, previsto não só na legislação portuguesa como também na legislação europeia. A evolução deste tipo de crime, das suas normas regulatórias e a identificação das entidades prejudicadas com a prática do insider trading. É também suscitada a questão da constitucionalidade do artigo 378º CVM, nomeadamente a sua compatibilidade com o princípio da proporcionalidade, com o princípio da iniciativa privada e com o princípio da igualdade. São identificados diversos casos de referência no âmbito do insider trading e é também elaborado um breve enquadramento legal da regulação do abuso de informação em diversos países.

Por último, é abordado o tema da Regulação nos Mercados financeiros, em especial o papel da Comissão de Mercados de Valores Mobiliários, que existe para supervisionar e regular os mercados mobiliários e os agentes que nele atuam. De que forma é feita essa supervisão e de que maneira é punido o crime de abuso de informação no mercado dos valores mobiliários.

## Abstract

Regulation of financial (transferable securities) markets, contributes to the development of the economy, and constitutes a guarantee of its credibility and rationality. The (fundamental) role that the use of information has in the (proper) functioning of these markets, and the conducts to which its intervening agents must adhere to are the object of analysis in a legal perspective. The inevitability of the questioning of privileged insider trading aims to obtain the desired reduction of information asymmetry between issuers and investors. Besides the solutions presented for legal and regulatory coding, the use of the Portuguese Securities Market Commission's powers, not only in promoting, regulating and supervising, but also to monitor, appears to be of the utmost importance. The complexity of insider trading is revealed in the approach in the proof of unlawfulness of conduct and in its distinction from other types of illicit actions related to the financial markets. The currentness of the subject and the challenges it presents to the administrative and judicial authorities motivate the present dissertation, associating doctrinal and jurisprudential thoughts to the proposition of solutions.

An analysis to crimes against the market is also put forward, namely (and specifically) insider information, which is provided for not only in Portuguese but also European legislation. The evolution of this sort of crime, its regulatory rules and the identification of the parties which were aggrieved by insider trading. The question of constitutionality of art.º 378 of the Portuguese Market Securities Code ("CVM") is also approached, namely its compatibility with the principle of proportionality, the private enterprise principle and the equality principle. Various reference cases dealing with insider trading are presented, and a brief legal presentation of insider trading regulation in a number of countries is also outlined.

Lastly, the theme Financial Market Regulations is addressed, especially the role of the Portuguese Securities Market Commission, whose role is to supervise and regulates the markets and its agents. In what way this supervision is made and in what way insider trading in the securities market is punished.

## INDICE

Introdução.....	6
I PARTE: Os Mercados Financeiros .....	7
A evolução do mercado de capitais .....	7
1. No âmbito internacional .....	7
2. No âmbito nacional .....	8
3. No âmbito específico da União Europeia.....	10
O Mercado de Valores Mobiliários .....	14
Tipos de Mercado .....	15
1. Mercados a contado e Mercados de derivados .....	15
2. Mercados regulamentados e mercados over-the-counter (OTC) .....	15
3. Mercados Internacionais .....	19
Os Valores Mobiliários .....	19
O Funcionamento dos Mercados dos Valores Mobiliários.....	25
Os Intervenientes nos Mercados.....	30
Oferta Pública de Aquisição.....	33
II PARTE: INFORMAÇÃO E CRIME.....	35
A informação como objeto de direitos .....	35
Os deveres de informação no Código dos Valores Mobiliários .....	38
Direito à informação no Código das Sociedades Comerciais .....	41
Factos Históricos sobre o Insider Trading: alguns casos particulares .....	42
Enquadramento legal do Abuso de Informação na União Europeia.....	45
Enquadramento legal do Abuso de Informação a nível nacional .....	48
Fuga de Informação como Anomalia de Mercado.....	48
Crimes contra o Mercado, em especial o Abuso de Informação.....	48
O dever de informação dos emitentes.....	59
Quem são os prejudicados com o abuso de informação? .....	60
O Artigo 449º do CSC .....	61
A constitucionalidade do artigo 378º CVM .....	63
O crime: A Manipulação de Mercado .....	65
Outras figuras jurídicas afins ao insider trading .....	68
1. Scalping.....	68
2. Front-running .....	69
Outros crimes eventualmente relacionados com o insider trading .....	70

Breve enquadramento legal da regulação do abuso de informação em diferentes países ....	71
1. Brasil .....	71
2. China .....	72
3. Japão.....	72
4. Reino Unido.....	73
5. Austrália .....	73
6. Alemanha .....	73
7. Suíça.....	74
8. Itália .....	74
Casos de referência no âmbito do Insider Trading .....	75
Caso United States V. Falcone .....	76
O caso mais conhecido no Direito Brasileiro .....	76
III PARTE: Prevenção, Sanção e Regulação.....	78
Medidas de Prevenção ao Abuso de Informação .....	78
Consequências legais .....	80
Regulação dos Mercados.....	82
Comissão de Mercados de Valores Mobiliários.....	89
Conclusão .....	95
Bibliografia.....	97

## Introdução

De acordo com *John Kenneth Galbraith*, “Um dos grandes segredos da sabedoria económica é saber aquilo que não se sabe”.

Nesta dissertação procuramos analisar a influência da informação, e não apenas da privilegiada, nos mercados financeiros. Até que ponto é, verdadeiramente, um dos pilares para um bom funcionamento do sistema financeiro e de que forma poderá influenciar o dia-a-dia dos mercados. Sabendo que os mercados de valores mobiliários vivem de informação, e que esta é essencial para as decisões dos investidores, o momento e a qualidade da informação será relevante e condiciona as decisões do agente no mercado. É inevitável, assim, considerar que o direito do mercado de valores mobiliários é dominado pelo princípio da informação. De que forma estará garantido o acesso à informação a todos os investidores no mercado e de que maneira é punido este crime.

Tentamos perspetivar o funcionamento e os mecanismos da regulação, bem como as tipologias criminais de condutas ilícitas contra o mercado de capitais e as correspondentes sanções. Por último, procuramos demonstrar o papel essencial da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários para o combate deste tipo de crime.

## I PARTE: Os Mercados Financeiros

### **A evolução do mercado de capitais**

#### 1. No âmbito internacional

Como é sabido, os mercados de capitais desempenham hoje em dia um papel fulcral no desenvolvimento económico e social dos Estados, funcionando como sistemas sofisticados de atração de poupança e subsequente aplicação em investimentos, convertendo-se em novas fontes de produção de bens e serviços e de rendimentos, tendo em vista a expansão da atividade económica.

É tido como assente que o financiamento da atividade económica foi sempre um assunto premente nas sociedades, daí falar-se comumente no mercado financeiro, entendido este quer na vertente de mercado monetário (mercado de fundos a curto prazo para aplicações de funcionamento corrente), quer na vertente de mercado de capitais (mercado de fundos a médio e longo prazos para aplicações de investimento).

Ora, há registo de que na Idade Média o mercado de capitais começou por ser um mercado próprio de países ricos, com uma poupança estabilizada e com banqueiros (designadamente venezianos, holandeses e alemães), que se foram consolidando no seu papel à medida que a prosperidade local ia aumentando.

Essa atividade passou a transnacional, passando a consubstanciar mercados internacionais no séc. XIX, casos de Londres, Zurique, Amesterdão, Frankfurt e Nova Iorque.

O sistema bancário que recolhia os fundos de médio e longo prazos desenvolveu um novo mercado de capitais: o designado eurodólar, o qual se caracterizava por uma oferta abundante de fundos, expressa numa moeda de terceiro país, colocada em bancos europeus ou situados na europa.

Este mercado permitiu reafectar às economias de determinados países da América Latina, a Portugal, Espanha e à Itália os excessos de liquidez internacional resultante das vendas de petróleo a preços inflacionados. O eurodólar foi no entanto sendo superado por outros mercados, com outras moedas, caso do marco alemão e a libra inglesa, o iene japonês e o dólar americano.

Também os operadores nestes mercados foram evoluindo e foram-se especializando: desde os particulares individuais e empresas, aos bancos, às seguradoras, aos fundos de investimento mobiliário e imobiliário, às sociedades de investimento, sociedades de capital de risco e os dealers e brokers de títulos.

O mercado de capitais acha-se naturalmente dependente do nível de atividade económica registado, bem como do nível técnico e cultural dos agentes a ele ligados. Depende, acima de tudo, do grau de confiança que merece a economia onde esse mercado opera.

Em países de escasso desenvolvimento económico ou com grande intervenção estadual o mercado de capitais debate-se com sérias dificuldades para singrar, o mesmo se passando em países de economia instável ou com a sua situação política não consolidada.

Variados fatores têm contribuído para o seu desenvolvimento e aperfeiçoamento, destacando-se os organizacionais, os regulatórios e os tecnológicos.

## 2. No âmbito nacional

Foi em 1495, ano em que atividade financeira encontra-se mais desenvolvida, que foi feita a primeira tentativa de regular a atividade corretora de Lisboa.

No entanto, e uma vez que o Direito Privado Português vivia à sombra da Lei da Boa Razão, desde 18 de Agosto de 1769, e face à insuficiência de Leis Comerciais, foi necessário elaborar um Código Comercial. A preparação deste trabalho coube a José Ferreira Borges, só surgindo assim o Código Comercial em 1833. Nele veio previsto o conceito de praça de comércio e de bolsa, surgindo mais tarde, em 1837, o Regulamento relativo aos corretores de valores.

Graças ao Código Comercial de 1888<sup>1</sup> foi impulsionado o surgimento da Bolsa de Valores com a definição do seu enquadramento, e possibilitando a transação de valores mobiliários e a regulação, pela primeira vez, de operações a prazo. Assim, em Janeiro de 1891 e em Outubro de 1901, são criadas as Bolsas de Valores do Porto e de Lisboa, respetivamente. É neste último ano que são aprovados o Regimento do Ofício do

---

<sup>1</sup> O Código de Veiga Beirão foi aprovado em 28 de Junho de 1888; demonstra uma sistematização evoluída da matéria atinente às sociedades comerciais.

Corretor<sup>2</sup> e o Regulamento da Bolsa<sup>3</sup>. Segundo Fernando Teixeira dos Santos<sup>4</sup> este dois documentos assumem grande importância no mercado de capitais português.

Em 25 de Abril de 1974, a Bolsa de Valores de Lisboa e a Bolsa de Valores do Porto encerram de imediato, sendo que a primeira só reabre em 12 de Janeiro de 1976 e a segunda em 2 de Janeiro de 1981. Grande parte das sociedades cotadas é nacionalizada após o encerramento das Bolsas, não se verificando a emissão de ações antes de 1981.

Foi só em 1985 que ocorreu uma mudança no mercado de capitais, o Ministro das Finanças convida um conjunto de empresas a entrar na Bolsa, concedendo benefícios fiscais. Nesta altura, são promulgados vários diplomas para ativar o mercado de capitais. Em 10 de Abril de 1991 foi aprovado e publicado o Decreto-Lei nº 142-A/91 que cria o Código dos Valores Mobiliários. Nas palavras de Fernando Teixeira dos Santos<sup>5</sup>, *os mercados são desestatizados, desregulamentados e liberalizados*. No que toca ao mercado primário foram tomadas medidas no que respeita ao vetor da informação, adotando-se o princípio do full disclosure. Tiveram especial atenção também às sanções dos ilícitos de mercado, nomeadamente ao insider trading e à manipulação de mercado. Mais importante foi a criação da Comissão dos Mercados de Valores Mobiliários, entidade responsável pela regulação, supervisão, fiscalização e promoção dos mercados de valores mobiliários.

Com a entrada de Portugal na União Europeia, e com o programa de privatizações levado a cabo pelo Governo a partir de 1989, o mercado de capitais português cresceu extraordinariamente. Torna-se necessária a adoção de uma regulamentação flexível, de forma a não comprometer a integração do mercado português.

Para concluir, e nas palavras de Rute Saraiva<sup>6</sup>, o sector financeiro evolui mais nos últimos trinta anos do que em todo o período anterior.

---

<sup>2</sup> Prevê a existência de uma categoria de corretores dedicados em exclusivo à intermediação dos negócios com valores.

<sup>3</sup> Admite pela primeira vez a especificidade jurídica do mercado de valores mobiliários.

<sup>4</sup> In A Evolução do Mercado de Capitais Português

<sup>5</sup> In obra supra citada

<sup>6</sup> In Direito dos Mercados Financeiros, AAFDL 2013

### 3. No âmbito específico da União Europeia

O processo de constituição do mercado único da União Europeia teve em vista, para além de outros objetivos, um marco fundamental: a criação de um espaço integrado de serviços financeiros.

Os pilares dessa integração financeira são: a liberdade de estabelecimento das empresas financeiras; a liberdade de prestação de serviços pelas mesmas empresas; a harmonização e o reconhecimento mútuo das regulamentações nacionais; a liberdade de circulação de capitais<sup>7</sup>; a união económica e monetária.

Para a construção do mercado financeiro único identificam-se quatro fases. A primeira etapa caracteriza-se pela expansão das competências comunitárias. Com a aprovação do Tratado de Roma (nomeadamente os artigos 57, nº 2<sup>8</sup>) e com a aprovação da Diretiva 73/183/CEE<sup>9</sup> de 28 de Junho de 1973, há uma tentativa de suprir os obstáculos à livre prestação de serviços dos bancos e de outras instituições financeiras<sup>10</sup>. A segunda fase começa com o Livro Branco da Comissão de 1985, em que é estabelecida a manutenção de um plano de igualdade de oportunidades para os serviços financeiros através de uma prática de harmonização mínima. Em 1986 é aprovado o Ato Único Europeu<sup>11</sup> que introduz o carácter fundamental da liberdade de circulação de capitais. A terceira fase (entre 1998 e 2007), após a aprovação do Tratado de Maastricht<sup>12</sup>, e do lançamento do Plano de Ação para os Serviços Financeiros – que procura assegurar um alto nível de

---

<sup>7</sup> De modo a permitir recorrer livremente aos mercados financeiros para a obtenção do financiamento.

<sup>8</sup> Que determina que deverá haver unanimidade para a tomada de medidas para o exercício da atividade bancária.

<sup>9</sup> Nomeadamente, o 1º Considerando: “Considerando que os programas gerais prevêem, em matéria dos Bancos e outras instituições financeiras, a supressão, antes do termo do segundo ano da segunda fase, das restrições à liberdade de estabelecimento e à prestação de serviços não ligados a movimentos de capitais, e a supressão, segundo o mesmo ritmo que a liberalização dos movimentos de capitais, das restrições aos serviços bancários ligados a estes movimentos de capitais”; 2º Considerando: “Considerando que, no que respeita aos serviços ligados a movimentos de capitais, convém numa primeira fase, liberalizar uma série de atividades designadas com precisão, tendo em conta o parecer técnico do Comité Monetário; que a lista destas atividades será completada, nomeadamente, em função dos progressos realizados no processo de liberalização dos movimentos de capitais”.

<sup>10</sup> Deverá referir-se também as Diretivas 77/780/CEE, conhecida como a Primeira Diretiva de Coordenação Bancária e a Diretiva 79/279/CEE, relativa à coordenação das condições de admissão dos valores cotados na bolsa.

<sup>11</sup> Jacques Delors, Presidente da Comissão, indicou os principais objetivos: “O Ato único é, numa frase, a obrigação de realizar simultaneamente o grande mercado sem fronteiras e também, a coesão económica e social, uma política europeia de investigação e tecnologia, o reforço do Sistema Monetário Europeu, o começo de um Espaço Social Europeu e de Ações significativas em relação ao meio ambiente”.

<sup>12</sup> Assinado em 1992, cria, entre outros, uma moeda única e o estabelecimento de uma União Económica e Monetária.

harmonização – bem como o Relatório Lamfalussy em 2001, que constitui uma nova abordagem ao desenvolvimento e adoção de legislação europeia em matéria de serviços financeiros. A quarta e última fase, a re-regulação começa com a crise financeira iniciada em 2007. Assim, e nas palavras de António Vitorino<sup>13</sup>, em termos de economia-mundo, 2011 foi o ano em que a Europa deixou de ser parte da solução e passou a ser parte do problema. Convém recuar até ao ano de 2008, quando um dos maiores Bancos de investimento declarou falência – Lehman Brothers. A crise financeira foi iniciada nos EUA, conhecida também pela crise do subprime<sup>14</sup>, levou a repensar a raiz do sistema de regulação, supervisão financeira e a estrutura dos mercados financeiros e do seu enquadramento jurídico. No caso europeu em específico, António Vitorino<sup>15</sup> aponta três “andamentos distintos” da crise europeia. O primeiro, foi o caso isolado da Grécia<sup>16</sup>, que termina com a decisão de apoio financeiro ao mesmo. O segundo andamento, com os casos da Irlanda e Portugal<sup>17</sup>, a propósito dos quais são formalmente negados os efeitos de contaminação sobre o conjunto da zona euro – risco sistémico<sup>18</sup> - e pela adoção de várias decisões – nomeadamente, mobilização de meios financeiros e imposições de condições aos países beneficiários – o Banco Central passa a desempenhar um papel fundamental na definição das linhas da crise. O terceiro andamento, onde não é possível esconder ou dissimular a natureza sistémica do problema, e são apontadas as lacunas dos mecanismos de gestão da União Económica e Monetária. Esta terceira fase termina com a aprovação do Tratado sobre a Estabilidade, Coordenação e Governança da União Económica e Monetária, assinado a 2 de Março de 2012 e tendo entrado em vigor em 1 de Janeiro de 2013.

---

<sup>13</sup> In O que a Crise Esconde; Relações Internacionais, nº 33 Março de 2012, Lisboa

<sup>14</sup> Subprime, é o crédito à habitação de alto risco que se destina à população com baixos rendimentos. Neste empréstimo a única garantia exigida é o imóvel, através de uma hipoteca. É um empréstimo de taxas de juros altas.

<sup>15</sup> In obra supra citada

<sup>16</sup> Foi reconhecido o falseamento das estatísticas oficiais sobre o défice público no quadro de aplicação do Pacto de Estabilidade e Crescimento.

<sup>17</sup> Têm uma grande dificuldade de financiamento junto dos mercados internacionais. Apresenta-se como uma crise de países sobre-endividados.

<sup>18</sup> Tem origem numa externalidade negativa (atuação económica que projeta efeitos negativos sobre outro agente, sem que lhe seja paga qualquer compensação) – falha de mercado que justifica a intervenção do Estado. Nas palavras de Filipe José Trigo Simões - in Risco Sistémico na Indústria Financeira, Análise dos Potenciais Impactos na Estabilidade exigida, Coimbra, 2011 - esta externalidade é determinada quando uma grande instituição financeira não tem recursos para pagar a outra, levando a que esta última não possa pagar a uma terceira entidade, levando a um efeito dominó que poderá levar ao colapso de todo o sistema financeiro.

Nesta quarta e última etapa, Rute Saraiva<sup>19</sup> aponta o elevado nível de sofisticação atingido pelos instrumentos financeiros, que dificulta o seu conhecimento e a sua supervisão. Refere também a dispersão da supervisão, bem como as falhas na circulação de informação, e a desconfiança entre supervisores. Afirma que a crise vem revelar as deficiências estruturais, organizativas e normativas do sector financeiro, e que as competências regulatórias e supervisoras são inadequadas a um mercado único, sendo necessário avançar para o aprofundamento do mercado único financeiro no seu todo. É neste contexto que surge o Relatório Larosiére<sup>20</sup> onde foi definido um novo enquadramento geral para a supervisão financeira. Assim, fazem parte do Sistema Europeu de Supervisão Financeira: as Autoridades Nacionais de supervisão financeira, o Comité Europeu do Risco Sistémico e três novas autoridades europeias de supervisão (sector bancário, sector de mercados de valores mobiliários e sector de seguros e fundos de pensão).

A ideia da criação de um verdadeiro mercado único dos capitais - uma União dos Mercados de Capitais para todos os Estados-Membros da União Europeia – é um desígnio assumido, desde logo por poder proporcionar uma maior robustez e um papel complementar ao dos bancos como fonte de financiamento.

A Comissão Europeia, no Livro Verde Construção de Uma União dos Mercados de Capitais<sup>21</sup> admite que após um período de aprofundamento, o grau de integração dos mercados financeiros na UE diminuiu desde a crise, com os bancos e investidores a retroceder para mercados internos.

Ora, a Comissão assume o objetivo de implantar os alicerces de uma União dos Mercados de Capitais bem regulamentada e integrada que englobe todos os Estados-Membros, até 2019, para que o conjunto da economia possa beneficiar dos mercados de capitais e das instituições financeiras não bancárias.

Concretizando este propósito, ao abrir mais os mercados nacionais aos investidores, emitentes e intermediários, e ao promover a livre circulação de capitais e a partilha das melhores práticas, a união dos mercados de capitais deve também ser vista como uma forma de contribuir para o desenvolvimento dos mercados.

---

<sup>19</sup> In obra supra citada.

<sup>20</sup> Análise do que falhou e levou à crise financeira e conjunto de propostas para melhor a supervisão. Foi visto como uma pretensa resposta à crise de 2008.

<sup>21</sup> In Livro Verde Construção de Uma União dos Mercados de Capitais/\*Com/2015/063

Neste âmbito, parece igualmente consensualizado que a regulamentação e a supervisão podem contribuir para consolidar a confiança dos investidores, afirmando-se que a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) e a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (EIOPA) foram empossadas de maiores poderes em matéria de proteção dos investidores e de outros regulamentos, sendo que, em caso de necessidade, os seus mandatos no domínio da proteção do consumidor/investidor podem ser clarificados e reforçados.

No plano do direito da União Europeia destaca-se a Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, a qual entre outras matérias neste âmbito, foca a suspeita de abuso de mercado, em violação do disposto nos artigos 7.º e 17.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014, preceitos que tratam da informação privilegiada e da divulgação pública da informação privilegiada, respetivamente.

Por ocasião recente do chamado ‘Brexit’, parece tornar-se ainda mais premente (e assumida por altos responsáveis da Comissão Europeia) a tão ventilada necessidade de uma verdadeira união de mercados de capitais.

Efetivamente, se bem que os eventuais impactos duradouros do ‘Brexit’ ainda estejam por revelar, muito dependerão – no que ao mercado de capitais único diz respeito – da relação que no futuro a União Europeia e o Reino Unido venham a manter.

Em todo o caso, tendo este fenómeno causado de imediato turbulências no setor financeiro, que se quer estável, as instâncias comunitárias parecem querer tomar medidas emergentes de proteção da regulação do setor financeiro.

Pode então afirmar-se que as políticas comunitárias tendentes à estabilidade e integração do mercado de capitais (como a criação de uma união bancária) estão hoje como nunca postas à prova, sendo certo que será necessário restabelecer a confiança nos mercados financeiros.

Sabendo-se que tal integração é feita de um contínuo processo de reformas estruturais e institucionais (tema que retomamos mais adiante) aos níveis nacional e europeu, o ‘Brexit’ surge como uma variável também na abordagem do funcionamento dos mercados financeiros.

## O Mercado de Valores Mobiliários

O mercado, que representa o local, físico ou não, onde ocorrem trocas de produtos de forma organizada ou espontânea, poderá ser: ou mercado de produtos (bens e serviços) ou mercado de fatores produtivos. Em bom rigor há tantos mercados quantos os tipos de bens, de serviços e de fatores que são oferecidos e procurados. Raquel Franco<sup>22</sup> identifica três categorias de produtos quanto ao critério do modo de avaliação da respetiva qualidade: Bens de Procura (search goods - são os bens onde é possível reconhecer a sua qualidade antes de serem adquiridos); Bens de Experiência (experience goods – só é possível conhecer a qualidade dos produtos após a compra do mesmo); Bens de confiança (credence goods – é difícil saber qual a qualidade do bem, mesmo depois de ser adquirido). A autora inclui os produtos financeiros na última categoria indicada. Ao adquirir o produto, o investidor poderá não dispor de toda a informação relevante sobre o mesmo. Poderá afirmar-se que a escolha é feita com base na confiança no mercado. Há tendência para optar pelas escolhas feitas pelos outros consumidores, o que muitas vezes poderá levar a que os produtos de melhor qualidade não tenham vantagem sobre os produtos de menor qualidade.

Um mercado pode formar-se espontaneamente como pode ser organizado e regulamentado.

O mercado de valores mobiliários é um espaço que se destina a facilitar o encontro entre a oferta e a procura de valores mobiliários e de outros instrumentos financeiros<sup>23</sup>. Os mercados regulamentados<sup>24</sup> são uma das formas organizadas de negociação de instrumentos financeiros; são sistemas que, tendo sido autorizados como tal por qualquer Estado Membro da União Europeia, são multilaterais e funcionam

---

<sup>22</sup> In A relevância da informação nos Mercados Financeiros e o papel das Agências de Notação de Risco de Crédito, Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa, 2009

<sup>23</sup> In Guia do Investidor – Comissão de Mercados de Valores Mobiliários

<sup>24</sup> No Guia do Investidor – Comissão de Mercados de Valores Mobiliários, é também indicado que os mercados regulamentados cumprem os requisitos exigentes ao nível de prestação de informações, da admissão dos membros do mercado, são autorizados pelo Ministro das Finanças (ouvida a CMVM). Sendo ou não um mercado regulamentado ou não regulamentado, publicam diariamente um boletim com as informações relativas aos mercados geridos. A Diretiva 93/22/CEE dispõe que “Os Mercados de instrumentos financeiros constantes de uma lista oficial elaborada por cada Estado-Membro, com funcionamento regular, cujas condições de funcionamento, de acesso ao mercado e de aceitação dos instrumentos financeiros nele negociáveis hajam sido aprovadas por autoridades competentes e em que se encontre assegurada a divulgação de todas as transações realizadas pelos intervenientes às autoridades de supervisão e a prestação de informação pública sobre as principais características de tais transações”.

regularmente a fim de possibilitar o encontro de interesses relativos a instrumentos financeiros com vista à celebração de contratos sobre tais instrumentos – artigo 199º CVM. Estes mercados funcionam em termos de grande transparência e eficiência, oferecendo o menor risco possível aos investidores; estão sujeitos a dois princípios: o da segurança do mercado e o da defesa do investidor (trata-se do acesso à informação adequada). Proporcionam também uma maior igualdade para os investidores, limitando a informação assimétrica e punindo a manipulação de mercado e o insider trading.

O mercado de valores mobiliários é um espaço onde se transacionam ações, obrigações, títulos de crédito, entre outros. Os valores mobiliários são documentos emitidos por empresas ou outras entidades que representam direitos e deveres. Ao emitirem valores mobiliários, as empresas pretendem dessa forma obter financiamento junto dos investidores, sendo assim uma forma de financiamento alternativa ao sector bancário.

### **Tipos de Mercado**

#### 1. Mercados a contado e Mercados de derivados

Nos mercados a contado, os títulos comprados ou vendidos são imediatamente liquidados. Por outro lado, a liquidação dos instrumentos financeiros transacionados nos mercados de derivados, como sejam opções e futuros, são negociados e reportam-se a um momento futuro. Cada instrumento de derivados está ligado a outro ativo financeiro – uma ação, índice acionista, matéria-prima, etc. – do qual não pode ser separado: o valor do derivado provem deste ativo financeiro subjacente, cujo preço de mercado está relacionado com o valor do ativo financeiro. Os instrumentos de derivados são investimentos de risco: requerem um investimento inicial baixo e podem gerar elevados ganhos ou perdas. As cotações são os preços formados nos mercados a contado. A referência à cotação corresponde ao último preço efetuado na sessão de bolsa ou preço de fecho.

#### 2. Mercados regulamentados e mercados over-the-counter (OTC)

Configuram um sistema multilateral, gerido por um operador de mercado, que propicia o encontro de variados interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros, visando um contrato relativo a instrumentos financeiros admitidos à negociação. Trata-se de um sistema dotado de regras que não são

discricionárias e que funciona de forma regular, em observância com o estabelecido na Diretiva dos Mercados e Instrumentos Financeiros (Diretiva 2004/39/CE).

As bolsas e os mercados regulamentados devem aderir às normas concebidas para proteger os investidores. Ofertas públicas de venda (OPVs) e vendas de ações só são possíveis quando as empresas se regem pelas normas do mercado, incluindo a disseminação adequada de informação e transparência. Os mercados a contado e os mercados de derivados são cruciais à negociação entre compradores e vendedores. Os mercados organizados oferecem ainda aos investidores outros serviços seguros. A NYSE Euronext, por exemplo, estabeleceu programas que garantem maior liquidez às operações realizadas nos seus mercados regulamentados. Maior liquidez resulta numa negociação rápida, e permite garantir preços de mercado justos para os investidores.

Os mercados financeiros modernos são redes automatizadas que garantem uma negociação eficiente entre as instituições financeiras e os investidores.

Com a criação das bolsas de valores, procurou-se aumentar a liquidez, baixando os custos das operações. No entanto, existem outras formas. Assim, segundo o artigo 198º Código dos Valores Mobiliários, é permitido o funcionamento em Portugal, sem prejuízo de outras que a Comissão de Mercado de Valores Mobiliários determine por regulamento, das seguintes formas organizadas de negociação de instrumentos financeiros: mercados regulamentados (teremos que recorrer ao artigo 199º Código dos Valores Mobiliários para saber o que são mercados regulamentados – devidamente autorizados por um Estado-Membro que, gerido por uma empresa de mercado, assegura ou facilita o encontro regular de interesses relativos a instrumentos financeiros com vista à sua transação. Ex: Bolsa); sistemas de negociação multilateral (aqui deveremos ter em conta o artigo 200º Código dos Valores Mobiliários em que se determina que um sistema de negociação multilateral assegura ou facilita o encontro de interesses relativos a instrumentos financeiros com vista à sua transação); e por último, a internacionalização sistemática (o artigo 201º do Código dos Valores Mobiliários declara que a internacionalização sistemática é uma negociação de forma organizada, frequente e sistemática, por parte dos intermediários financeiros por conta própria em execução de ordens de clientes fora dos casos i) e ii) do presente título). Segundo o artigo 209º, nº1 Código dos Valores Mobiliários, para cada mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral, a entidade gestora deve aprovar regras transparentes

e não discriminatórias, baseadas em critérios objetivos, que assegurem o bom funcionamento daquele. Assim, e conforme determina o artigo 208º, nº1 CVM as operações de mercado regulamentado e de sistemas de negociação multilateral realizam-se através de sistemas de negociação adequados à correta formação dos preços dos instrumentos financeiros neles negociados e à liquidez do mercado (a liquidez dos valores mobiliários é tanto maior quanto maior for a dimensão dos mercados onde se encontram cotados), assegurando designadamente a transparência das operações. Funcionam em termos de grande transparência e eficiência, oferecendo o menor risco possível. Conforme preconiza António Pereira de Almeida<sup>25</sup>, os mercados regulamentados estão sujeitos a dois princípios de interesse público: princípio da segurança do mercado e princípio da defesa do investidor (acesso a informação adequada, segurança nas transações, fundos de garantias, responsabilidades dos auditores e intermediários financeiros, associações de defesa de investidores e ação popular).

Muito importante nesta temática será o artigo 212º CVM (complementado com o artigo 221º CVM) – Informação ao Público – que determina que para cada mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral, a entidade gestora deve prestar ao público informação sobre: instrumentos financeiros admitidos à negociação ou selecionados para negociação e as operações realizadas e respetivos preços. O nº3 (princípio da necessidade) diz que o conteúdo, os meios e a periodicidade da informação a prestar ao público devem ser os adequados às características de cada sistema, ao nível de conhecimentos e à natureza dos investidores e à composição dos vários interesses envolvidos.

Igualmente importante será então o artigo 221º CVM que determina que a entidade gestora do mercado regulamentado deve divulgar ao público, de forma contínua durante o horário normal de negociação, os preços de compra e de venda de ações e a quantidade das ofertas pendentes relativas a ações. O nº3 do mesmo artigo estabelece que a entidade gestora do mercado regulamentado deve divulgar ao público as seguintes informações: o preço, a quantidade, o momento e outras informações pormenorizadas relativas a cada operação em ações; deve informar também a quantidade total de ações negociadas. O nº4, no entanto, estatui que a Comissão de Mercado de Valores

---

<sup>25</sup> In Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, 7ª Edição Reformulada e Act., Coimbra, Coimbra Editora, 2013

Mobiliários pode autorizar a divulgação diferida das informações atendendo ao tipo e à quantidade das operações em causa.<sup>26</sup>

Os mercados over-the-counter (OTC) não estão sujeitos a estas normas, nem garantem liquidez de negociação. Neste tipo de mercado os investidores transacionam instrumentos financeiros de forma bilateral e descentralizada, recorrendo em regra a intermediários financeiros (broker-dealers), os quais atuam como criadores de mercado, indicando os preços a que estão dispostos a comprar ou vender um dado instrumento financeiro. No início do século XXI praticavam-se taxas de juro muito baixas, de tal forma que esta situação levou muitos investidores a recorrerem ao empréstimo bancário. Levou também a que os investidores tradicionais diversificassem os investimentos e os realizassem com maior risco. Isto levou à formação de um mercado financeiro alternativo, formado à margem da regulação.

Estes mercados apresentam, por conseguinte, maior risco para os investidores, especialmente para os investidores individuais. Os requisitos de admissão à negociação nestes mercados são menos exigentes dado não serem regulamentados e serem sujeitos a uma muito menor supervisão. Os investimentos neste âmbito têm implícito um maior cuidado por parte dos investidores já que apresentam um risco acrescido quando comparados com os investimentos nos mercados regulamentados. O artigo 202º, nº 1<sup>27</sup> do Código dos Valores Mobiliários exige, no entanto, que sejam registados junto da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários para controlo de legalidade e suficiência. Relativamente à supervisão, caberá ao operador de mercado, contudo a Comissão de Mercado de Valores Mobiliários poderá substituí-lo não detendo poderes diretos para vigiar o cumprimento dos deveres.

Em Portugal existem atualmente os Mercados Regulamentados (Eurolist by Euronext Lisbon, O Mercado de Futuros e Opções, O Mercado Especial de Dívida Pública

---

<sup>26</sup> António Pereira de Almeida, in obra supra citada, refere também que as informações de pós-negociação realizadas num espaço ou organização de negociação, mas fora do seu horário normal de negociação, serão tornadas públicas antes da abertura do dia seguinte de negociação do espaço ou organização de negociação em que a transação foi realizada. Aponta que os MTF (Multilateral Trading Facilities), que permitem a negociação de grandes blocos de valores mobiliários, sem reporte público, nem da identidade dos ordenantes, nem da quantidade, quer através de crossing networks, quer diretamente entre compradores e vendedores, provocaram o aparecimento das dark pools. Isto revela que nem sempre a informação é atempada e leva a que outros participantes não possam reagir em tempo real.

<sup>27</sup> O artigo determina que os mercados regulamentados e os sistemas de negociação multilateral estão sujeitos a registo na CMVM, bem assim como as regras aos mesmos subjacentes.

(MEDIP) e o Mercados Não Regulamentados (EasyNext Lisbon, O Mercado sem Cotações e o PEX). O funcionamento dos mercados de valores mobiliários estão sujeitos a normas que visam a proteção dos investidores. São no entanto, as próprias entidades gestoras de mercados que definem as regras relativas ao funcionamento dos mesmos.

Para ilustração da evolução de um determinado mercado ou de um determinado segmento do mercado, é utilizado o índice. Existem índices de preços e de rendimentos, em Portugal existem onze índices de preços que permitem verificar a evolução do mercado, entre eles encontra-se o PSI-20.

### 3. Mercados Internacionais

O Acordo de Bretton Woods, após a Segunda Guerra Mundial, teve como objetivo definir as regras e procedimentos para o sistema financeiro. Foi assim criado o FMI<sup>28</sup> e o Banco Mundial<sup>29</sup> em 1944.

Rute Saraiva<sup>30</sup> enuncia alguns benefícios da globalização financeira, são eles o ambiente competitivo que leva a que haja uma maior eficiência das empresas e acessibilidade ao sistema financeiro; promove um maior acesso ao crédito que irá ter consequências positivas na produtividade e no emprego. Todavia alerta também para os riscos: agravamento de assimetrias, contágio em cenário de crise, incapacidade de resposta governativa.

### **Os Valores Mobiliários**

De acordo com a Recomendação da Comissão das Comunidades Europeias de 25 de Julho de 1977, relativa a um Código Europeu de Conduta respeitante às transações relativas a valores mobiliários, o mercado de valor mobiliário será: *“o mercado de cotação oficial e quaisquer mercados organizados ou controlados pelas autoridades competentes, bem como quaisquer transações sobre valores mobiliários incluindo as transações amigáveis entre particulares sobre valores mobiliários”*.

---

<sup>28</sup> Tem como objetivo ajudar a reconstruir o Sistema monetário internacional.

<sup>29</sup> Instituição Financeira que concede empréstimos aos Países.

<sup>30</sup> In obra supra citada

A negociação de valores mobiliários realiza-se através de sistemas eletrónicos<sup>31</sup>. Os corretores introduzem as ordens<sup>32</sup> dos clientes no sistema informático de negociação do mercado, sendo designadas de ofertas; assim que houver outra oferta no sentido inverso, o sistema realiza a operação de compra e venda.

Para entender o funcionamento do mercado dos valores mobiliários, deveremos perceber quais são os valores mobiliários. O artigo 1º do Código dos Valores Mobiliários determina que são valores mobiliários, além de outros que a lei como tal qualifique:

- a) As ações<sup>33, 34</sup>;
- b) As obrigações<sup>35</sup>;
- c) Os títulos de participação<sup>36</sup>;
- d) As unidades de participação em instituições de investimento coletivo<sup>37</sup>;
- e) Os warrants autónomos<sup>38</sup>;
- 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 ato de emissão<sup>39</sup>;
- g) Outros documentos representativos de situações jurídicas homogéneas, desde que sejam suscetíveis de transmissão em mercado.

---

<sup>31</sup> O sistema informático – a plataforma de negociação – passou a ser o mesmo que é utilizado nas Bolsas de Paris, Londres e Amesterdão.

<sup>32</sup> Ordens para comprar ou vender os valores mobiliários; podem ser dadas por escrito ou oralmente – que posteriormente deverão ser reduzidas a escrito.

<sup>33</sup> O artigo 271º do Código das Sociedades Comerciais, determina que na sociedade Anónima, o capital é dividido em ações e cada sócio limita a sua responsabilidade ao valor das ações que subscreveu. São assim, valores mobiliários que representam uma parcela do capital social de uma sociedade anónima. São documentos emitidos por empresas ou outras entidades em grande quantidade, que representam direitos e deveres, podendo ser comprados e vendidos na bolsa.

<sup>34</sup> O artigo 274º do Código das Sociedades Comerciais dispõe que “A qualidade de sócio surge com a celebração do contrato de sociedade ou com o aumento de capital”; já o artigo 304º do CSC estabelece que antes da emissão de títulos definitivos, pode a sociedade entregar ao acionista um título provisório, devendo no entanto o título definitivo ser entregue ao acionista nos seis meses seguintes ao registo definitivo.

<sup>35</sup> Com duração limitada, são valores mobiliários que representam uma parte do empréstimo contraído por uma empresa ou entidade junto dos investidores.

<sup>36</sup> Conferem um direito a uma remuneração com duas componentes, uma fixa e outra variável.

<sup>37</sup> São as parcelas em que se divide o património de um fundo de investimento.

<sup>38</sup> Têm uma duração limitada que confere ao investidor um direito sobre outros valores mobiliários ou ativos financeiros.

<sup>39</sup> Conferem direitos que podem ser destacados e negociados separadamente; têm um prazo de duração muito curto.

Das alíneas a) a f) estão indicados os chamados valores mobiliários típicos (por estarem expressamente previstos em lei ou regulamento); a alínea g) refere-se aos chamados valores mobiliários atípicos, decorrentes da autonomia privada dos interessados. Até à entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 66/2004 de 24 de Março, existia controvérsia sobre a tipicidade ou atipicidade dos valores mobiliários. A redação anterior indicava no seu n.º 2 que por regulamento da CMVM ou, tratando-se de valores mobiliários de natureza monetária, por aviso do Banco de Portugal, podem ser reconhecidos como valores mobiliários outros documentos representativos de situações jurídicas homogéneas que visem, direta ou indiretamente, o financiamento de entidades públicas ou privadas e que sejam emitidos para distribuição junto do público, em circunstâncias que assegurem os interesses dos potenciais adquirentes. Dado que o n.º 2 foi revogado e em seu lugar foi aditada a alínea g), esta questão foi ultrapassada, sendo hoje tido pela doutrina como assente a atipicidade dos 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. Os valores mobiliários são uma categoria aberta, o artigo não é taxativo. O estado poderá criar outros valores mobiliários através de legislação, deverão no entanto obedecer aos requisitos indicados no Código dos Valores Mobiliários. São uma forma alternativa ao funcionamento do crédito bancário e um modo de aplicação de poupanças alternativo aos depósitos. São produtos financeiros que circulam no mercado em função das necessidades económicas. O artigo 46.º do CVM determina que os valores mobiliários são escriturais ou titulados, consoante sejam representados por registos em conta ou por documentos em papel<sup>40</sup>. Já o artigo 47.º do mesmo diploma indica que a inscrição dos valores mobiliários em contas individualizadas ou a entrega dos títulos exige o prévio cumprimento das formalidades para a criação de cada tipo de valor mobiliário, incluindo as relativas ao registo comercial. Assim, e nas palavras de António Pereira de Almeida<sup>41</sup>, os elementos caracterizadores dos valores mobiliários são: a representação, em documentos, de situações jurídicas homogéneas e a suscetibilidade de

---

<sup>40</sup> António Pereira de Almeida, in *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, indica que o termo documento está associado à representação em papel, mas considera que como documento também o suporte informático dos valores escriturais, cfr. Determina a definição lata de documento no artigo 362.º do Código Civil.

<sup>41</sup> In *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Volume II, Coimbra Editora, 2013

transmissão em mercado. Eduardo Paz Ferreira<sup>42</sup>, indica ainda algumas características distintivas dos valores mobiliários, são elas: são direitos e não coisas, não estando sujeitos a um regime real; são direitos representados; são valores de massa, dotados de características de fungibilidade; são transmissíveis sem dependência das regras da cessão de créditos; têm potencialidade de gerar proventos periódicos; são suscetíveis de negociação num mercado organizado.

No entender de António Pereira de Almeida<sup>43</sup> os valores mobiliários transformam-se em produtos financeiros, a circular no mercado, em função das necessidades económicas e da imaginação criadora dos agentes económicos. Para o autor, os valores mobiliários constituem uma técnica jurídica para permitir a sua circulação com facilidade e segurança. Comungamos do entendimento aqui preconizado, na medida em que dada a sua natureza, os valores mobiliários foram concebidos para circular com celeridade sem prescindir do necessário grau de segurança no seu controlo. O Código dos Valores Mobiliários apenas regula o regime de transmissão dos valores mobiliários como negócios abstratos, independentemente da relação subjacente ou fundamental como causa dessa transmissão. É assim indiferente a natureza e validade do negócio base da transmissão – artigo 277º CVM (a invalidade ou a ineficácia dos negócios jurídicos subjacentes às ordens de transferência e às obrigações compensadas não afetam a irrevogabilidade das ordens nem o carácter definitivo da compensação). O Código dos Valores Mobiliários também não trata do regime substantivo do negócio subjacente, que disciplina as relações entre o transmitente e o transmissário.

O artigo 43º do CVM indica que a emissão dos valores mobiliários que não tenham sido destacados de outros valores mobiliários está sujeita a registo junto do emitente.

O artigo 227º, nº 3 CVM estabelece que o emitente deve satisfazer os seguintes requisitos: ter sido constituído e estar a funcionar em conformidade com a respetiva lei pessoal, e comprovar que possui situação económica e financeira compatível com a natureza dos valores mobiliários a admitir e com o mercado onde é solicitada a admissão. Para além disso, deverá desenvolver a sua atividade há pelo menos três anos e ter divulgado, nos termos da lei, os seus relatórios de gestão e contas anuais relativos aos três anos anteriores àquele em que a admissão é solicitada, conforme a disposição

---

<sup>42</sup> in Direito Economico, Reimpressão, AAFDL, Lisboa 2004

<sup>43</sup> In Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, Volume 2, Coimbra Editora

prevista no artigo 228º, nº 1 CVM. A admissão à negociação abrange todos os valores mobiliários da mesma categoria, à exceção das ações da mesma categoria de ações cuja admissão à negociação é solicitada e que façam parte de lotes destinados a manter o controlo da sociedade, se isso não prejudicar os restantes titulares das ações cuja admissão à negociação é solicitada e o requerente prestar informação ao mercado sobre a razão para a não admissão e o número de ações abrangidas (artigo 232º, nºs 3 e 4 CVM). Só podem ser admitidas à negociação em mercado que forme cotação oficial ações em relação às quais se verifique, até ao momento de admissão, um grau adequado de dispersão pelo público e se preveja capitalização bolsista de, pelo menos, um milhão de euros, ou, se a capitalização bolsista não puder ser determinada, os capitais próprios da sociedade, incluindo os resultados do último exercício, sejam de pelo menos um milhão de euros (artigo 229, nº 1 als. a) e b) CVM). A Sociedade que pretende ser admitida em mercado regulamentado deverá divulgar um prospeto aprovado pela CMVM e pelas autoridades mencionadas nos nºs 2 e 3 do artigo 145º, que são elas o Estado membro em que o emitente tem a sua sede estatutária ou o Estado membro onde se destinam a ser objeto de oferta ao público que é apresentado (artigo 236º CVM).

O artigo 2º, nº 1 do CVM, estabelece que o Código regula não só os valores mobiliários e as ofertas públicas a estes respeitantes (al. a)), como também os instrumentos do mercado monetário (al. b)), os instrumentos derivados para a transferência do risco de crédito (al. c)), os contratos diferenciais<sup>44</sup> (al. d)), as opções<sup>45</sup>, os futuros<sup>46</sup>, os swaps<sup>47</sup>, os contratos a prazo e quaisquer outros contratos derivados<sup>48</sup> (al. e)); quaisquer contratos derivados, nomeadamente os relativos a qualquer dos elementos indicados no

---

<sup>44</sup> São contratos que consiste no pagamento do diferencial entre o valor do ativo subjacente no momento da celebração do contrato e da execução do contrato.

<sup>45</sup> Concede a uma das partes o direito de compra ou venda por um preço em data pré-determinada. O titular da opção tem uma expectativa de que haja uma subida da cotação e que irá obter um ganho ao confirmar-se na data final.

<sup>46</sup> Compra ou Venda de um determinado produto financeiro numa data futuro, por um preço fixado no presente. É um dos mecanismos jurídicos de cobertura para redução da exposição ao risco. A entidade gestora do mercado define as cláusulas gerais e os investidores dão as respetivas ordens de compra ou venda, em que o preço deverá estar compreendido entre os limites mínimos e máximos.

<sup>47</sup> Engrácia Antunes, in Texto “Os Derivados”, define o contrato de swap como o contrato pelo qual as partes se obrigam ao pagamento recíproco e futuro de duas quantias pecuniárias, a numa ou várias datas predeterminadas, calculadas por referência a fluxos financeiros associados a um ativo subjacente, geralmente uma determinada taxa de juro. Há vários tipos de swaps, nomeadamente sobre taxas de juro, cambiais sobre divisas, sobre valores mobiliários e os chamados credit default swaps.

<sup>48</sup> Temos por exemplo, os “forwards” que são contratos que conferem a posição de compra e venda sobre determinado produto financeiro por um preço e em data futura previamente fixada. Tem um conteúdo de livre organização, e são negociados no balcão dos intermediários financeiros.

artigo 39º do Regulamento (CE) nº 1287/2006, da Comissão, de 10 de Agosto, desde que tenham características análogas às de outros instrumentos financeiros derivados nos termos do artigo 38º do mesmo diploma (al. f)), as formas organizadas de negociação de instrumentos financeiros referidos nas alíneas anteriores, a liquidação e a compensação de operações àqueles respeitantes e as atividades de intermediação financeira (al. g)), o regime de supervisão e sancionatório relativo aos instrumentos e às atividades mencionadas nas alíneas anteriores (a. h)). O artigo 207º, nº 2 CVM estabelece que estas operações realizam-se nos termos das cláusulas contratuais gerais, em que são padronizados o objeto, a quantidade, o prazo da operação, a periodicidade dos ajustes de perdas e ganhos e a modalidade de liquidação, elaboradas pela entidade gestora e sujeitas a comunicação prévia à Comissão de Mercados de Valores Mobiliários e à aprovação do Banco de Portugal.

Nas palavras de José A. Engrácia Antunes<sup>49</sup>, derivados são instrumentos financeiros resultantes de contratos a prazo<sup>50</sup> celebrados e valorados por referência a um determinado ativo subjacente. Emergem de acordos negociais; produtos contratuais construídos por profissionais especializados, contendo um leque de condições contratuais. São essencialmente instrumentos financeiros de cobertura dos riscos inerentes à atividade económica de especulação e de arbitragem. São um meio de salvaguarda das empresas face ao risco de mercado. São assim, um dos tipos ou categorias dos instrumentos financeiros. Podem ser comercializados em mercado organizado ou em mercado over-the-counter.

A globalização dos mercados financeiros levou a que fossem criados novos produtos e novos instrumentos financeiros de forma a gerir o risco assumido pelas empresas.

Há vários critérios para dar a conhecer estes produtos financeiros. Segundo o critério do conteúdo da posição jurídico-contratual, poderemos distinguir três espécies de derivados: os futuros, as opções e os swaps. Segundo o critério da conceção e da gestão financeira podemos considerar três espécies: os de primeira geração que compreendem os futuros, opções simples e swaps; os de segunda geração que abrangem os “forwards”, “caps”, “floors”, derivados de crédito; e os de terceira geração, nomeadamente opções sobre “forwards”, “swaptions”, “two strike interest rate caps”, entre outros.

---

<sup>49</sup> In Texto “Os Derivados”

<sup>50</sup> Significa que se caracterizam pela existência de um período de tempo, que poderá variar entre dias ou meses, da data da sua celebração à data de execução.

António Pereira de Almeida<sup>51</sup> afirma que estamos perante contratos sinalagmáticos, onerosos e aleatórios (uma vez que estamos perante um contexto de incerteza até à conclusão do contrato).

Designam-se por “forwards” os contratos com características muito semelhantes ao contrato de futuro, no entanto distingue-se do mesmo por poder ser negociado fora dos mercados organizados. Podem dividir-se em duas categorias: os contratos a prazo sobre taxas de juro e taxas de câmbio. O contrato a prazo designado “cap” é o contrato pelo qual uma das partes se compromete, mediante o pagamento do valor estipulado e por um determinado período de tempo, a suportar o eventual diferencial existente entre uma determinada taxa de juro variável por uma taxa limite garantida. É assim a fixação da taxa de juro máxima num financiamento. O contrato designado “floor”, é um contrato pelo qual uma das partes se compromete a pagar a outra determinado valor para garantir a taxa mínima a receber numa aplicação. É assim a fixação de taxa de juro mínima numa aplicação.

### **O Funcionamento dos Mercados dos Valores Mobiliários**

Como preconiza Fernando Teixeira dos Santos<sup>52</sup> o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários é um dos pilares essenciais do funcionamento da economia. Para que este funcione bem terá que haver confiança no funcionamento do mercado de acordo com regras de transparência e equidade.

A intervenção do Estado nos mercados costuma ser justificada pelas chamadas “falhas de mercado” – que pressupõem a falta de eficiência no mesmo. São apontadas duas causas: as externalidades (custos e benefícios suportados por agentes exteriores ao mercado) e o poder de mercado (permite a alguém – produtor ou consumidor – influenciar, em proveito próprio, a formação dos preços do mercado). O propósito interventor é o da retificação dos resultados do mecanismo da oferta e da procura, quando sejam injustos ou ineficientes.

---

<sup>51</sup> In *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, 7ª Edição, Reformulada e Act, Coimbra: Coimbra, 2013

<sup>52</sup> In *Direito Económico e Mercados Financeiros, “Estrutura, Funcionamento e Tendências de Desenvolvimento dos Mercados de Valores Mobiliários”*, Lisboa CEJ – Sessão de Abertura, 5 de Maio de 2005.

Diz-se um mercado eficiente aquele em que os preços refletem toda a informação disponível, isto é, todos os elementos que necessitem de ser publicitados. Ou seja, o preço reflete as características do bem, não sendo possível alcançar ganhos extraordinários nem beneficiar de preços mais baixos. É necessário evitar as assimetrias informativas de forma a proteger também o mercado, e de forma indireta, também os seus intervenientes. Assim, a informação é vista como um bem propiciador de maior eficiência do mercado.

Júlio Lobão<sup>53</sup> aponta os três níveis em que as finanças racionais classificam a eficiência informacional. Eficiência na versão fraca quando preços refletem toda a informação que foi conhecida no passado, eficiência semi-forte quando os preços refletem, para além a informação do passado, toda a informação do presente, por último a eficiência na versão forte quando os preços refletem toda a informação do passado e presente, pública e privada. Nesta última, a informação privilegiada não permitirá obter lucros para o investidor. Com efeito, quando o investidor usa informação privilegiada para transacionar, não consegue obter ganhos no mercado em virtude de não se tratar de informação exclusiva, dado que algum terceiro já a utilizou para o mesmo efeito. Assim, o autor explica que para as finanças racionais os mercados são eficientes.

Américo Reis<sup>54</sup> sustenta que se no momento em que determinada informação relativamente a uma empresa ou instituição originar uma alteração no preço dos ativos de forma repentina, poderemos afirmar que estamos perante um mercado eficiente. Se pelo contrário, a informação influenciar de forma lenta os preços dos ativos financeiros, então estamos perante um mercado relativamente ineficiente. Neste tipo de mercado poderá haver uma previsibilidade dos comportamentos, o que poderá gerar manipulação dos preços. Afirma também que a interação entre investidores informados e investidores não informados, será a chave que explica a mecânica dos mercados financeiros.

Um mercado eficiente é definido como um mercado onde há um grande número de operadores que competem energicamente em busca do lucro de forma racional, cada um tentando prever o futuro valor de mercado dos valores mobiliários e onde um importante volume de informação está aberto a todos os participantes. Fernando

---

<sup>53</sup> In Finanças comportamentais, Conjuntura Atual Editora, SA 2012

<sup>54</sup> In A Importância da Informação no Mercado de Capitais para os Alunos do Ensino Superior, Dissertação de Mestrado Em Finanças, Universidade Portucalense Infante D. Henrique, Janeiro de 2012

Araújo<sup>55</sup> ressalva que não seria possível a nenhum investidor alcançar um ganho extraordinário, ou beneficiar de preços extraordinariamente baixos. Assim, um dos corolários desta noção é a ideia de que não seria possível adotar uma estratégia racional para “vencer no mercado”; a única forma seria apostar em variações inesperadas. Assim, em contrapartida, teremos o *passeio aleatório*, onde não há uma estratégia de compra e venda dos bens; e não é só determinada pelas informações disponíveis. É necessário também perceber que os investidores nem sempre reagem de forma racional às informações, assim será necessário ter em conta o aspeto psicológico<sup>56</sup> na compra e venda de produtos financeiros. Louis Bachelier estudou o passeio aleatório como modelo de comportamento dos mercados e foi pioneiro nesta ideia. Uma carteira diversificada, composta por títulos cujas cotações de mercado tendem a evoluir em direções opostas será mais vantajosa do que uma carteira composta por títulos que evoluem no mesmo sentido.

Nestes termos, nem todas as correntes doutrinárias aceitam a teoria dos mercados eficientes, podendo destacar-se o entendimento de Shiller segundo o qual as emoções ou os espíritos animais são por vezes mais determinantes do que a razão nas tomadas de decisão dos investidores.

Raquel Franco<sup>57</sup> identifica os fatores psicológicos que estiveram presentes na crise económica. Assim, e segundo Kindleberger, as bolhas especulativas são compostas por três fases: a euforia, a inquietação e o pânico. No entanto, os autores entendem que a atuação do agente económico é sempre motivada por alguma racionalidade<sup>58</sup>. Inicialmente, na fase da euforia, os investidores criam uma aparência de sucesso, que vai aliciar novos investidores a comprar os mesmos produtos financeiros, há uma excessiva confiança (que poderá levar a investimentos errados). Logo de seguida, e assim que os investidores começam a conhecer melhor os produtos financeiros em que investiram, começa a fase da inquietação. Esta fase termina no momento em que os

---

<sup>55</sup> In Introdução à Economia, 3ª Edição Almedina.

<sup>56</sup> A influência cultural, de emoções e a incerteza do futuro também afeta a decisão do agente. A mesma situação, apresentada de maneira diferente, poderá ser processada de maneira diferente levando a resultados distintos.

<sup>57</sup> In Crónica de Uma Crise Anunciada: contributo para uma análise do papel dos factores psicológicos nos mercados financeiros, Relatório de Estágio de Mestrado, Faculdade de Direito, 2009

<sup>58</sup> A autora refere também que a racionalidade do sujeito económico é limitada. Refere a teoria da *Behavioral Economics*, que nasceu entre a disciplina da economia e da psicologia, baseia a sua ideia de que o indivíduo procura a satisfação através do cumprimento de metas de suficiência em relação ao objetivo a atingir, ponderando os custos implícitos.

agentes começam a desfazer-se dos ativos sobrevalorizados. Por último, temos a fase do pânico em que a dúvida está instalada e faz com que todos os investidores queiram sair do mercado, que naturalmente cria um efeito dominó e que acaba por fechar o mercado. Robert J. Shiller<sup>59</sup> declara que as chamadas Bolhas de Mercado surgem quando gestores de investimento profissionais e administradores de “trusts”, por motivos de foro psicológico e de comportamento financeiro, perpetuam uma situação de entusiasmo dos investidores com base numa realidade recente que poderá não se verificar no futuro. No fundo, o padrão humano de comportamento “não-totalmente-racional” é uma parte integrante da própria essência dos mercados, mesmo entre profissionais, e também não existe na grande maioria dos casos um comportamento completamente irracional da parte dos mesmos. É, no entanto, essencial manter sempre esta realidade presente, e para tal seria também importante que junto dos jornalistas que trabalham em meios de comunicação se verificasse um maior cuidado em transmitir essa realidade, pois de momento existe uma grande desconfiança do público em geral sobre a natureza destas bolhas especulativas.

Poderá afirmar-se que a eficiência de mercado é uma das questões mais importantes no campo dos mercados financeiros. A atitude perante o mercado dependerá da convicção acerca do seu grau de eficiência. Júlio Lobão<sup>60</sup> distingue eficiência informacional e eficiência fundamental. A primeira resulta da rapidez com os preços reagem à informação e não do facto dos preços refletirem essa informação de forma adequada. Já a segunda pressupõe que os preços revelem toda a informação relativa às estimativas racionais do valor económico das ações.

As finanças comportamentais<sup>61</sup> defendem que o fato da informação se repercutir nos preços está longe de garantir que essa informação se reflita de forma adequada. Os investidores poderão agrupar informação não relevante na perspetiva racional.

Para Eugene F. Fama<sup>62</sup> O papel essencial do Mercado de Capitais, e mais concretamente o seu objetivo ideal, é a distribuição de capital social entre os seus investidores: se o

---

<sup>59</sup> In “Bubbles, Human Judgement and Expert Opinion”, Cowles Foundation Discussion Paper nº 1303, 2001

<sup>60</sup> In Finanças Comportamentais, Conjuntura Actual Editora, SA, 2012

<sup>61</sup> Área de investigação em Finanças que tenta explicar os problemas financeiros a partir da forma como os indivíduos efetivamente decidem. Introduce conceitos de Psicologia e Sociologia nas finanças modernas, uma vez que foi possível constatar que nem sempre os investidores reagem de forma racional às informações. Distinguem-se das outras teorias financeiras uma vez que agregam a observação, sistematização e desvios comportamentais nos padrões dos mercados financeiros.

mercado for eficiente, essa distribuição é feita após as empresas tomarem decisões de investimento apropriadas, e os investidores poderem escolher sobre a presunção de que os preços refletirão sempre a realidade na informação existente, que estará correta. Nesta perspectiva, a conclusão sobre se um mercado é eficiente ou não é sempre avaliada pelo nível de informação que se encontra disponibilizado, e também a quem é que esta informação estará acessível.

O facto de o mercado ser ou não eficiente, traz consequências não só para os investidores como também para a sociedade. Júlio Lobão<sup>63</sup> afirma que o argumento mais frequentemente utilizado para demonstrar a importância da eficiência de mercado é o de que os preços dos ativos financeiros e das ações são importantes porque influenciam as decisões de produção, distribuição e consumo de bens e serviços na economia.

A falta de informação gera um problema de risco de mercado. O risco normalmente surge de duas formas: na seleção adversa<sup>64</sup> e no risco moral<sup>65</sup> e pressupõe uma dissonância entre o fator tempo e a informação detida pelos sujeitos económicos. Para Frank H. Knight, um dos fundadores da Escola de Chicago<sup>66</sup>, risco refere-se a uma situação em que a probabilidade de um acontecimento pode ser determinada, como também as suas consequências. A dificuldade em conhecer e entender os diversos produtos financeiros que surgiram nos últimos anos, levou a que houvesse uma maior incapacidade para perceber qual os produtos que têm maior e menor qualidade. Assim, após o início da crise, não foram só os mercados com os produtos de maior risco a fechar, mas todos os mercados de produtos relacionados.

---

<sup>62</sup> in “Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical work”, The Journal of Finance, Vol 25, nº 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eight annual meeting of the American Association New York, December 1969, published by Blackwell Publishing for the American Finance Association

<sup>63</sup> In obra supra citada

<sup>64</sup> Problema de risco pré-contratual onde há informação assimétrica ou falta de informação; Aqui estão em maior risco de colapso os que desejam retirar mais garantias. Rute Saraiva - in Direito dos Mercados Financeiros, AAFDL, 2013 - aponta também que a seleção adversa pode explicar que na prática a emissão de ações tenha pouca relevância enquanto fonte principal de financiamento das empresas e que sejam sobretudo as empresas de grande dimensão as que têm maior acesso à obtenção de financiamento no mercado financiamento.

<sup>65</sup> Problema de risco pós-contratual; poderá levar a que os agentes, tanto os investidores como as instituições financeiras, corram mais riscos pela sua segurança no mercado.

<sup>66</sup> Foi criada no final do século XX, e enquanto escola de pensamento jurídico-económico forneceu um contributo relevante em matéria de regulação a partir do final dos anos 50, e em especial na década de 70. Tornou-se conhecida pelo pensamento económico que defende o mercado não regulamentado.

Os investidores mais informados sobre os produtos financeiros, os agentes e sobre o funcionamento do mercado, estão em melhores condições para tomar melhores decisões.

### **Os Intervenientes nos Mercados**

São várias as entidades que intervêm nos mercados. São elas: os Emitentes (sem eles não haveria valores mobiliários), Investidores (que poderão ser ou não qualificados – artigos 30º e 321º CVM), Organismos de Investimento Coletivo, Intermediários Financeiros. O artigo 289º dá a noção de atividades de intermediação financeira e consagra que são os serviços e atividades de investimento em instrumentos financeiros, os serviços auxiliares dos serviços e atividades de investimento e a gestão de instituições de investimento coletivo e o exercício das funções de depositário dos valores mobiliários que integram o património dessas instituições. Estabelece também que só os intermediários financeiros podem exercer, a título profissional, atividades de intermediação financeira. O artigo 293º determina o que são intermediários financeiros – conciliar com os artigos 3º e 6º do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, que estabelece condições de acesso e de exercício por parte das empresas financeiras. São também os Membros do Mercado, Participantes na Compensação e Liquidação (artigos 266º e seguintes), Contraparte Central (artigos 258º e seguintes) e a Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários.

Um dos deveres do Intermediário Financeiro, previsto nos artigos 305º, nº1, al a) e 312º e seguintes do Código dos Valores Mobiliários é o dever de informação. Outros deveres para com o Mercado são: não realizar atos que possam por em risco a regularidade do mercado, artigo 311º, nºs 2 e 3 CVM; dever implementar e melhor organização possível de forma a que a eficiência do mercado não seja afetada; o artigo 310º CVM determina que o intermediário financeiro deve abster-se de incitar os seus clientes a efetuar operações repetidas sobre instrumentos financeiros ou de as realizar por conta deles. Quando tais operações tenham como fim principal a cobrança de comissões ou outro objetivo estranho aos interesses do cliente.

Os investidores são os agentes mais importantes, sem eles não haveria mercado. O artigo 30º n º 1 CVM indica quais os investidores qualificados. As Instituições de crédito (al. a)); as Empresas de investimento (al b)); as Empresas de Seguros (al. c)); as Instituições de Investimento Coletivo e respetivas sociedades gestoras (al. d)) ; os

Fundos de Pensões e respetivas sociedades gestoras (al. e)); outras Instituições Financeiras autorizadas ou reguladas, designadamente fundos de titularização de créditos, respetivas sociedades gestoras e demais sociedades financeiras previstas na lei, sociedades de titularização de créditos, sociedades de capital de risco, fundos de capital de risco e respetivas sociedades gestoras (a. f)); Instituições financeiras do Estado que não sejam membros da União Europeia que exerçam atividades semelhantes às referidas nas alíneas anteriores (al. g)); Entidades que negociem em instrumentos financeiros sobre mercadorias (al. h)); Governos de âmbito nacional e regional, Bancos Centrais e organismos públicos que administram a dívida pública, Instituições Supranacionais e internacionais, designadamente o Banco Central Europeu, o Banco Europeu de Investimento, o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial (al i)). Os investidores não qualificados são todos aqueles que não vêm indicados no artigo 30º CVM. O artigo 317º-B determina que o investidor não qualificado pode requerer ao intermediário financeiro tratamento como investidor qualificado, deverá respeitar os requisitos enunciados no nº 3 do artigo: ter efetuado operações com um volume significativo no mercado relevante, dispor de uma carteira de instrumentos financeiros, incluindo depósitos de numerário que exceda os 500.000,00 Euros, e por último, prestar ou ter prestado funções no setor financeiro, durante, pelo menos um ano, em cargo que exija conhecimento dos serviços ou operações em causa. Os investidores não qualificados são equiparados aos consumidores, sendo aplicável o regime das cláusulas contratuais gerais, conforme determina o artigo 321º, nº3 CVM.

Através dos intermediários financeiros<sup>67</sup> – as empresas prestadoras dos serviços que permitem aos investidores atuar nos mercados – é reduzida a exposição ao risco dos investimentos. Os intermediários financeiros são as instituições de crédito, as empresas de investimento em valores mobiliários e as sociedades gestoras de instituições de investimento coletivo. Estas empresas só podem iniciar e exercer a sua atividade depois de demonstrarem possuir meios e idoneidade para a prestação de cada serviço e obterem um registo na CMVM<sup>68</sup>. É muito importante o papel dos intermediários financeiros, para a diminuição dos custos de informação. Estão preparados, pela sua capacidade técnica, para reduzir aos custos de transação, reduzindo assim o risco de investimento.

---

<sup>67</sup> Regulados nos artigos 289º e seguintes do Código de Valores Mobiliários.

<sup>68</sup> No site da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários é possível aceder à lista de todos os intermediários financeiros portugueses registados, bem como os serviços que cada um deles está autorizado a prestar. No mesmo site é possível verificar também quais as empresas estrangeiras que podem atuar em Portugal.

Podem também reduzir a seleção adversa criada pela falta de informação. Deverão, entre outros, informar os investidores dos riscos envolvidos nas operações, o seu interesse no serviço a prestar, bem como da existência de algum mecanismo de proteção dos investidores, o custo do serviço. De referir também o papel das agências de notação de risco de crédito, são agências que prestam atividade de consultoria aos intermediários financeiros sobre a melhor forma de estruturar os produtos e também avaliam o risco dos mesmos. Uma vez que estas agências avaliam o risco inerente dos produtos financeiros, uma falha nesta avaliação levaria a que se deixasse de confiar na agência. No entanto, nem sempre foi assim, uma vez que anos antes de deflagrar a crise financeira de 2008, estas agências falharam na análise de alguns produtos financeiros. Manuel Sá Martins<sup>69</sup> explica que a notação de risco de crédito consiste numa avaliação padronizada emitida por uma entidade independente, sobre um emitente de valores mobiliários e sobre o risco de não recebimento atempado do capital e respetivos juros associados a um instrumento de dívida. A emissão de ratings permite aos investidores conhecer os riscos dos créditos de um emitente ou instrumento da dívida. A informação prestada é assim muito importante para os investidores que nela confiam e baseiam a sua decisão. O artigo 35º-A, nº1 do Regulamento nº 462/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Maio de 2013<sup>70</sup>, determina que caso uma agência de notação de risco cometa, com dolo ou negligência grave, alguma das infrações enumeradas no Anexo III, os investidores ou emitentes podem exigir à agência de notação de risco a indemnização dos danos que tal infração lhes tenha causado. O nº 4 do mesmo artigo determina que termos e expressões como “dano”, “dolo”, “negligência grave”, “dependência razoável”, “prudência devida”, “impacto”, “razoabilidade” e “proporcionalidade” devem ser interpretados e aplicados nos termos da lei nacional aplicável determinada de acordo com as regras de direito internacional privado aplicáveis. Na lei portuguesa não há uma norma em que esteja prevista a responsabilidade civil da agência de notação de risco. Assim, deveremos analisar o regime geral, entre os modelos da responsabilidade civil delitual e obrigacional. Uma vez que a relação entre agência de notação de risco e investidor não assume natureza obrigacional, não poderá ser feita a imputação de responsabilidade tendo por referência o contrato. Resta então a responsabilidade civil delitual, nos termos do artigo 483º, nº 1

---

<sup>69</sup> In Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, Número 47, Abril de 2014

<sup>70</sup> Impõem às Agências de Notação de Risco determinadas normas de conduta com o objetivo de minimizar eventuais conflitos de interesses e assegurar uma elevada qualidade e transparência suficiente.

do Código Civil. O artigo dispõe que “aquele que, com dolo ou mera culpa, violar ilicitamente o direito de outrem ou qualquer disposição legal destinada a proteger interesses alheios fica obrigado a indemnizar o lesado pelos danos resultantes da violação”. Relativamente à violação ilícita do direito de outrem, Manuel Sá Martins<sup>71</sup> afirma que não há um direito subjetivo de realizar bons investimentos ou de obter ratings de qualidade, não havendo uma prévia violação de um direito ou bem a proteger. Assim, o autor procurou outra via para responsabilização das agências de notação de risco, uma “terceira via” de responsabilidade civil: *a culpa in contrahendo*. O artigo 227º, nº 1 do Código Civil, estabelece que quem negocia com outrem para conclusão de um contrato deve, tanto nos preliminares como na formação dele, proceder segundo as regras de boa fé, sob pena de responder pelos danos que culposamente causar à outra parte. O autor indica os três tipos de deveres enunciados por Menezes Cordeiro relativamente ao Princípio da Boa Fé no âmbito pré-contratual: proteção, lealdade e informação<sup>72</sup>. Afirma também que a doutrina tem vindo a defender que tais exigências se estendem a terceiros que atuem no processo negocial. Neste sentido as agências de notação de risco devem ter cuidado com as consequências que as suas informações e indicações irão produzir nos investidores. Como terá que haver uma ligação especial entre a agência e o lesado, o autor entende que a agência só poderá ser responsabilizada por culpa in contrahendo quando os ratings forem destinados a um grupo específico de investidores.

### **Oferta Pública de Aquisição**

É importante também referir outra operação: A oferta Pública de Aquisição. É importante, pois os actos preparatórios da OPA podem ser suscetíveis de preencher o tipo legal de abuso informação quando utilizado antes da sua divulgação. O artigo 173º CVM indica que a OPA é dirigida a todos os titulares dos valores mobiliários que dela são objeto. É assim, a operação através da qual um investidor pretende adquirir uma ação ou um conjunto de ações de determinada Empresa cotada na Bolsa. É uma técnica de aquisição de valores mobiliários.

Logo que tome a decisão de lançamento de oferta pública de aquisição, o referente (que poderá ser uma sociedade não cotada) deve enviar anúncio preliminar à CMVM, à

---

<sup>71</sup> In obra supra citada

<sup>72</sup> Intenta contra a boa fé pré-contratual não só aquele que omite danos relevantes para a formação da vontade da contraparte mas também quem presta informação enganosa.

sociedade visada e às entidades gestoras dos mercados regulamentados em que os valores mobiliários que são objeto da oferta ou que integrem a contrapartida a propor estejam admitidos à negociação, procedendo de imediato à respetiva publicação (artigo 175º, nº1 CVM). Fala-se em OPA hostil, nas situações em que a Empresa alvo não é informada da oferta, ou nos em casos em que a oferta é feita mesmo após a recusa do Conselho de Administração da empresa em questão.

No momento em que há um lançamento de uma oferta pública de aquisição sobre valores mobiliários, este tem por efeito a subida do valor da cotação dos valores mobiliários. Para que a OPA possa ter sucesso, a contrapartida oferecida terá que ser superior ao valor da cotação no momento do lançamento. Assim, o lançamento da OPA terá efeitos e poderá influenciar as decisões dos investidores. Neste sentido, um investidor que conheça a existência é um dos casos típicos de informação privilegiada. Filipe Matias Santos<sup>73</sup> faz uma ressalva, e sustenta que nem todas as preparações de OPA serão necessariamente informação privilegiada relativa ao emitente que seja o oferente. Para isso, terão que estar reunidos todos os pressupostos do artigo 248º CVM. A autora refere que o regime de segredo do artigo 174º<sup>74</sup> derroga o regime do artigo 248º CVM. Norma de direito dos valores mobiliários que estabelece um dever de segredo que só cessa com a divulgação de anúncio preliminar – neste sentido o artigo 175º, nº1 CVM. Defende que o dever de segredo do artigo 174º constitui uma opção legislativa que vai ao arrepio do princípio de full disclosure que enforma toda a lógica do direito dos valores mobiliários (artigo 7º CVM – a informação terá que ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita), assim o artigo 174º prevalece sobre o artigo 248º CVM.

---

<sup>73</sup> In Divulgação de Informação Privilegiada: o dever de divulgação de informação privilegiada no Mercado de Valores Mobiliários, Coimbra Almedina, 2011

<sup>74</sup> Artigo 174º Código dos Valores Mobiliários: O oferente, a sociedade visada, os seus acionistas e os titulares de órgãos sociais e, bem assim, todos os que lhes prestem serviços a título permanente ou ocasional deve guardar segredo sobre a preparação da oferta até à publicação do anúncio preliminar.

## II PARTE: INFORMAÇÃO E CRIME

### **A informação como objeto de direitos**

O termo informação comporta o significado de “conhecimento de factos”.

Vivemos hoje numa sociedade de informação, marcada pelo fenómeno denominado superinformacionismo<sup>75</sup> - há informação sobre tudo e sobre todos.

Nas palavras de Dário Moura Vicente<sup>76</sup> o conceito de informação, numa aceção ampla, exprime duas realidades distintas: os dados ou conteúdos que podem ser objeto do conhecimento humano e o próprio ato ou processo pelo qual a informação é comunicada a outrem. Assim, nada obsta a que se afirme que na aceção referida, a informação é um bem: uma coisa apta a satisfazer necessidades humanas. Trata-se, aliás, de um bem dotado de alto valor económico. Contrariamente à tese sustentada em França, por Pierre Catala<sup>77</sup>, em que o autor indica que a informação não é suscetível de posse. Afirma que no Direito vigente, não existe qualquer princípio geral de apropriação da informação pelo seu criador ou detentor. Tal como dita George Luiz Vidal Wanderley<sup>78</sup>, a informação é princípio base da relação comercial, dentro de cada limite do tipo societário, pode revelar-se um direito ou um dever, ora sendo requisitada, ora prestada.

Nas palavras de Luís Guilherme Catarino<sup>79</sup>, a informação sempre desempenhou um papel essencial na ordem pública de direção dos mercados. Nos séculos XV e XVII, as grandes fortunas assentaram em comunidades de comerciantes em que o negócio se baseava na posse de informação obtida mesmo que a grande distância dos membros da comunidade. Mais tarde a informação foi confiada aos Bancos e da sua atuação passou a depender a formação de preços.

---

<sup>75</sup> Relatado pelos autores António Rulli Júnior e António Rulli Neto, no texto “Direito ao Esquecimento e o Superinformacionismo: Apontamentos no Direito Brasileiro dentro do contexto de sociedade da informação”.

<sup>76</sup> In Direito da Sociedade da Informação – Revista de Direito Intelectual, Coimbra nº 1 (2014)

<sup>77</sup> Tese sustentada em França – Ebauche d’une juridique de l’information, que afirma que “*o bem informação, em princípio, acede à vida jurídica sob o signo da propriedade do seu autor*”.

<sup>78</sup> In Direito à Informação nos Grupos de Sociedades, Revista de Direito das Sociedades, Ano 4 nº 3, Almedina (2012)

<sup>79</sup> In Direito dos Valores Mobiliários, Informação: Utopia, Realidades e Intervenção Pública, Volume X, Direito dos Valores Mobiliários, Coimbra Editora, 2011

Assim, tal como afirma Pedro Boullosa Gonzalez<sup>80</sup>, o mercado de instrumentos financeiros assenta na informação, sendo obrigatório o dever de divulgação e o envio de informação. O direito do mercado de valores mobiliários é dominado pelo princípio da publicidade e da informação.

A regulação da informação pode ser considerada uma sub-área do direito económico, no entanto o direito da informação não tem unidade de código, nem de jurisdição. A regulação da informação é um fenómeno recente<sup>81</sup>.

Anthony Giddens<sup>82</sup> considera que o que ocorre hoje é a transição para um novo tipo de sociedade já não baseada fundamentalmente na indústria, mas num tipo de desenvolvimento que vai para além da indústria. Afirma que tem sido utilizado vários termos para esta nova era, tais como: “sociedade pós-industrial”, “era da informação” e “nova economia”. Define esta nova economia do conhecimento por uma economia na qual as ideias, a informação e as formas do conhecimento sustentam a inovação e o crescimento económico, sendo assim dominada pelo grande fluxo de informação.

A informação é assim um dos bens mais valiosos da sociedade e está no centro de um novo paradigma económico. Enquanto bem público que é, a informação carece de ser regulada no que respeita à sua divulgação, cabendo à entidade de Supervisão – CMVM – zelar pela manutenção da confiança dos agentes no mercado de valores mobiliários. Não está disponível para todos, ao mesmo tempo e da mesma forma, o que leva a criar por vezes, as chamadas assimetrias informativas. Ora, a complexidade dos mercados e a extensa lista de novos produtos financeiros, torna necessário que haja informação clara e precisa para o investidor. São muitas as empresas estrangeiras ou até mesmo intermediários financeiros que usam a cotação como fonte de informação sobre as empresas com as quais negociam, torna-se uma informação mais barata do que as auditorias ou perícias. Assim, e visto que a tecnologia assegura a fluidez da gestão e torna a informação mais rapidamente acessível a todos, o processo de comunicação é contínuo e as transações são executadas em segundos. É necessário, para que os

---

<sup>80</sup> In Qualidade de Informação, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, Número 49, Dezembro de 2014

<sup>81</sup> No entender de António Carlos dos Santos, Maria Eduarda Gonçalves e Maria Manuel Leitão Marques, - in Direito Económico, 5ª Edição, Almedina, 2004 - o novo direito económico da informação decorre precisamente da necessidade de definir as regras jurídicas aplicáveis à “produção”, distribuição e circulação de informação.

<sup>82</sup> In Sociologia, 6ª Edição, Fundação Calouste Gulbenkian, 2008

investidores conheçam a situação da sociedade, que o público seja informado permanentemente, sobre quaisquer factos relevantes. Esta informação tem por objetivo dar a conhecer os resultados e as perspetivas de evolução da sociedade emitente.

Tal como já foi referido, num mercado eficiente os preços devem refletir de forma rápida e correta toda a informação disponível. Os preços deverão ajustar-se rapidamente às novas informações. Há vários serviços ao dispor dos mercados financeiros, que incorporam a informação das cotações dos ativos em tempo real, de forma a facilitar o funcionamento dos mercados financeiros, contribuindo para a sua credibilização. O aperfeiçoamento dos sistemas de tecnologias da comunicação levou ao aperfeiçoamento da transmissão de informação entre os vários mercados, contribuindo assim para o desenvolvimento dos mesmos. Maria Eduarda Gonçalves<sup>83</sup> declara que a principal fonte da chamada “sociedade de informação” é a afirmação da informação como recurso estratégico e o veículo de muitos contactos, mensagens e conteúdos informativos que designam a “sociedade em rede”. Ao dirigir-se ao mercado o investidor deverá encontrar informação clara, verdadeira e completa. Américo Reis<sup>84</sup> afirma ser um dos requisitos que determina o valor de mercado das ações de uma empresa, é a informação que essa dispõe aos seus agentes económicos sobre a sua atual situação financeira. Estes autores declaram também que existe uma relação direta entre as informações obtidas e a quantidade de capital que será disponibilizado para investir no mercado. Num mercado eficiente, o preço irá variar em função da atuação do investidor racional que se baseou na informação disponível para tomar uma decisão.

Nas últimas décadas a informação ao dispor dos investidores tem sido cada vez maior. No entanto nem todos os investidores têm acesso às informações relevantes, existindo assim investidores não informados.

Filipe Matias Santos<sup>85</sup> indica que a “informação significa originariamente dar forma a alguma coisa que, por esse modo, se torna cognoscível e, como tal, transmissível.

---

<sup>83</sup> In Direito e Informação que responsabilidade? Informação e Direito na Era Digital: um novo paradigma jurídico, Organizado por Ricardo Perlingeiro, Fernanda Ribeiro, Luísa Neto, Direito e Informação que responsabilidade(s)? Editora da UFF, Niterói, RJ-2013

<sup>84</sup> In A importância da Informação no Mercado de Capitais para os alunos do Ensino Superior, Dissertação de Mestrado em Finanças, Trabalho Realizado sob a orientação do Prof. Doutor Vasco Jorge Salazar Soares, Universidade Portucalense Infante D. Henrique, Departamento de Ciências Económicas e Empresariais, Porto, 2012

<sup>85</sup> In Divulgação de informação privilegiada: o dever de divulgação de informação privilegiada no Mercado de Valores Mobiliários, Coimbra: Almedina, 2011

Assim, a informação designa simultaneamente o processo de formulação e transmissão de objetos de conhecimento e estes últimos como conteúdos”. Por seu turno, Raquel Franco<sup>86</sup> atribui á informação a natureza de bem público e sublinha que a incapacidade do mercado na provisão da informação contribui para a assimetria informativa. O nº2 do artigo 248º também dá a designação de informação; assim para efeitos da presente lei, a informação privilegiada abrange os factos ocorridos, existentes ou razoavelmente previsíveis, independentemente do seu grau de formalização, que, por serem suscetíveis de influir na formação dos preços dos valores mobiliários ou dos instrumentos financeiros, qualquer investidor razoável poderia normalmente utilizar, se os conhecesse, para basear, no todo ou em parte, as suas decisões de investimento. Em relação aos factos razoavelmente previsíveis, estes podem gerar dúvidas; assim, segundo Filipe Matias Santos<sup>87</sup>, para que possamos estar perante factos razoavelmente previsíveis que sejam price sensitive é imprescindível que já tenham ocorrido factos ou circunstâncias fácticas suficientemente concretas e determinadas. Têm que já ter ocorrido factos para que seja previsível que ocorra uma determinada situação. Assim, o que o legislador quis foi que estando em curso um processo, a informação relativa a cada uma das fases do processo possa ser privilegiada.

### **Os deveres de informação no Código dos Valores Mobiliários**

São várias as disposições do Código dos Valores Mobiliários que dispõem sobre o dever de informação. Em primeiro lugar o artigo 7º CVM determina que a informação respeitante a instrumentos financeiros, a formas organizadas de negociação, às atividades de intermediação financeira, à liquidação e à compensação de operações, a ofertas públicas de valores mobiliários e a emitentes deve ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita. Terá então de obedecer a critérios de qualidade. A informação não poderá omitir informação essencial para os destinatários, permitindo-lhes conhecer toda a informação que seja importante, em todos os aspetos. Verdadeira, no sentido em que, coincidirá com a realidade dos factos e circunstâncias, não podendo induzir em erro os destinatários. Atual, ou seja, deverá refletir o seu estado último. Clara, pois irá atribuir ao investidor uma mensagem esclarecedora. Objetiva, porque não

---

<sup>86</sup> In A Relevância da Informação nos mercados Financeiros e o papel das agências de Notação de Risco de Crédito, Orient.: Paula Vaz Freire Luís Morais, Relatório de Estágio de Mestrado, Ciências Jurídico-Económicas (Direito Internacional Económico), Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2009

<sup>87</sup> In Divulgação de Informação Privilegiada: o dever de divulgação de informação privilegiada no Mercado de Valores Mobiliários, Coimbra Almedina 2011

poderá depender de juízos pessoais. Por último, deverá ser lícita, isto é, deverá ser divulgada de acordo com as regras jurídicas na construção da mensagem. Esta informação será muito importante, pois é de acordo com ela que os investidores irão formar as suas decisões de compra ou venda. Uma maior confiança no mercado, leva a que este cresça; se esta confiança não existir, levará a que não haja tantos intervenientes, o que se revelará prejudicial. O artigo 7º do CVM determina que a informação respeitante a instrumentos financeiros, a formas organizadas de negociação, às atividades de intermediação financeira, à liquidação e à compensação de operações, a ofertas públicas de valores mobiliários e a emitentes deve ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita (nº 1); aplica-se seja qual for o meio de divulgação e ainda que a informação seja inserida em conselho, recomendação, mensagem publicitária ou relatório de notação de risco (nº2).

O artigo 312º estabelece quais os deveres de informação. Desta forma, o intermediário financeiro deve prestar, relativamente aos serviços que ofereça, que lhe sejam solicitados ou que efetivamente preste, todas as informações necessárias para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada (nº1); A extensão e a profundidade da informação devem ser tanto maiores quanto menor for o grau de conhecimentos e de experiência do cliente (nº2). Vem também previsto nos artigos 85º e 86º a prestação de informações e o acesso à informação.

Filipe Matias Santos<sup>88</sup> preconiza que para os investidores no mercado de valores mobiliários possam tomar, de forma esclarecida e fundamentada, as suas decisões de investimento necessitam de informação relativa aos valores mobiliários. Estas necessidades dividem-se em informação sobre os valores mobiliários e as diferentes condições em que os mesmos foram criados. Refere que no mercado, tal como nos contratos, as partes têm o dever pré-contratual de prestar toda a informação relevante, na medida em que deverão respeitar os ditames da boa fé – artigo 227º Código Civil. Conforme se estatui nos artigos 367º e 244º, nº 4, al. b) do CVM, a Comissão de Mercados de Valores Mobiliários 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 privilegiada nos termos do artigo 248º CVM, participações qualificadas, documentos de

---

<sup>88</sup> In Divulgação de Informação Privilegiada: o dever de divulgação de informação privilegiada no mercado de Valores Mobiliários, Coimbra, Almedina, 2011

prestação de contas e prospetos (estes devem ser mantidos acessíveis, pelo menos, durante um ano). O autor expõe fundamentadamente o seguinte: segundo a premissa de que parte o paradigma da eficiência dos mercados (ou efficient capital markets hypothesis<sup>89</sup>), visto que os investidores atuam racionalmente, tendo em conta que a informação disponível é encontrada no valor de cotação dos valores mobiliários, e se este conduz a que os investidores concluam que determinado valor mobiliário está subavaliado, tal irá levar a que haja uma maior aquisição na perspetiva de uma futura valorização, o que fará com que o valor da cotação suba. Se pelo contrário, os investidores se aperceberem de que o valor da cotação está sobreavaliado, entende-se que haverá mais rapidamente uma corrida à venda das cotações e uma descida no seu valor. Assim, entende-se o valor acrescido que tem uma correta informação no mercado, porque é em função dela que os investidores irão tomar as suas decisões, e tem impacto no valor da cotação. É por via das decisões tomadas pelos investidores, que a informação divulgada é incorporada na cotação, conduzindo à formação regular dos preços. Os emitentes dos valores mobiliários estão vinculados a deveres contínuos de informação ao mercado, de forma a assegurar o bom funcionamento do mercado.

Nesta esteira, será imprescindível o papel da CMVM, pois de acordo com o artigo 358º CVM, a supervisão desenvolvida obedece aos princípios de proteção dos consumidores, eficiência e regularidade de funcionamento dos mercados de instrumentos financeiros, controlo de informações, prevenção do risco sistémico<sup>90</sup>, prevenção e repressão das atuações contrárias a lei ou regulamento, e independência perante quaisquer entidades sujeitas ou não à sua supervisão.

Um dos fatores da crise de 2008 teve origem nas disparidades entre o valor atribuído a certos instrumentos financeiros e o seu real valor. Podemos assim afirmar, que um dos mecanismos do bom funcionamento do mercado depende da sua capacidade de determinar a fixação do preço justo. A avaliação do preço justo de um valor mobiliário dependerá sempre da disponibilidade da informação suficiente e adequada para o efeito.

---

<sup>89</sup> Eugene F. Fama, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, the Journal of Finance, Vol. 25, nº 2 Papers and Proceedings of the Twenty-eight Annual Meeting of the American Association New York, December, 1969, published by Blackwell Publishing for the American Finance Association

<sup>90</sup> Conforme Rute Saraiva - in Direito dos Mercados Financeiros, AAFDL, 2013 - “o risco sistémico é a possibilidade de fenómenos de contágio destabilizadores do mercado”.

## **Direito à informação no Código das Sociedades Comerciais**

Os artigos 481º e seguintes do Código das Sociedades Comerciais determinam as disposições gerais para as sociedades coligadas. No artigo 483º CSC vem previstas as sociedades em relação de simples participação (considera que uma sociedade está em relação de simples participação com outra quando uma delas é titular de quotas ou ações da outra em montante igual ou superior a 10% do capital desta, mas entre ambas não existe nenhuma das outras relações previstas no artigo 482º), e no artigo 486º CSC as sociedades de domínio (considera-se que duas sociedades estão em relação de domínio quando uma dela, dita dominante, pode exercer, diretamente ou por sociedades ou pessoas que preencham os requisitos indicados no artigo 483º, nº 2, sobre a outra, dita dependente, uma influência dominante). Nestes dois tipos de grupos de sociedades podemos identificar dois grupos: os de subordinação e os de coordenação. Já no artigo 492º, nº 1 CSC que estabelece o regime de contrato de grupo paritário (duas ou mais sociedades que não sejam dependentes nem entre si nem de outras sociedades podem constituir um grupo de sociedades, mediante contrato pelo qual aceitam submeter-se a uma direção unitária e comum) não conseguimos identificar os dois grupos, havendo aqui uma relação de direção horizontal. George Luiz Vidal Wanderley<sup>91</sup>, define Grupo de Sociedades como o “conjunto mais ou menos vasto de sociedades comerciais que, conservando embora as respetivas personalidades jurídicas próprias e distintas, se encontram subordinadas a uma direção económica unitária e comum”. No Código dos Valores Mobiliários, nomeadamente no seu artigo 21º, vem previsto as relações de domínio ou de grupo. Assim, considera-se relação de domínio a relação existente entre uma pessoa singular ou coletiva e uma sociedade quando, independentemente do domicílio ou a sede se situar em Portugal ou no estrangeiro, aquela possa exercer sobre esta, direta ou indiretamente, uma influência dominante.

Relativamente a todas as sociedades encontra-se discriminado na lei, o direito dos sócios à informação. O artigo 181º CSC para as sociedades em nome coletivo, o artigo 214º CSC para as sociedades por quotas, e o artigo 288º CSC para as sociedades anónimas. No entanto, o Código das Sociedades Comerciais não previu o direito à informação para os grupos de sociedade. O artigo 21º, nº 1 al. c) CSC prevê que todo o sócio tem direito a obter informação sobre a vida da sociedade, nos termos da lei e do

---

<sup>91</sup> In Direito à informação nos Grupos de Sociedades, Revista de Direito das Sociedades, Almedina, 2011

contrato. O artigo 988º do Código Civil dispõe que nenhum sócio pode ser privado, nem sequer por cláusula do contrato, do direito de obter dos administradores as informações de que necessite sobre os negócios da sociedade, de consultar os documentos a eles pertinentes e de exigir a prestação de contas. Assim este direito deverá ser articulado com as disposições destinadas a cada tipo de sociedade, bem como com o contrato de sociedade.

### **Factos Históricos sobre o Insider Trading: alguns casos particulares**

Em 1800, Napoleão reuniu as suas tropas em Dijon, marchou para Itália e derrotou os exércitos austríacos recuperando o norte italiano. Em Junho do mesmo ano, envia um mensageiro a informar que a Batalha do Marengo ainda não tinha terminado, e com ordens de que adquirisse dívida pública. Com esta notícia, e com o futuro tão incerto, o valor da dívida pública diminuiu, o que lhe permitiu a aquisição a preços baixos de grandes quantidades de dívida pública. Um dia e meio depois, um segundo mensageiro chega e informa a todos de que a batalha tinha sido ganha. O valor da dívida aumentou o que valeu a Napoleão a obtenção de um grande lucro. Para Alexandre Brandão da Veiga<sup>92</sup> este caso está na fronteira entre a manipulação e o insider trading. O autor explica que os pressupostos típicos de um e de outro crime são diferentes, não havendo lugar a qualquer espécie de confusão. Podemos sim associar a manipulação ao insider trading, havendo assim um concurso de crimes. No entanto, para o autor a manipulação tem como paradigma a burla, enquanto o abuso de informação é visto como tendo como paradigma o abuso de confiança.

Nos Estados Unidos, a prática do insider trading começou por ser reprovada com a doutrina dos *special facts*, no seguimento do caso *Strong v. Repide*, que obrigava a parte detentora da informação a informar a outra parte de que estava a negociar com base numa informação que era privilegiada. O caso ocorreu em 1909, quando um ex-acionista de uma empresa de açúcar filipina foi levado a vender a sua participação ao gerente, sem saber que essa mesma empresa iria realizar um negócio muito vantajoso com o governo filipino. É importante também referir, que o acionista não sabia qual a identidade do indivíduo a quem vendeu a sua participação na empresa. Tornou-se assim importante saber qual o papel que o insider desempenha na empresa, pois a sua lealdade deverá ser considerada um dever para com a mesma, e deverá colocar os interesses do

---

<sup>92</sup> In Crime de Manipulação, Defesa e Criação de Mercado, Coimbra, Almedina, 2001

acionista acima dos seus e partilhar as informações relevantes antes de ser realizada qualquer transação. Nestes termos, através não só da disposição legal 10(b) do Securities Exchange Act of 1934, como também da nova norma – a 10b-5<sup>93</sup> também conhecida como antifraud rule introduzida em 1942 – foi construída uma nova teoria: a *disclose or abstain theory*. Ficou estabelecido que quem tivesse conhecimento de uma informação privilegiada só poderia optar por um de dois caminhos: ou divulgava ou abstinha-se de a utilizar. Nas palavras de Renata Ferreira<sup>94</sup> acabava por ser na verdade, uma sugestão forçada de abstenção, isto porque na generalidade dos casos a informação reservada relativamente à sociedade, não poderia ser divulgada pelo detentor da mesma. No caso Texas Gulf Sulphur Company, a empresa Texas Gulf pretendeu adquirir uns terrenos sem divulgar uma informação relevante. Alguns funcionários da empresa, bem como o Vice-presidente, Charles Fogarty, compraram ações e aconselharam outras pessoas a comprar também. Neste caso, o Tribunal considerou que a questão principal já não era apenas a relação especial de confiança existente entre o insider e a sociedade, mas quem estivesse na posse de tal informação e escolheu comprar as ações da empresa. Constatou-se a necessidade de alargar a sanção, não aos gerentes e a todos aqueles que detenham relações especiais de confiança com a empresa, mas a todos aqueles que retirem vantagens com o abuso de informação.

O caso Chiarella nasceu de uma série de transações que Vincent Chiarella realizou enquanto funcionário da empresa Pandick Press, que prestava serviços de impressão destinados à realização de operações financeiras. Adquiriu assim várias ações das empresas que sabia serem objeto de várias Ofertas Públicas de Aquisição, com intuito de vendê-las após o seu lançamento. Foi condenado pela violação da seção 10(b) e pela lei 10b-5. A condenação foi confirmada pelo tribunal de segunda instância, que afirmou que apesar de Chiarella não deter uma relação especial de confiança com a empresa, a sua posição levou a que adquirisse a informação necessária para realizar as operações

---

<sup>93</sup> “10b-5 Employment of manipulative and deceptive devices. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, **(a)** To employ any device, scheme, or artifice to defraud, **(b)** To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or **(c)** To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.”

<sup>94</sup> In obra supra citada

lucrativas que transacionou. Estava assim impedido de transacionar ações com base na informação não pública que conseguiu obter enquanto funcionário da empresa Pandick Press. O Supreme Court recusou considerar estes argumentos, não confirmou a sentença anterior, alegando que neste caso não havia uma relação de confiança entre o insider e a empresa a que a informação se reportava. A regra de ou revelar a informação ou abster-se de realizar qualquer transação, não poderia aplicar-se a um agente, denominado “outsider” trading, que estivesse na posse de uma informação relevante, não pública e capaz de alterar o mercado. Após Chiarella, o SEC adotou a regra 14e-3 que proibiu tanto o “insider” como o “outsider” trading. Consagrou-se a regra do sigilo absoluto, ao punir também o tipping (o ato de dar a informação), mesmo nos casos em que o recetor não procedesse a nenhuma negociação. O caso levou a que surgissem outras teorias como a Misappropriation theory. Segundo esta teoria o uso da informação privilegiada constitui uma apropriação ilegítima de informação em relação ao seu proprietário original, pelo que se consegue através dela a condenação de condutas de agentes não ligados à empresa por deveres de confiança. Segundo esta teoria, a violação da seção 10(b) ocorre quando um agente utiliza um “deceptive device” “in connection with” na negociação de títulos. Com o caso Dirks (analista financeiro que informou diversos clientes de que haveria algumas situações irregulares na gestão da empresa contratante), na primeira instância nasceu a categoria de insider temporário. No entanto o Supreme Court restringiu esta noção, não aceitando a qualificação de Dirks como insider por não haver a relação de confiança prevista na lei.

No caso United States V. O’Hagan, James H. O’Hagan, sócio da sociedade de advogados Dorsey & Whitney, recebeu uma informação confidencial relativamente a uma possível oferta pública por um cliente da sociedade. Recebeu esta informação enquanto trabalhava na sociedade de advogados, adquirindo assim ações da empresa Pillsbury e vendendo posteriormente após o anúncio da oferta pública, recebendo 4.3 milhões de dólares nesta transação. James O’Hagan foi preso e condenado por fraude e violação de um dever para com a fonte da informação. Neste caso, a misappropriation theory é formulada a partir da ideia de que o insider trading é uma falha do dever de lealdade para com a fonte originária da informação.

Através desta análise, conseguimos identificar várias categorias de agentes de insider trading. Os corporate insiders (agentes com relação de confiança com a sociedade e respetivos acionistas), os temporary insiders (como por exemplo, o analista financeiro

do caso Dirks; agentes que conseguem obter informação privilegiada através de relação temporária com a empresa); os tippees (agentes que recebem direta ou indiretamente uma informação privilegiada e que com base nela realizam transações muito vantajosas); e por último, os corporate entities (sociedades que têm por finalidade a negociação com base em informações privilegiadas).

### **Enquadramento legal do Abuso de Informação na União Europeia**

Na União Europeia, através da Directiva 89/592/CEE, de 18 de Novembro de 1989, também houve preocupação com esta questão. Assim, e considerando que o mercado secundário de valores mobiliários desempenha um papel fundamental no financiamento dos agentes económicos; e que para esse mercado possa desempenhar o seu papel de forma eficaz, devem ser tomadas todas as medidas com vista a assegurar o seu bom funcionamento; e que esse bom funcionamento do mercado depende em grande medida da confiança que inspire aos investidores; sabendo também que essa confiança assenta, nomeadamente, na garantia dada aos investidores de que estão colocados num plano de igualdade e que serão protegidos contra a utilização ilícita da informação privilegiada foi adotada a presente diretiva. No seu artigo 1º vem previsto o que se entende por informação privilegiada (toda a informação que não tenha sido tornada pública, que tenha um carácter preciso e seja relativa à uma ou várias entidades emittentes de valores mobiliários ou a um ou vários valores mobiliários e que, caso fosse tornada pública, seria suscetível de influenciar de maneira sensível a cotação desse ou desses valores mobiliários) e valores mobiliários (as ações e as obrigações, bem como os valores equiparáveis a ações e obrigações; os contratos ou direitos que permitem subscrever, adquirir ou ceder os valores referidos na alínea a); Os contratos a prazo, as opções e instrumentos financeiros a prazo relativos aos valores referidos na alínea a); os contratos indexados relativos aos valores referidos na alínea a)). Indica também que cada Estado-Membro proibirá às pessoas que devido à sua qualidade de membros dos órgãos administrativos, diretivos ou de fiscalização do emittente, devido à sua participação no capital do emittente, ou porque têm acesso a essa informação devido ao desempenho do seu trabalho, da sua profissão ou das suas funções, disponham de uma informação privilegiada que adquiram ou cedam, em seu nome ou em nome de outrem, quer direta quer indiretamente, valores mobiliários do emittente ou emittentes a quem a informação diz respeito, explorando com conhecimento de causa essa informação privilegiada. A proibição prevista aplica-se a qualquer aquisição ou cessão de valores mobiliários

efetuada com a intervenção de um intermediário profissional (artigo 2º, nº1 e 2). Esta diretiva baseou-se essencialmente na teoria norte-americana “disclose ou abstain”. No artigo 3º prevê a classificação de insiders primários ou secundários. A proibição de informação privilegiada é tanto para os mercados regulamentados como os não regulamentados.

Nas palavras de Filipe Matias Santos<sup>95</sup> esta diretiva veio estabelecer um *level playing field* europeu mínimo, uma vez que a mesma é de harmonização mínima, conforme determina o artigo 6º da Directiva.

Esta diretiva não foi todavia muito eficaz, apenas prevenia o abuso de informação privilegiada.

Foi assim, que em 28 de Janeiro de 2003 foi aprovada a Directiva 2003/6/CE que revogou a Directiva 89/592/CEE. Surgiu no âmbito do processo Lamfalussy e veio regular o abuso de informação privilegiada a manipulação de mercado (abuso de mercado). Surge com a necessidade de garantir que as autoridades de regulação assegurem o cumprimento das normas e a integridade do mercado. No artigo 1º, vem indicado alguns conceitos, como informação privilegiada. Aqui, ao contrário da anterior versão, vem explicito a informação privilegiada é toda a informação com carácter preciso, que não tenha sido tornada pública e diga respeito, direta ou indiretamente, a um ou mais emitentes de instrumentos financeiros ou a um ou mais instrumentos financeiros e que, caso fosse tornada pública, seria suscetível de influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados. O diploma estendeu a informação privilegiada que diga respeito também às relações indiretas. Foi também alargado o âmbito subjetivo, o artigo 2º estabelece que a pessoa que detenha informação privilegiada em virtude das suas atividades criminosas (al. d)). Foi assim construída de forma a dar resposta ao crescimento económico na União Europeia, visando garantir a integridade dos mercados financeiros.

A Directiva incumbe ainda aos Estados-membros que designem uma autoridade administrativa competente que garante a aplicação do regime (artigo 12º). Esta autoridade deverá ser investida de poderes de supervisão e de investigação necessários

---

<sup>95</sup> In Divulgação de Informação Privilegiada: o dever de divulgação de informação privilegiada no Mercado de Valores Mobiliários, Coimbra, Almedina, 2011

para o exercício das suas funções. O artigo 14º permite ainda que os Estados-Membros possam autorizar a autoridade competente a tornar pública qualquer medida ou sanção que foi decretada. A proibição do insider trading será um importante mecanismo para a manutenção e fortalecimento da confiança.

Em 16 de Abril de 2014, é aprovado o Regulamento nº 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, relativo ao abuso de mercado e que revoga a Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e as Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE da Comissão. O regulamento tem carácter geral e é obrigatório em todos os seus elementos e diretamente aplicável em todos os Estados-Membros (conforme o artigo 288º do TFUE). Visa aumentar a previsão das condutas abusivas e aumentar a proteção dos investidores. Nos termos do considerando 3 afirma-se que um novo instrumento legislativo é igualmente necessário para garantir a uniformidade das regras e a clareza dos conceitos fundamentais, e um conjunto único de regras, em conformidade com as conclusões do relatório de 25 de fevereiro de 2009 do Grupo de Alto Nível sobre a Supervisão Financeira na UE, presidido por Jacques Larosiére. O considerando 20 determina que os mercados à vista e os mercados de derivados relacionados estão extraordinariamente interligados e globalizados, o que leva a que o abuso de mercado se possa verificar não só entre mercados como também a nível transfronteiriço, conduzindo a riscos sistémicos significativos. Tal é aplicável ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado. As disposições relativas à informação privilegiada passam a vir previstas nos artigos 7º e 8º da presente diretiva. Agora, considera-se informação privilegiada as informações relativamente aos emitentes e instrumentos financeiros, instrumentos derivados de mercadorias, as licenças de emissão ou aos produtos leiloados com base nas mesmas e também a informação veiculada por clientes e relativa a ordens pendentes dos mesmos respeitantes a instrumentos financeiros, de carácter preciso. A verdade é diploma detém um regime mais amplo de aplicação. As sondagens de mercado passam também a ser reguladas, e o leque de dirigentes que devem comunicar as suas operações também é maior.

Uma vez que as disposições da Directiva 2003/6/CE deixaram de ser pertinentes ou suficientes deverá ser revogada com efeitos a partir de 3 de julho de 2016.

## **Enquadramento legal do Abuso de Informação a nível nacional**

Foi em 1986, com a aprovação do Código das Sociedades Comerciais, que a legislação portuguesa regulou dois crimes: o abuso de informação e a manipulação fraudulenta das cotações de títulos. Em 1991, foi aprovado o Código dos Valores Mobiliários que incluíram dois tipos de crime muito semelhantes, revogando os artigos 524º e 525º do CSC (artigo 24º do Decreto-Lei nº 142-A/91, de 10 de Abril). A versão atual foi introduzida pelo Decreto-Lei nº 52/2006 de 15 de Março, à exceção do nº 2 e do nº 6 e da alínea d) do nº 1, que transpôs a diretiva 2003/6/CEE. Altera os sujeitos típicos, alargando a sua previsão para “quem disponha de informação privilegiada”.

## **Fuga de Informação como Anomalia de Mercado**

O mercado de capitais diz-se eficiente se os preços dos produtos financeiros, a qualquer momento, refletirem completamente toda a informação.<sup>96</sup> Torna-se essencial o princípio da Transparência informativa, uma vez que a formação eficiente de um preço depende da obtenção de informação. A formação do preço depende também das expectativas e da informação detida por cada investidor. O mercado de valores mobiliários “alimenta-se” de informações. O conhecimento ou a ignorância da realidade poderá gerar lucros ou prejuízos aos investidores. É o conhecimento que motiva as operações, levando a que a informação seja tão necessária e tão importante para o mercado de capitais.

## **Crimes contra o Mercado, em especial o Abuso de Informação**

As disposições previstas nos artigos 378º e 379º estipulam sobre os crimes contra o Mercado, nomeadamente o abuso de informação privilegiada e a manipulação de mercado. A notícia do crime contra o mercado adquire-se por conhecimento próprio da CMVM, por intermédio dos órgãos de polícia criminal ou mediante denúncia (artigo 382º CVM).

O artigo 378º - *Abuso de informação* (também conhecido por insider trading) - do Código dos Valores Mobiliários dispõe o seguinte:

- quem disponha de informação privilegiada:

---

<sup>96</sup> Eugene F. Fama, *Random Walks in Stock-Market Prices*, Graduate School of Business, University of Chicago, Selected Papers, nº 16

- a) devido à sua qualidade de titular de um órgão de administração ou de fiscalização de um emitente ou de titular de uma participação no respetivo capital<sup>97</sup>; ou
- b) em razão do trabalho ou do serviço que preste, com carácter permanente ou ocasional, a um emitente ou a outra entidade; ou
- c) em virtude de profissão ou função pública que exerça; ou
- d) que, por qualquer forma, tenha sido obtida através de um facto ilícito ou que supunha a prática de um facto ilícito;

e a transmita a alguém<sup>98</sup> fora do âmbito normal das suas funções 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 ou troca, direta ou indiretamente, para si ou para outrem, é punido com pena de prisão até 5 anos ou com pena de multa.

Mais se estabelece nos termos do número 2 deste artigo que qualquer pessoa não abrangida pelo número anterior 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 ou troca, direta ou indiretamente, para si ou para outrem, é punida com pena de prisão até 4 anos ou com pena de multa até 240 dias.

Neste contexto, entende-se por 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.

Quando estejam em causa instrumentos derivados sobre mercadorias, entende-se por informação privilegiada toda a informação com carácter preciso que não tenha sido tornada pública e respeite, direta ou indiretamente, a um ou mais desses instrumentos

---

<sup>97</sup> Seja qual for a percentagem do capital social detida pelo sócio, este adquire a qualidade de agente típico do crime de abuso de informação. Exige-se apenas umnexo causal entre a titularidade da participação social e a obtenção da informação privilegiada.

<sup>98</sup> Denominados outsiders, aqueles que obtém a informação privilegiada por parte dos insiders e fazem dela, com culpa, uso proibido.

derivados e que os utilizadores dos mercados em que aqueles são negociados esperariam receber ou teriam direito a receber em conformidade, respetivamente, com as práticas de mercado aceites ou com o regime de divulgação de informação nesses mercados.

As disposições vindas de mencionar não se aplicam quando as operações sejam efetuadas pelo Banco Central Europeu, por um Estado, pelo seu banco central ou por qualquer outro organismo designado pelo Estado, por razões de política monetária, cambial ou de gestão da dívida pública, nem às transações sobre ações próprias efetuadas no âmbito de programas de recompra realizados nas condições legalmente permitidas.

Caso as transações supra referidas envolvam a carteira de uma terceira pessoa, singular ou coletiva, que não seja constituída arguida, esta pode ser demandada no processo crime como parte civil, nos termos previstos no Código de Processo Penal, para efeito da apreensão das vantagens do crime ou da reparação de danos.

O facto é que a violação do regime de informação privilegiada constitui contraordenação muito grave, conforme previsto nos artigos 394º, nº 1, al i) e 388º, nº1, al a) CVM. Efetivamente, aí se consigna que constitui contra ordenação muito grave a violação do regime da informação privilegiada, exceto no caso em que tal facto constitua crime.

Do exposto, podemos para já assentir em que apenas serão tidos como informação privilegiada os factos ou circunstâncias diretamente relacionados com um ou mais emitentes e com um ou mais valores mobiliários. *A contrario*, significará que toda a informação que não tenha o emitente ou os valores mobiliários por este emitidos por referente direto não tem de ser divulgada ao público pelo emitente.

Isto traduz-se na incriminação de quem praticar um ato de disposição de informação privilegiada. Tenta-se evitar que investidores que possuam informação relevante e que não esteja acessível ao resto do público, possam ilegitimamente antecipar-se ao resto dos investidores fazendo uso dessa mesma informação. Para Filipe Matias Santos<sup>99</sup>, a forma mais eficiente de atingir o objetivo contra a informação privilegiada, será assegurar que não existem situações de assimetria informativa, se todos tiverem acesso

---

<sup>99</sup> In obra supra citada

à mesma informação, não haverá, ou existirão menos hipóteses de haver informação privilegiada.

Para ser considerada como privilegiada, a informação deverá dizer respeito, direta ou indiretamente, aos emitentes ou aos valores mobiliários por si emitidos.

Nas recomendações da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes, indicam-se algumas situações que tipicamente se relacionam de modo direto com o emitente, como por exemplo a posição financeira ou os resultados da empresa; a estratégia e o desenvolvimento do negócio; a estrutura de capital e o respetivo controlo; e as decisões comunicadas aos emitentes, de âmbito particular de autoridades de supervisão ou de regulação. Relativamente à informação específica e indireta dos emitentes, nas recomendações da CMVM também vêm identificadas algumas situações tipo, tais como as informações estatísticas divulgadas por organismos públicos; publicações (próximas) de relatórios de notação de risco; decisões do Banco Central relativas a taxa de juro; decisões governamentais relativas a enquadramento fiscal e regulamentação setorial; decisões de autoridade responsável pelo controlo da concorrência nos mercados relevantes em que se insira o emitente; e as decisões relevantes do Governo e outros organismos públicos, de natureza central, regional ou local.

O nº 3 do artigo 378º CVM determina que para uma informação ser considerada privilegiada, deverá ser não pública, ou seja deverá ser desconhecida perante os outros investidores. Uma questão importante será a de saber quando é que uma informação perde o seu caráter reservado<sup>100</sup> e se torna pública. São várias as interpretações sobre esta questão<sup>101</sup>. A primeira entende que a informação torna-se pública a partir da sua publicação, não considerando que a publicação poderá num setor não acessível a todos os investidores. A segunda interpretação preconiza que a informação torna-se pública quando analisada e assimilada pelo público. A terceira, aponta que deverá decorrer um lapso temporal após a publicação para que todo o mercado possa assimilar a informação. Por último, a informação é considerada pública assim que for acessível a

---

<sup>100</sup> Caráter reservado distingue-se do caráter secreto que uma informação possa deter, pois enquanto uma informação reservada não pode apenas ser divulgada temporariamente, uma informação secreta nunca poderá ser revelada.

<sup>101</sup> Renata Ferreira - in Insider Trading: A Repressão Penal do uso de informação privilegiada no mercado dos valores mobiliários, Faculdade de Direito, Universidade de Coimbra, Setembro 2014 - aponta algumas interpretações sobre a questão.

todos os intervenientes do mercado. Para a autora Renata Ferreira<sup>102</sup> esta última interpretação é a mais correta. Parece-nos também a interpretação mais correta, pois como aponta a autora, existe uma diferença entre a publicação de uma informação ou a sua acessibilidade a todos os investidores, pois poderá haver uma publicação não havendo em simultâneo a sua acessibilidade a todos os intervenientes. De forma a contornar este problema, o Código dos Valores Mobiliários, determina no n.º 1 do artigo 367.º que a CMVM organiza um sistema informático de difusão de informação acessível ao público que pode integrar, entre outros, informação privilegiada nos termos do artigo 248.º CVM.

O artigo 378.º (n.º3) CVM dispõe também que esta informação privilegiada deverá ser precisa. Renata Ferreira<sup>103</sup> afirma que esta certeza está situada entre o mero rumor e o juízo categórico de certeza, que se distingue da ideia de imprecisão, incerteza. Assim, não poderá apenas aqui ser considerado um mero rumor ou uma referência vaga, terá que haver certeza para que detenha relevância penal. Nos entendimentos da CMVM relativos ao dever legal de informação privilegiada pelos emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado<sup>104</sup>, é referido que podem existir rumores relativamente ao emitente ou aos valores mobiliários por este emitidos admitidos à negociação em mercado regulamentado, suscetíveis de influenciar o processo de formação da decisão dos investidores relativamente aos valores mobiliários, que poderão ter por base informação inadequada (inexacta ou insuficiência). Enquadra também as situações que envolvem informações sobre negociações em curso, que ao transpor o restrito sigilo entre os intervenientes do processo negocial, dão origem a rumores no mercado, podendo ter como consequência as situações de insider trading.

A verdade é que os rumores também podem prejudicar o bom funcionamento dos mercados. A Comissão de Mercado de Valores Mobiliários<sup>105</sup> já por várias vezes alertou os investidores para a divulgação de rumores que circulam através de mensagens eletrónicas e outros meios não oficiais, de forma a prejudicar as entidades emitentes de valores admitidos à negociação em bolsa.

---

<sup>102</sup> In obra supra citada

<sup>103</sup> In obra supra citada

<sup>104</sup> <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Entendimentos/Anexos/Pages/Entendimento-s-da-CMVM-Relativos-ao-Dever-Legal-.aspx>

<sup>105</sup> <http://www.analistafinanceiro.com/fiscal-financeiro/cmvm-emite-comunicado-sobre-divulgacao-de-rumores/>

Deverá ser necessário ter especial atenção a este aspeto, pois vivemos um período abalado com a crise. Alerta também que todas as informações necessárias e fatos relevantes deverão ser publicados através do site da CMVM. A compra ou venda de valores mobiliários seguindo a informação recebida através de rumores poderá prejudicar não só o mercado mas também os investidores. Assim, não obstante o carácter não preciso, a difusão de rumores também é uma prática proibida.

Nas recomendações da CMVM sobre divulgação de informação privilegiada por emitentes, o carácter preciso da informação exige uma análise casuística em função das circunstâncias concretas.

A informação não poderá ser apenas não pública, concreta, relativa a emitentes e a valores mobiliários, a última parte do artigo 378º, nº 3 CVM determina também que deverá influenciar de maneira sensível o seu preço de mercado. Para Ana Micaela Augusto<sup>106</sup> a informação capaz de influenciar o valor dos títulos é aquela que se poderá classificar como second-category information, ou seja, a que contém a atividade da sociedade, a sua estratégia, os seus elementos, entre outros. Para fazer esta avaliação, deverá realizar-se um juízo de prognose quanto aos efeitos da informação, e se assim se puder concluir pela alteração da cotação dos títulos, então estamos perante informação que poderá revestir interesse para o agente insider. Ou seja, os emitentes que detenham a informação privilegiada deverão avaliar nesse momento (numa perspetiva ex ante) se essa informação poderá ter um impacto sensível no preço dos valores mobiliários emitidos pelos mesmos.

Relativamente às condutas reprovadas não serão só a negociação dos valores mobiliários, mas também a sua subscrição, aquisição, venda ou troca diretamente para si ou outrem. Renata Ferreira<sup>107</sup> entende que na hipótese de negociação exige-se, no entanto, a concretização do negócio.

A informação privilegiada tem um carácter económico e não pessoal relativo à sociedade, derivando o interesse do insider pura e simplesmente na sua utilidade económica.

---

<sup>106</sup> In Do Abuso de Informação Privilegiada: Em especial, da Proteção das suas vítimas, Tese de Mestrado em Ciências Jurídico-Empresariais apresentada à Universidade de Lisboa, através da Faculdade de Direito, Orient. Prof. Doutor António Menezes Cordeiro, 2008

<sup>107</sup> In obra supra citada

Ana Micaela Pedrosa Augusto<sup>108</sup>: perspectiva sobre o enquadramento societário, define Insider Trading “como a comercialização ou mera troca, por um sujeito que se encontra numa situação especialmente privilegiada (o insider), de valores mobiliários, com base numa informação especial de grande relevo, desconhecida do público em geral, que coloca o seu utilizador numa posição de vantagem em relação à outra parte do negócio, na medida em que pode fazer flutuar o preço desses títulos, influenciando assim o mercado”. Refere ainda que “Insider trading é a união de duas palavras: insider – alguém que pela sua atividade profissional ou status adquire informações não públicas relativas a uma sociedade – e trading, do verbo inglês to trade, no sentido de operar ou comercializar”. Já Renata Rodrigues de Abreu Ferreira<sup>109</sup> afirma que a etimologia da palavra “insider” conduz à ideia de um sujeito que se encontra “dentro”. É assim uma conduta de um sujeito que, pertencendo à estrutura orgânica de uma empresa utiliza uma informação reservada em seu benefício.

Para Pedro Verdalho<sup>110</sup>, ao abordar a temática da criminalidade no sector do mercado dos valores mobiliários, afirma que esta é uma criminalidade sem vítima, encarada esta enquanto uma pessoa singular identificável. Ao não ser identificada nenhuma vítima concreta e identificável, no sentido de poder apresentar queixa na polícia, por exemplo, o autor refere que são também crimes sem lesados, em sentido processual penal. O autor proclama que esta consideração tem consequências a nível sociológico e a nível jurídico. Sociologicamente, ao não haver nenhuma vítima em concreto, a investigação não poderá contar com a ajuda dos queixosos. Também o facto destes crimes serem praticados por profissionais altamente especializados e conhecedores do mercado, e de quem investiga – profissionais do Ministério Público e Inspectores da Polícia Judiciária – não ser tão especializado no tema, pode traduzir-se numa complexidade acrescida. Em relação ao seu enquadramento jurídico, o autor refere os muito conhecidos “crimes de colarinho branco”. Este termo foi introduzido por Edwin Sutherland (1949), e refere-se aos crimes cometidos por aqueles que pertencem aos sectores mais prósperos da

---

<sup>108</sup> In Insider Trading: Perspectiva sobre o Enquadramento Societário no Ordenamento Jurídico Português, Relatório de Mestrado para a Cadeira de Direito Comercial II, apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Orient. Prof. Doutor António Menezes Cordeiro e Manuel Carneiro da Frada, Lisboa, 2004

<sup>109</sup> In obra supra citada

<sup>110</sup> In Direito Sancionatório das Autoridades Reguladoras, coord. Maria Fernanda Palma, Augusto Silva Dias e Paulo Sousa Mendes, Coimbra Editora 2009

sociedade. Anthony Giddens<sup>111</sup> declara que o termo abarca muitos tipos de atividade criminal, incluindo a fuga aos impostos, práticas comerciais ilegais, fraudes com seguros e propriedades, desfalques, fabrico e comercialização de produtos perigosos, poluição do ambiente, bem como o roubo puro e simples. Diz-nos também que a maior parte destes crimes nem sequer consta das estatísticas oficiais. Para concluir, o autor refere também que estes crimes acarretam custos muito elevados: um estudo elaborado nos EUA calcula que a quantidade de dinheiro envolvida em crimes de colarinho branco é quatro vezes superior do que a envolvida em crimes comuns contra a propriedade.

Por seu turno, Pedro Verdhalho refere que este tipo de crime não está descrito no Direito Português. Afirma também que a expressão “crime económico-financeiro” também não está igualmente densificada em qualquer disposição legal. Conclui referindo a discussão já produzida em tribunal de saber se os crimes contra o mercado, previstos no Código dos Valores Mobiliários, integram a criminalidade económico-financeira – sendo que conclui que claramente este tipo de criminalidade tem natureza económico-financeira. Renata Ferreira<sup>112</sup> enquadra o insider trading no grupo dos crimes económicos em sentido estrito, ou seja, aqueles capazes de lesar ou colocar em perigo a própria ordem económica compreendida como regulação jurídica do intervencionismo estatal da economia, visando a tutela dos bens jurídicos supraindividuais. A autora afirma também, ao contrário de Pedro Verdhalho, de que estamos perante um sujeito passivo coletivo, representado pelo Estado (e consequentemente da comunidade em geral), na medida em que é o maior interessado no bom funcionamento da economia. Esta última ilação leva-nos a concordar com a autora, pois não nos parece correto afirmar que este tipo de crime não detém vítimas. Não poderá afirmar-se que as vítimas deste tipo de crime são só os agentes que transacionam no mercado, mas também toda a comunidade em si, que tem interesse no bom funcionamento do mercado e da economia.

Ao ser utilizada uma informação não disponível a todos os intervenientes, tal conduta abalará o bom funcionamento do mercado de capitais, colocando em perigo os níveis de eficiência do mesmo. Neste sentido poderá afirmar-se que o bom funcionamento do mercado não passa apenas pelo seu funcionamento contínuo e regular, mas também pela capacidade de dar resposta às necessidades das entidades (emitentes ou investidores) que nele intervêm. Assim, para o seu correto funcionamento deverá haver transparência

---

<sup>111</sup> In Sociologia, Fundação Calouste Gulbenkian, Serviço de Educação e Bolsas, 6ª Edição, 2008

<sup>112</sup> In obra supra referenciada

nas informações e igualdade perante os investidores. Nos entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação privilegiada por Emitentes, vem determinado que o cumprimento dos deveres legais de divulgação de informação privilegiada por emitentes constitui uma matéria de primordial importância para a integridade do mercado de instrumentos financeiros e um pressuposto da necessária eficiência do mesmo. Do seu cumprimento rigoroso depende, tanto o regular funcionamento do referido mercado, como a confiança pública no mesmo. Neste sentido, se toda a informação necessária estiver no preço, levará a que haja uma maior confiança no mercado. Se pelo contrário, um investidor perceber a existência de sujeitos que operam no mercado com mais informação do que ele, não concorrendo com os mesmos riscos nas operações realizadas, põem em causa a confiança no mercado de capitais, o que poderá levar à perda de investidores. A falta de confiança nos mercados terá consequências muito graves: não havendo investidores não há dinheiro. Poderá afirmar-se assim que o mercado de valores mobiliários vive da informação, que desempenha um papel muito importante para o funcionamento do mercado. Sabe-se que o mercado de valores mobiliários é pautado pela liberdade dos seus intervenientes na escolha das suas transações. Ora, como bem nota Hugo Rosa Ferreira<sup>113</sup>, só existe liberdade de escolha, se o sujeito não se encontrar condicionado por um ato externo e estiver na posse de um mínimo de informação correta que lhe permita tomar uma decisão esclarecida. Carlos Osório de Castro<sup>114</sup> indica os vários riscos a que os investidores estão sujeitos e contra os quais reclamam proteção. São eles o de que a decisão de investimento seja a mais conveniente (mesmo com o risco de oportunidade), o de que a utilização dos meios financeiros postos à disposição da entidade emitente permita conservar o respetivo valor, e que a sua administração seja confiada a pessoas com a necessária competência, e de que o desinvestimento possa ter lugar quando pretendido e a um preço adequado. Todos os riscos indicados fazem parte de um abrangente risco de informação que impende sobre o investidor. Será necessário que para que haja uma boa eficiência de mercado o investidor tenha acesso à informação adequada, de forma a salvaguardar os seus interesses.

---

<sup>113</sup> In Algumas questões de teoria do direito na regulação dos mercados financeiros, Relatório de Estágio de Mestrado, Direito Jurídico-Bancário (Teoria Geral do Direito Público e Privado), Orient. Pedro Barbas Homem, Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa, Lisboa 2009

<sup>114</sup> In Direito dos Valores Mobiliários, A informação no direito do mercado dos valores mobiliários, Lisboa, Lex, 1997

Com um entendimento não coincidente, ou encarando o tema de uma perspectiva diferente, José de Faria Costa<sup>115</sup>, afirma que quando é cometido o crime de abuso de informação privilegiada, é possível que uma ou várias pessoas possam ter sido lesadas. É mesmo natural que tudo se desenvolva a partir de uma queixa de tais pessoas. Mas esta infração existe, não para proteger o direito daquelas pessoas em concreto, mas para proteger o bem jurídico supra-individual expresso no valor que a livre concorrência de mercado representa. O autor refere que não são só estas as pessoas prejudicadas, mas todo o universo de investidores, efetivo e potencial, que procura o mercado dos valores mobiliários. Afirma que a norma incriminadora do abuso de informação visa tutelar um bem jurídico heterogéneo – confiança e igualdade dos investidores – também com a ideia de que a proibição penal do insider trading visa garantir que o mercado de valores mobiliários se pautе pelas regras de mercado. José de Faria Costa<sup>116</sup>, aponta uma teoria desenvolvida em que estabelece que uma formulação que se apresenta através da positividade “Informação é a matéria a partir da qual se podem tomar decisões”; o autor dá uma particular relevância à informação quando a define como uma notícia que tem significado para o destinatário e que através da sua receção é influenciado. Explica o autor que o acesso a informação adequada é indispensável no ambiente de múltiplos riscos que se vivem no mercado, e que o princípio da publicidade ou da informação é um dos pilares estruturantes do mercado dos valores mobiliários.

Outro problema apontado por José de Faria Costa é o facto de saber qual será a divulgação relevante para fazer cessar a índole não pública da informação. Conforme já foi referido, o artigo 367º responde, e bem, consagrando que 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 aprovada, designadamente informação privilegiada nos termos do artigo 248º, participações qualificadas, documentos de prestação de contas e prospetos (estes prospetos deverão ser mantidos acessíveis, pelo menos, durante um ano). Assim, o cumprimento do dever de, por exemplo, comunicar factos relevantes à CMVM e a subsequente divulgação realizada por esta entidade de supervisão faz cessar o carácter não público da

---

<sup>115</sup> In Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading), em especial a Questão dos Administradores como Insiders Primários, quando atuam em representação da Sociedade, Actualidade Jurídica, 2010

<sup>116</sup> In obra supra citada

informação. De uma maneira diferente, em outros ordenamentos jurídicos, estabeleceu-se que uma determinada informação pode ser considerada como pública quando um número indeterminado de pessoas (investidores institucionais) tem possibilidade de tomar conhecimento dessa informação – o que não exige a sua divulgação nos media.

Resumidamente traduz-se na incriminação de quem praticar um ato de disposição de informação privilegiada. O que procura punir é a utilização de uma informação considerada privilegiada, a qual representa uma situação de superioridade informativa ilegítima em relação aos restantes intervenientes do mercado. O fundamento da sanção desta prática é um ataque ao princípio da igualdade de oportunidades, bem como no ataque à confiança na capacidade de funcionamento do mercado.

Para Rute Saraiva<sup>117</sup>, a assimetria informativa entre mutuantes e mutuários gera fenómenos de risco moral, revelando a possibilidade de alteração na afetação dos fundos por parte de quem contrai o empréstimo, correndo o risco de depois não o conseguir pagar. Esta situação explica problemas de agência decorrentes da divisão do trabalho e da entrega da gestão da atividade financeira a empresas especializadas, como os intermediários financeiros. Dentro destes, as suas administrações procuram aumentar o seu poder, o bem-estar e o lucro, não consagrando os objetivos do principal, que se acomoda à gestão dos seus interesses por outros.

Este crime poderá ser praticado por insiders primários, previsto no nº 1 do artigo 378º e os insiders secundários, previstos no nº 2 do artigo 378º CVM. Como o CVM não prevê a punição da mera negligência, estas condutas só serão punidas em caso de dolo (artigo 13º Código Penal que determina que só é punível o facto praticado com dolo ou, no caso especialmente previstos na lei, com negligência). Os insiders primários são aqueles que detêm uma relação com a sociedade emissora dos títulos mobiliários; estes poderão ser subdivididos pelos corporate insiders e os temporary insiders. Os primeiros, os corporate insiders, detêm um vínculo proveniente da qualidade de membros dos órgãos de administração e fiscalização, integram o emitente. Os temporary insiders são todos os sujeitos, que pela sua profissão e ligação com a sociedade têm acesso a informações privilegiadas. Já os insiders secundários, também designados por tippees, são todos aqueles que acederam a uma informação e a utilizaram.

---

<sup>117</sup> in obra supra citada.

Poderá assim considerar-se uma informação privilegiada quando esta possui quatro características cumulativamente: não ter sido tornada pública, referir-se a um ou mais emitentes ou a um ou mais valores mobiliários, deter caráter preciso, e por último, se revelada capaz de influenciar o preço no mercado. José de Faria Costa<sup>118</sup> afirma que são excluídas do âmbito da proteção da norma de abuso de informação as transações de valores mobiliários ocorridas fora dos mercados organizados.

Um problema digno de relevo, indicado como o mais importante por Laura L. Hansen<sup>119</sup> é o de que é muito difícil prevenir este tipo de crime. A autora não sugere que a prevenção é uma tarefa impossível, mas sim que as agências reguladoras analisam o crime com uma visão de acusação e não de proteção. Há uma aparente falta de interesse na prevenção, sendo que esta situação poderá dever-se ao facto de que são bastante prolongadas as investigações relativas ao insider trading.

### **O dever de informação dos emitentes**

Outro artigo importante nesta temática será o 248º CVM, que determina que os emitentes (que poderão ser as sociedades anónimas – artigos 348º e seguintes do Código das sociedades Comerciais – e sociedades por quotas; o Estado; os fundos de investimento mobiliários e imobiliários) que tenham valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado ou requerido a respetiva admissão a um mercado dessa natureza divulgam imediatamente toda a informação que lhes diga diretamente respeito ou aos valores mobiliários por si emitidos, que tenha carácter preciso<sup>120</sup>, que não tenha sido tornada pública e que, se lhe fosse dada publicidade, seria idónea para influenciar de maneira sensível o preço desses valores mobiliários ou dos instrumentos subjacentes ou derivados com estes relacionados; qualquer alteração à informação tornada pública nos termos da alínea anterior, utilizando para o efeito o mesmo meio de divulgação. Esta medida preventiva assume uma importante função dissuasora da prática do crime de abuso de informação. Outra medida bastante eficaz será a da divulgação ao público de toda a informação – tendo em vista eliminar assim a própria informação privilegiada.

---

<sup>118</sup> In obra supra citada

<sup>119</sup> In Journal of Financial Crime 2014 “Gossip boys: insider trading and regulatory ambiguity”

<sup>120</sup> É discutida a questão de quando se atinge verdadeiramente o patamar da *precisão* aqui explanada. José de Faria Costa, in obra supra citada, encontra a resposta e preconiza que deverá haver uma exigência do mencionado grau de consolidação ou de “cristalização” do processo negocial, para que a informação se constitua como precisa.

## **Quem são os prejudicados com o abuso de informação?**

São vários os sujeitos que poderão ser prejudicados com a prática do insider trading. Em primeiro lugar, a sociedade emissora dos títulos, que poderá ver afetado o seu prestígio e a sua credibilidade perante o mercado. No entanto, cremos que os investidores serão os mais prejudicados com esta prática. A maioria dos investidores transaciona sem estar perante a informação completa, pois embora a sua decisão fosse fundada com a informação disponível a mesma é incompleta. Se todos os investidores adquirissem as mesmas informações haveria uma simetria informativa, e consequentemente haveria igualdade de oportunidades entre os investidores. O sujeito que detém informação privilegiada terá oportunidade de avaliar o mercado e a empresa, enquanto os restantes investidores não terão as mesmas oportunidades. O preço correto de um valor mobiliário é aquele que seria estabelecido pelo mercado se tivesse sido dada publicidade a toda a informação relativa ao instrumento.

Há, no entanto, na doutrina<sup>121</sup> quem defenda que a prática do insider trading não seja prejudicial para os mercados financeiros. Os defensores da corrente defendem que a haver igualdade ao acesso da informação isso levaria à estagnação do mercado, não permitindo a evolução do mesmo. Há também quem entenda<sup>122</sup> que o funcionamento do insider trading será um bom mecanismo de revelação de informação para o mercado, pois os preços refletiriam melhores informações sobre os valores mobiliários, levando à antecipação da cotação dos títulos e colocando os investidores em condições de se aperceberem das informações recebidas, tornando o mercado mais eficiente. Outros entendem que seria um “incentivo adicional”, para a classe dos empreendedores, responsáveis pelo sucesso da sociedade. A autora<sup>123</sup>, ao expor as várias posições, declara ainda que, para defender a prática do insider trading, deverá alegar-se que a utilização de informação privilegiada seria uma espécie de remuneração para os gestores/administradores da sociedade. Por último, a autora<sup>124</sup> indica também que há quem defenda a existência de direitos de propriedade sobre a informação, pois detêm um direito real justificado pelos custos despendidos na sua aquisição, que levaria a deter a sua possibilidade de uso, que seria visto como benéfico. Entendemos que estes juízos de valor não estão corretos. Cumpre-nos observar que a simetria informativa não leva à

---

<sup>121</sup> Defensores da corrente “law and economics”

<sup>122</sup> Conforme indica Renata Ferreira in obra supra citada

<sup>123</sup> Renata Ferreira, in obra supra citada

<sup>124</sup> Renata Ferreira, in obra supra citada

estagnação do mercado, mas pelo contrário, ao seu crescimento. Mais informação gera uma maior confiança nos investidores, o que certamente atrairia mais agentes para o mercado dispostos a investir mais dinheiro.

O artigo 248º-A estabelece o Diferimento da divulgação da informação. Os emitentes que tenham valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado ou requerido a respetiva admissão a um mercado dessa natureza, podem decidir diferir a divulgação pública da informação aí referida, desde que, cumulativamente: a divulgação imediata seja suscetível de prejudicar os seus legítimos interesses; o diferimento não seja suscetível de induzir o público em erro; o emitente demonstre que assegura a confidencialidade da informação. Este artigo estabelece apenas a possibilidade de um diferimento ou adiamento, e não uma dispensa ou isenção de divulgação da informação. Questão, sim, diferente, é a dispensa de divulgação da informação, objeto de previsão do artigo 250º CVM. Assim, com exceção do relatório e contas anuais, da informação anual sobre o governo das sociedades, a informação semestral, da informação trimestral e informação intercalar da administração, bem como outras informações previstas no artigo 249º, a CMVM pode dispensar a divulgação da informação exigida nos artigos anteriores quando seja 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. O nº2 do mesmo artigo estabelece que a dispensa considera-se concedida se a CMVM não comunicar qualquer decisão até 15 dias após a receção do pedido de dispensa. Segundo a doutrina, a reunião destes pressupostos é de difícil verificação.

### **O Artigo 449º do CSC**

Também o artigo 449º<sup>125</sup> do Código das Sociedades Comerciais se refere ao abuso de informação. Estabelece-se no seu n.º 1 que o membro do órgão de administração ou do órgão de fiscalização de uma sociedade anónima, bem como a pessoa que, por motivo ou ocasião de serviço permanente ou temporário prestado à sociedade, ou no exercício de função pública, tome conhecimento de factos relativos à sociedade aos quais não tenha sido dada publicidade e sejam suscetíveis de influenciarem o valor dos títulos por ela emitidos e adquira ou aliene ações ou obrigações da referida sociedade ou de outra

---

<sup>125</sup> Parece assim impor-se, no entender de Ana Micaela Pedrosa Augusto, in obra supra citada, um especial dever de zelo que pende sobre os membros do órgão de administração da sociedade.

que com ela esteja em relação de domínio ou de grupo, por esse modo conseguindo um lucro ou evitando uma perda, deve indemnizar os prejudicados, pagando-lhes quantia equivalente ao montante da vantagem patrimonial realizada. No caso de não ser possível identificar os prejudicados, deve o infrator pagar a referida indemnização à sociedade.

Respondem nos termos acabados de referir as pessoas que culposamente revelem a terceiro os factos relativos à sociedade, ali descritas, bem como o terceiro que, conhecendo a natureza confidencial dos factos revelados, adquira ou aliene ações ou obrigações da sociedade ou de outra que com ela esteja em relação de domínio ou de grupo, por esse modo conseguindo um lucro ou evitando uma perda.

Caso as condutas que consubstanciam abuso de informação respeitem à fusão de sociedades, os sancionamentos vindos de referir aplicam-se às ações e obrigações das sociedades participantes e das sociedades que com elas estejam em relação de domínio ou de grupo.

A título acessório, prevê igualmente o n.º 4 do Artº 449º CSC que o membro do órgão de administração ou do órgão de fiscalização que pratique alguns dos factos sancionados no n.º 1 ou no n.º 2 pode ainda ser destituído judicialmente, a requerimento de qualquer acionista.

Tendo em vista clarificar o alcance e coerência de todos estes dispositivos cautelares, o mesmo Código determina que os membros do órgão de administração devem zelar para que outras pessoas que, no exercício de profissão ou atividade exteriores à sociedade, tomem conhecimento de factos referidos no n.º 1 deste artigo não se aproveitem deles nem os divulguem.

O n.º 1 do presente artigo refere-se aos corporate insiders e aos temporary insiders. O n.º 2 refere-se aos insiders externos – ou tippers. Ana Micaela Pedrosa Augusto<sup>126</sup> considera que o artigo demonstra a teoria desenvolvida nos Estados Unidos, a misappropriation theory. Entende também que poderá ser enquadrado nesta norma a atuação de aconselhamento à negociação, apesar de não vir descrita.

---

<sup>126</sup> In Insider Trading: Perspectiva sobre o Enquadramento Societário no ordenamento Jurídico Português, Relatório de Mestrado para a Cadeira de Direito Comercial II apresentado na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Orient. Prof. Doutor António Menezes Cordeiro e Manuel Carneiro da Frada, Lisboa 2004

Ana Micaela Pedrosa Augusto<sup>127</sup> considera que o artigo 449º CSC, ao referir que deverão indemnizar os prejudicados, consegue enquadrar nesta classificação a outra parte que negocia diretamente com o insider, explica que o nosso ordenamento parece acolher diretamente, ao contrário de outros ordenamentos. No entanto, deverá ser recompensado de acordo com as regras gerais da responsabilidade civil, pois o artigo não aponta qual a natureza jurídica desta responsabilidade.

Tanto o âmbito subjetivo como o tipo de bens previstos no artigo 378º CVM é mais amplo do que o que está consagrado no Código das Sociedades Comerciais.

### **A constitucionalidade do artigo 378º CVM**

A constitucionalidade da norma 378º do CVM, nomeadamente a sua compatibilidade com o princípio de proporcionalidade, com o princípio da livre iniciativa privada e com o princípio da igualdade, já foi colocada em causa. Assim, e de acordo com o Acórdão Constitucional nº 494/03, de 22 de Outubro de 2003, foi entendido no que respeita ao princípio da proporcionalidade: *“Cabe, então, perguntar se será manifestamente excessivo, arbitrário ou desproporcionado punir, nos termos em que, de acordo com a interpretação feita pela decisão recorrida, aqui questionada, o faz o art. 378º do C.V.M., a conduta de um membro do órgão de administração de uma sociedade que, sendo titular de informação privilegiada em função dessa qualidade, adquira, com base nessa informação e para essa mesma sociedade, valores mobiliários? A esta questão há que responder negativamente. Quer porque a punição criminal do abuso de informação visa a protecção de interesses juridico-constitucionalmente reconhecidos como valiosos - interesses que são igualmente susceptíveis de ser afectados por condutas do tipo das que agora vem questionadas -, quer porque os termos concretos dessa punição (pena de prisão até 3 anos ou pena de multa), não podem, tendo em conta a potencialidade lesiva dos comportamentos em causa e a relevância dos interesses protegidos, considerar-se como inequívoca, patente ou manifestamente excessivos.”*

Neste aresto é afirmado que a criminalização do abuso de informação, punitiva do aproveitamento ilegítimo de assimetrias informativas, visa, em última instância, tutelar alguns dos pressupostos essenciais do funcionamento eficiente o mercado de valores

---

<sup>127</sup> In Do Abuso de Informação Privilegiada: Em especial da Protecção das suas Vítimas. Tese de Mestrado em Ciências Jurídico-Empresariais apresentada à Universidade de Lisboa, Orient. Prof. Doutor António Menezes Cordeiro, 2008

mobiliários - um importante sector da economia nacional - o qual tem relevância constitucional, sendo, como tal, suscetível de tutela penal.

Em suma, preconiza-se no Acórdão, a criminalização operada pela referida norma, tal como vem interpretada, deve ser tida como uma opção que não contraria os princípios da necessidade e da proporcionalidade das penas, consagrados constitucionalmente, não merecendo censura.

Nesta ocasião o Tribunal Constitucional teve igualmente que debruçar-se sobre os princípios da livre iniciativa económica e do princípio da igualdade, perante a alegada violação do princípio da livre iniciativa económica resultante da circunstância de, “ao criminalizar os administradores de sociedades por utilizarem informações e conhecimentos das entidades de que são agentes na negociação de valores mobiliários, para as pessoas coletivas de que são representantes, estar-se-ia a restringir, em grau intolerável, a liberdade de iniciativa económica”.

Refletindo sobre a questão, O Tribunal Constitucional afirma convictamente que não assiste razão a tal tese: nem a proibição do comportamento em causa afeta, em grau intolerável, a liberdade de iniciativa económica, nem, a proibição é “sem sentido algum” ou “absurda” por não corresponder “à protecção de algum valor atendível”.

Prossegue o Aresto sublinhando: “para que a liberdade de iniciativa económica de todos se possa desenvolver de uma forma sadia, há que assegurar um funcionamento eficiente e justo dos mercados e, conseqüentemente, reprimir as práticas lesivas desse funcionamento, como sejam os comportamentos que, abusando de informação privilegiada, neles introduzem distorções, essas sim não toleráveis.”

Por outro lado, a alegada violação do princípio da igualdade resultaria do facto de, segundo os recorrentes, “a mesma conduta seria lícita se praticada por uma pessoa em nome pessoal mas já seria um crime se praticada por alguém que agisse em representação da sociedade”. Nesta perspetiva, porém, a questão não pôde, sequer, ser apreciada pelo Tribunal Constitucional porque essa interpretação, em termos de excluir do âmbito de aplicação do artigo 378º do C.V.M. o caso meramente hipotético construído pelos recorrentes, não foi efetuada pela decisão recorrida, que se limitou a “concluir, sem necessidade de mais considerações, que a sua [dos arguidos] descrita conduta integra os elementos típicos do crime de abuso de informação p.p. pelo art.º

378 do C.V.M.", considerando que os factos indiciados preenchem de pleno a literalidade da norma. Mas também não pôde ser apreciada, porque não compete àquele Tribunal, como pressuposto prévio da discussão da questão de constitucionalidade, delimitar as concretas fronteiras de um tipo penal, em termos de concluir pela sua não aplicação a uma determinada hipótese.

### **O crime: A Manipulação de Mercado**

Por seu turno, o artigo 379º - Manipulação de Mercado - do Código dos Valores Mobiliários encerra em si mesmo grande interesse, porquanto sanciona com pena de prisão até 5 anos ou com pena de multa quem divulgue informações falsas, incompletas, exageradas ou tendenciosas, realize operações de natureza fictícia ou execute outras práticas fraudulentas que sejam idóneas para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários.

Estabelecendo um critério para qualificar determinadas situações como tratando-se de alterações artificiais do regular funcionamento do mercado, o legislador prevê, nomeadamente, os atos que sejam suscetíveis de modificar as condições de formação dos preços, as condições normais da oferta ou da procura de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros ou as condições normais de lançamento e de aceitação de uma oferta pública.

Relativamente aos titulares do órgão de administração e as pessoas responsáveis pela direção ou pela fiscalização de áreas de atividade de um intermediário financeiro que, quando tenham conhecimento de factos que consubstanciem manipulação de mercado, praticados por pessoas diretamente sujeitas à sua direção ou fiscalização e no exercício das suas funções, não lhes ponham imediatamente termo, é-lhes aplicável pena de prisão até 4 anos ou pena de multa até 240 dias, se pena mais grave não lhes couber por força de outra disposição legal.

Na eventualidade das condutas manipuladoras vindas de referir envolverem a carteira de uma terceira pessoa, singular ou coletiva, que não seja constituída arguida, esta pode ser demandada no processo crime como parte civil, nos termos previstos no Código de Processo Penal, para efeito da apreensão das vantagens do crime ou da reparação de danos.

Ao disciplinar a matéria da manipulação de mercado, o artigo 379.º CVM contém ainda uma ressalva: as estatuições nele constantes não se aplicam às operações efetuadas pelo Banco Central Europeu, por um Estado, pelo seu banco central ou por qualquer outro organismo designado pelo Estado, por razões de política monetária, cambial ou de gestão de dívida pública, nem às operações de estabilização de preços, quando sejam efetuadas nas condições legalmente permitidas.

Alexandre Brandão da Veiga<sup>128</sup>, em análise do indicado artigo, afirma em primeiro lugar que esta cláusula traduz o reconhecimento do legislador do poder da informação como meio de atuação sobre o mercado. Explica também que a manipulação por via da informação é em certo sentido o inverso do insider trading.

O crime de manipulação de mercado caracteriza-se pelas práticas como as condutas de divulgação de informações falsas, incompletas, exageradas ou tendenciosas, realização de operações de natureza fictícia e execução de outras práticas fraudulentas, práticas proibidas pelo CVM. Para que constituam causalidade adequada é necessário que estas práticas alterem o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários.

Alexandre Brandão da Veiga<sup>129</sup> entende que uma informação é falsa se existir divergência entre a mensagem e o referente; será incompleta se o referente não tiver sido totalmente enunciado; tendenciosa, que procura favorecer o seu emissor ou terceiros, ou que prejudique terceiros. Para o autor, deve entender-se que as operações mencionadas no artigo, são os negócios transmissivos de valores mobiliários ou instrumentos financeiros, os negócios criadores de instrumentos financeiros e as operações realizadas em mercado organizado como tal qualificadas pela lei.

Tal como o artigo 378º penaliza o abuso de informação para salvaguarda do bom funcionamento do mercado, o artigo 379º procura regular o funcionamento do mercado e acautelar a sua eficiência de modo a que o preço reflita o valor do instrumento financeiro. O artigo refere-se apenas à manipulação do mercado, o que nos leva a questionar se será necessário manipular o mercado como um todo ou apenas parte.

---

<sup>128</sup> In Crime de Manipulação, Defesa e Criação de Mercado, Coimbra, Almedina, 2001

<sup>129</sup> In obra supra citada

Alexandre Brandão da Veiga<sup>130</sup> responde afirmando basta manipular um valor ou um instrumento financeiro.

Tal como já foi referido, a notícia dos crimes contra o mercado de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros adquire-se por conhecimento próprio da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários, por intermédio dos órgãos de polícia criminal ou mediante denúncia (conforme estabelece o artigo 382º CVM). O processo de averiguações é iniciado e dirigido pelo conselho da CMVM, sem prejuízo das regras internas de distribuição de competências e das delegações genéricas de competência nos respetivos serviços (artigo 384º); e segundo o artigo 385º, a CMVM poderá solicitar a qualquer pessoa e entidade todos os esclarecimentos, informações, documentos, independentemente da natureza do seu suporte, objetos e elementos necessários para confirmar ou negar a suspeita de crime contra o mercado de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. Concluído o processo de averiguações preliminares e obtida a notícia de um crime, o conselho diretivo da CMVM remete os elementos relevantes à autoridade judiciária competente. Pedro Verdelho<sup>131</sup> especifica que este regime processual dos valores mobiliários é excecional em relação ao Código de Processo Penal, regula a fase anterior à participação do crime. Será como um pré-inquérito em que a CMVM, mais especializada neste tipo de crime, deverá averiguar a formulação da denúncia.

Recordando o que foi dito relativamente à circulação dos valores mobiliários no mercado e da sua transparência e eficiência, oferecendo dessa maneira o menor risco possível, deverá contrapor-se com o crime de manipulação do mercado. O artigo 379º destina-se a proibir as práticas falaciosas que coloquem em causa a transparência e eficiência do mercado.

---

<sup>130</sup> In obra supra citada

<sup>131</sup> In “Infrações no Mercado Financeiro: crimes de Abuso de informação Privilegiada e de Manipulação de Mercado”, Direito Sancionatório das Autoridades Reguladoras, coord. Maria Fernanda Palma, Augusto Silva Dias, Paulo de Sousa Mendes, Coimbra Editora, 2009

## **Outras figuras jurídicas afins ao insider trading**

### 1. Scalping

Miguel Brito Bastos<sup>132</sup> define scalping como referindo o comportamento do agente que, após aquisição de determinados valores mobiliários, recomenda a terceiros a aquisição do mesmo, alienando seguidamente os valores previamente adquiridos, destarte obtendo um lucro correspondente a uma subida das cotações derivada da sua própria recomendação. É aqui pressuposto que o agente tenha capacidade de influenciar as cotações. Há uma grande discussão em volta do assunto, pois parte da doutrina afirma que é uma situação de insider trading, enquanto outra parte da doutrina afirma que é uma situação de manipulação de mercado. O autor refere que o scalping não é um comportamento instantâneo, dizendo que existem três momentos distintos, são eles: a aquisição de instrumentos financeiros; a recomendação de aquisição desses instrumentos financeiros; e a alienação dos instrumentos financeiros. Conclui no fim, dizendo que exclui a subsunção do scalping no abuso de informação privilegiada e em qualquer das modalidades de manipulação de mercado, admitindo a atipicidade penal da figura na ordem jurídica portuguesa. Propõe o seguinte:

- o conhecimento de intenções do próprio agente não é suscetível de qualificação como detenção de informação privilegiada, de acordo com o artigo 378º CVM;
- que a recomendação da aquisição de valores mobiliários não implica uma declaração tácita da inexistência de conflitos de interesses, pelo que não se encaixa nos termos do artigo 379º CVM;
- não poderá ser qualificada como uma prática de manipulação de mercado por omissão, porquanto nem os analistas financeiros ou os jornalistas económicos têm qualquer dever de garante, nos termos do artigo 10º Código Penal<sup>133</sup>, que os vincule a divulgar a situação de conflito de interesses, constituída pela detenção de valores mobiliários da mesma classe cuja recomendação é recomendada.

---

<sup>132</sup> In revista de Concorrência e regulação, ano III, número 9, Janeiro – Março de 2012

<sup>133</sup> Conforme determina o artigo 10º, nº1 do Código Penal, quando um tipo legal de crime compreender um certo resultado, o facto abrange não só a ação adequada a produzi-lo como a omissão da ação adequada a evitá-lo, salvo se outra for a intenção da lei. Nº2 A comissão de um resultado por omissão só é punível quando sobre o omitente recair um dever jurídico que pessoalmente o obrigue a evitar esse resultado. Nº3 No caso no nº2 a pena pode ser especialmente atenuada.

O autor apenas admite a subsunção do scalping enquanto manipulação de mercado, no caso de não se verificar a medida em que a recomendação de aquisição a terceiros de valores mobiliários, do qual é proprietário, seja suportada por asserções falsas.

Atendendo à tipicidade dos crimes contra o mercado do ordenamento jurídico português afigurasse-nos que a prática de scalping somente poderá configurar o crime de abuso de informação desde que o conhecimento das intenções do agente seja possível de qualificar como informação privilegiada, isto é, preenchendo os requisitos da precisão, da não publicidade e da idoneidade para influenciar substancialmente os preços o que dificilmente se poderá comprovar. Por outro lado, a mesma prática só será suscetível de configurar o crime de manipulação de mercado caso se trate de divulgação de informação falsa ou tendenciosa, ou ainda de execução de outra prática fraudulenta.

Estamos em crer que a eventualidade de num futuro próximo o scalping poder vir a ser previsto como um tipo autónomo de crime de mercado, muito dependerá das decisões dos Tribunais sobre casos concretos.

## 2. Front-running

Nos termos do considerando 19 da Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 28 de Janeiro de 2003, os Estados-Membros devem impedir a prática conhecida como front-running, incluindo front-running em instrumentos derivados sobre mercadorias, sempre que tal constituir um abuso de mercado nos termos das definições constantes desta diretiva. Esta é uma prática ilegal que consiste no ato de se beneficiar de um conhecimento antecipado acerca de ordens de mercado pendentes de determinado(s) clientes(s), cuja característica da operação permite saber que conduzirá a uma oscilação na cotação. A prática consiste em realizar operações antecipadamente às operações principais. Está relacionado com a prática indevida de informações privilegiadas e é uma forma de manipulação de mercado. Estas informações deverão referir-se às ordens de mercado ainda pendentes que possam considerar-se como relevantes, que poderão alterar a cotação. A prática é mais complexa do que a definição sugere, pois engloba pelo menos três formas de conduta. São elas: transação por terceiros que foram informados de uma negociação eminente; operações nas quais o proprietário ou o adquirente se dedicam a compensações futuras como meio de cobrir as flutuações de preços causadas pelas transações em bloco (“self front running”); e (3) transações onde um corretor com conhecimento de um cliente iminente antecipa a

negociação em seu próprio benefício (trading ahead). Em resumo, a lei não é suficientemente clara sobre em que medida e em que condições o “front running” pode consubstanciar uma violação das leis federais de valores mobiliários. Se a informação foi por alguma forma desviada ou obtida em violação de um dever de confiança, então poderá sustentar-se que se trata de um caso de insider trading. Uma teoria de fraude no Mercado pode também ser sustentada nestas circunstâncias. No entanto, é duvidoso que o argumento legal da manipulação possa ser provado mesmo quando houvesse uma obrigação ou insider trading.

José de Faria Costa<sup>134</sup> entende que os requisitos típicos do crime de abuso de informação estão preenchidos, havendo um aproveitamento proibido de uma situação de assimetria informativa.

### **Outros crimes eventualmente relacionados com o insider trading**

Relativamente ao âmbito do insider trading podem por vezes surgir ações ou condutas que se traduzam em relações de concurso efetivo com outros crimes, designadamente o de burla, branqueamento de capitais e crime de especulação.

Burla significa enganar outrem. Se existir intenção de obter, para si ou para outrem, alguma vantagem económica, prejudicando patrimonialmente um terceiro então estamos perante uma burla. Distingue-se do crime de manipulação, pois nesta última protege-se o mercado como um todo, enquanto que a burla é o património de algumas pessoas que é tutelado. Vem definida no artigo 217º do Código Penal, que determina que quem com intenção de obter para si ou para terceiro enriquecimento ilegítimo, por meio de erro ou engano sobre fatos que astuciosamente provocou, determinar outrem à prática de atos que lhe causem, ou causem a outra pessoa, prejuízo patrimonial. Já o Branqueamento de capitais define-se<sup>135</sup> como o processo pelo qual os autores de atividades criminosas encobrem a origem dos bens e rendimentos (vantagens) obtidos ilicitamente, transformando a liquidez proveniente dessas atividades em capitais reutilizáveis legalmente, por dissimulação da origem ou do verdadeiro proprietários dos fundos. O crime de especulação vem definido no artigo 35º do DL nº 28/84 de 20 de Janeiro, alterado pela lei nº 20/2008 de 21 de Abril. Assim, será punido quem vender ou prestar

---

<sup>134</sup> In O Crime de abuso de informação privilegiada (insider trading): a informação enquanto problema jurídico-penal, Coimbra: Coimbra Editora, 2006

<sup>135</sup> Disponível em <https://www.bportugal.pt/pt>

serviços por preços superiores aos permitidos pelos emitentes legais a que os mesmos estejam submetidos (al. a) do ° 1), alterar, sob qualquer pretexto ou por qualquer meio e com intenção de obter lucro ilegítimo, os preços que do regular exercício da atividade resultariam para os bens ou serviços ou, independentemente daquela intenção, os que resultariam da regulamentação legal em vigor (al. b) do n° 1), vender bens ou prestar serviços por preço superior ao que conste de etiquetas, rótulos, letreiros ou listas elaborados pela própria entidade vendedora ou prestadora do serviço, vender bens que, por unidade, devem ter certo peso ou medida, quando os mesmos sejam inferiores a esse peso ou medida, ou contidos em embalagens ou recipientes cujas quantidades forem inferiores às nestes mencionadas (al. d) do n° 1). Marcelino António Abreu<sup>136</sup> define especulação como o comportamento ou atuação do agente económico que, por qualquer meio, ainda que limitando-se a aproveitar as condições favoráveis e transitórias do mercado, nele ou fora dele, com vista a obter, mediata ou imediatamente lucros que de outro modo não obteria, provoque alteração ou o receio de alteração dos preços que, por decisão administrativa ou do normal funcionamento do mercado, resultam para os bens ou serviços. A proibição de especulação de preços visa a tutela da estabilidade dos preços. O autor entende que, no caso de o agente utilizar uma informação privilegiada, afetando o mercado alterando os preços, são várias as normas legais a serem violadas, sendo o abuso de informação privilegiada uma forma especial de especulação de preços e há entre as normas legais uma relação de especialidade, aplicando-se ao caso as que punem o abuso de informação.

### **Breve enquadramento legal da regulação do abuso de informação em diferentes países**

#### **1. Brasil**

No Brasil existem dois grandes mercados: Bolsa de Valores de São Paulo e a Bolsa de Mercadorias e Futuros do Brasil.

No Brasil o uso de informações privilegiadas por administradores das empresas é proibido desde 1976. No entanto, e após a aprovação de várias leis, são conhecidos vários casos de informação privilegiada.

---

<sup>136</sup> In Texto “Acerca da Relevância do Concurso penal em sede de especulação ilícita de preços, Especulação de preços versus outras formas de ilícito penal”.

Entre 2002 e 2014, foram apurados 187 casos pelo uso de informação privilegiada. Foram divididos em três categorias: internos (grupo de agentes que possuem vínculo direto e permanente com a emissora), externos (não tem vínculo direto com a emissora) e mercado (grupo de agentes que não são considerados nem internos nem externos, mas apenas agentes de mercado). Num estudo realizado, foi possível apurar que número de agentes indicados na categoria de internos, foi de 56 casos; 12 para a categoria de agentes externos; e 179 agentes para a categoria de mercado. Destes 187 casos, só 51 foram julgados.

Na lei brasileira poderão ser aplicadas as seguintes penalidades: advertência, multa, suspensão para o exercício do cargo em companhia aberta, inabilitação temporária, suspensão da autorização para o exercício das atividades de mercado e proibição temporária para a prática de determinadas atividades, segundo o artigo 11º da Lei 6.385 de 1976.

## 2. China

A China tem dois grandes mercados: Shanghai e Shenzhen Stock Exchanges. O mercado de valores mobiliários na China é regulado pelo CSRC – China Securities Regulatory Commission. Só em 1993, com o Establishment Securities Companies with Foreign Equity Participation Rules, tornou-se ilegal a prática de insider trading. A economia chinesa cresceu muito rapidamente, sendo necessário a aprovação de leis que regulassem esta matéria. A sanção para o insider trading é uma multa máxima no valor de cinco vezes aquilo que foi recebido após a transação. Nos casos mais sérios, o agente poderá cumprir pena de prisão até 10 anos.

## 3. Japão

A Bolsa de Valores de Tóquio é a terceira maior bolsa do mundo. Foi 1988 aprovada a primeira lei relativa ao abuso de informação nos mercados financeiros do Japão. Em Abril de 1989 houve um caso muito noticiado que levou a uma regulação mais rigorosa do insider trading. A lei é muito específica e é baseada na doutrina de que as pessoas com acesso à informação, e aquelas que recebem essa informação, não poderão transacionar no mercado. O investidor poderá ser punido com até três anos de prisão, ou o pagamento de 3 milhões de yenes.

#### 4. Reino Unido

A Bolsa de Londres é a quarta maior bolsa do mundo. A FSA (Financial Services Authority) regula as transações e tem como objetivo assegurar que o mercado funciona ordenadamente e com justiça, e que os investidores continuem a confiar nos mercados financeiros. A FSA recebeu 65 queixas em 2002 e 140 em 2003. Ao longo dos anos estes números foram aumentando.

Através do Financial Services and Markets Act of 2000 foram aprovadas orientações mais específicas e mais rigorosas sobre a temática. A informação privilegiada não tem que ser precisa, tendo um âmbito mais vasto. A prática de abuso de informação poderá levar a uma pena de prisão até 7 anos, ou a uma multa ilimitada. Há também uma vasta gama de sanções civis. Neste ordenamento jurídico o insider trading é designado por insider dealing.

#### 5. Austrália

A Bolsa de Valores da Austrália é a décima maior bolsa do mundo. Até 1970 o abuso de informação privilegiada não era proibido. Em 1989, o Standing Committee on Legal and Constitutional Affairs reuniu-se para examinar a adequação da legislação sobre as fusões e aquisições. As suas recomendações foram apresentadas no Relatório Griffiths. Várias foram as reformas na sequência do relatório de 1991, incluindo a eliminação de uma distinção entre os insiders primários e secundários.

Atualmente, a ASIC (Australian Securities and Investment Commission) supervisiona e regula a atividade na Bolsa de Valores da Austrália. A lei estabelece que "o insider (primário ou secundário) não deverá adquirir ou alienar ou entrar em acordo para adquirir ou alienar os produtos financeiros, nem solicitar a outrem que adquira ou aliene esses mesmos produtos. O agente poderá ser punido com uma pena de prisão até dez anos ou com uma multa no valor de 495 mil dólares australianos.

#### 6. Alemanha

A maior bolsa de valores da Alemanha é a Deutsche Borse.

Não havia qualquer regulação do insider trading antes de 1970. Entre 1970 e 1994, apenas existiam recomendações sobre a matéria. Em 1994, com a aprovação da

Securities Trading act ou Wertpapierhandelsgesetz, foi proibida a negociação a partir de informações privilegiadas por membros da administração. A 1 de Janeiro de 1995 foi criada uma entidade de supervisão especialmente para o setor do mercado dos valores mobiliários: Bundesaufsichtsamt fur. Em 2002 foram fundidas as várias entidades de supervisão numa só: seguradora, bancária e sistema mobiliário. A esta nova entidade: Bundesanstalt fur Finanzdienstleistungsaufsicht, compete prevenir as infrações contra o mercado e supervisionar as empresas de investimento e suas operações.

A lei atual proíbe os membros de retirar vantagens das informações obtidas para adquirir ou alienar valores mobiliários, em seu nome ou de um terceiro; também não deverá disponibilizar essas informações a terceiros sem a devida autorização prévia; também são proibidas as recomendações de aquisição ou alienação a terceiros com base nas informações obtidas. Um insider secundário que detenha informação privilegiada também está proibido de a utilizar transacionando títulos, em seu nome ou de terceiros.

## 7. Suíça

A SIX Swiss Exchange ou simplesmente SIX, é o mercado principal de valores mobiliários da Suíça.

Foi apenas em 1988 que foi aprovada a primeira lei contra a prática de insider trading. A entidade responsável pela regulamentação financeira da Suíça é a FINMA – Swiss Financial Markets Authority.

A lei suíça distingue os insiders primários e secundários. Os primários são qualquer pessoa que seja, por exemplo, um membro do conselho de administração, um fiscal, um funcionário público, ou até um auxiliar para qualquer das pessoas acima mencionadas. O insider secundário é um terceiro que recebe a informação, direta ou indiretamente, dos sujeitos supra indicados. A sanção para um insider primário será ou uma multa ou pena de prisão até 3 anos; para um insider secundário será ou multa ou até 1 ano de pena de prisão.

## 8. Itália

Em 1974 foi criada a Comissão Nazionale per le Società e la Borsa que tem como principal objectivo o controlo do mercado financeiro como forma de tutelar o interesse público. Detém poderes de investigação administrativa e de participação às autoridades

judiciárias, cabendo no entanto ao Ministro do Tesouro o poder sancionatório mediante proposta da entidade. Foi em 1989 publicado um diploma legal a punir o insider trading. No ordenamento jurídico italiano também é punido o aconselhamento para a realização de operações a terceiros, com base em informações privilegiadas. A sanção passa sua criminalização e pela responsabilidade civil dos agentes.

### **Casos de referência no âmbito do Insider Trading**

Aquando da referência dos Factos Históricos sobre o Insider Trading, foram enunciados alguns casos que ajudaram a construir a norma condenatória do crime. Assim, foram indicados o caso Strong V. Repide, o Texas Gulf Sulphur Company, Chiarella, United States V. O'Hagan e o caso Dirks.

Apesar de existirem muitos casos dignos de análise, iremos referir alguns. São vários os casos mediáticos. Tomemos como exemplo o caso de R. Foster Winans, jornalista do The Wall Street Journal que foi condenado a 18 meses de prisão, em 1985 por informar dois corretores sobre o conteúdo que pensava escrever na sua coluna.

O CEO James McDermott Jr, do Banco de Investimentos Keefe, Bruyette & Woods, foi condenado por insider trading em 2000 por informar a sua amante Kathryn Gannon sobre as fusões bancárias da indústria. Foi condenado a oito meses de prisão e uma multa de 25 mil dólares.

A conhecida Martha Stewart foi acusada por obstrução da justiça relativamente à venda de ações da ImClone. Foi condenada a dez meses de prisão, e uma multa no valor de 30 mil dólares.

A verdade é que apesar de todas as normas, tanto nacionais como europeias, continuam a existir casos de crime contra o mercado, nomeadamente o de abuso de informação privilegiada.

Em 24 de Maio de 2016, foi publicada<sup>137</sup> uma notícia de já decorrem cinco processos pelo crime de informação privilegiada, em 2016. Foram acusados oito investidores de abuso de informação privilegiada. Cinco processos são da Brisa (antes da OPA da Tagus). Os restantes três casos referem-se à compra de ações da EDP, onde três

---

<sup>137</sup> Disponível em [http://economico.sapo.pt/noticias/cmvm-com-cinco-processos-por-insider-trading-em-2016\\_250193.html](http://economico.sapo.pt/noticias/cmvm-com-cinco-processos-por-insider-trading-em-2016_250193.html)

funcionários do Banco Espírito Santo eram acusados de um crime de abuso de informação privilegiada, tendo sido absolvidos, dado que não ficou provado que os três elementos do departamento financeiro do BES detivessem informação privilegiada, tendo sido absolvidos das acusações.

### **Caso United States V. Falcone**

Muito conhecido é o caso United States V. Falcone, em que a revista Business Week que publicava semanalmente uma coluna onde eram discutidos aspetos relativos à bolsa e sobre os valores das ações das sociedades, e em que tudo era mantido em segredo até à publicação da revista. No entanto, das várias pessoas que participavam na elaboração da revista, acabaram por ser vendidas algumas informações antes de a revista ser publicada. Joseph Falcone ganhou perto de 5 milhões de dólares com a compra desta informação. O agente acabou por ser condenado como insider com base na misappropriation theory<sup>138</sup> – estava ciente e era conhecedor do dever de confidencialidade do conteúdo da revista antes da sua publicação. Alguma doutrina considerou que houve uma expansão desta teoria para além do razoável, pois a informação passou por outros intermediários antes de chegar a Joseph Falcone, e que o empregado que lhe passou a informação não a obteve diretamente da revista e que isso levava a que não houvesse um dever para com a revista, consequentemente não havendo insider trading.

### **O caso mais conhecido no Direito Brasileiro**

Sérgio Schimdt Neves era Diretor do Conselho de Administração do Servix Engenharia, SA. Tudo apontava para que fosse esta empresa a escolhida para realizar um contrato que faria subir, e muito, as cotações das ações. No entanto, tal não veio a suceder, e os administradores tiveram conhecimento de que não conseguiriam o contrato conforme o esperado. Antes da notícia se tornar pública, o gerente, o procurador e o membro do conselho fiscal venderam as suas ações. A entidade reguladora manifestou-se, afirmando que estávamos perante um caso de insider trading. A defesa alegou que o referido conhecimento tratava-se apenas de um boato. No entanto houve quem se pronunciasse no sentido de que os referidos agentes (gerente, procurador e membro do

---

<sup>138</sup> Conforme Ana Micaela Pedrosa Augusto, o enunciado da misappropriation theory considera que o uso de informação privilegiada constitui uma apropriação ilegítima de informação em relação ao seu proprietário original, pelo que se consegue através dela a reprovação de condutas de sujeitos não ligados à sociedade por deveres fiduciários especiais.

concelho fiscal) tinham conhecimento, e que este teria sido transmitido por alguém de confiança. No entanto, a ação acabou por ser julgada improcedente. Assim, no comentário ao acórdão, foi abordado a questão das operações vedadas. Ricardo de Carvalho Aprigliano<sup>139</sup> indicou que a legislação brasileira seguiu o modelo internacional e alargou o conceito de operação passível de enquadramento na figura proibida do insider trading. O autor também defendeu, que apesar de na lei vir expressamente indicado de cabe ao administrador o dever de sigilo, a utilização de informações privilegiadas para proveito próprio, antes do conhecimento do mercado em geral, é vedado a qualquer pessoa independentemente da sua posição profissional. No entanto, foi só a partir de 1984 que a proibição da prática de Insider Trading se estendeu também a terceiros.

---

<sup>139</sup> Acórdão do Tribunal de Justiça de São Paulo na Apelação Cível, nº 12 145-1

### III PARTE: Prevenção, Sanção e Regulação

#### **Medidas de Prevenção ao Abuso de Informação**

Em Agosto de 2008, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários adotou Novas Medidas de Prevenção e Combate ao Abuso de Mercado. Após a reforma 2006 que reforçou os mecanismos de prevenção do abuso de informação privilegiada, regulou a comunicação de transações de dirigentes de entidades emitentes e criou o dever de elaborar listas de pessoas com acesso à informação privilegiada (lista de insiders) no âmbito de entidades emitentes ou pessoas que atuem por sua conta. Assim, o artigo 248º-Bº do CVM estabelece que os dirigentes de um emitente de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado ou de sociedade que o domine, bem como as pessoas com aqueles estreitamente relacionadas, informam a CMVM, no prazo de cinco dias úteis, sobre todas as transações efetuadas por conta própria, de terceiros ou por estes por conta daqueles, relativas às ações daquele emitente ou dos instrumentos financeiros com estas relacionados. A violação do dever de comunicar transações de dirigentes e pessoas com eles relacionadas constitui contra-ordenação muito grave, nos termos do artigo 389º, nº 3, al. c) CVM. A lista de insiders vem prevista no artigo 248º, nºs 6 e 7 CVM prevendo um conjunto de deveres específicos associados a esta obrigação, nomeadamente esta lista deverá conter a identidade das pessoas, os motivos pelos quais constam da lista, a data da mesma e qualquer atualização relevante, sendo conservada em arquivo pelos emitentes pelo prazo de cinco anos desde a última atualização e imediatamente remetida à CMVM sempre que esta o solicitar. Esta lista tem um carácter preventivo do abuso de informação e tem igualmente valor para a investigação dos casos. A violação de dever de elaborar a lista de insiders constitui uma contraordenação muito grave, nos termos do artigo 394º, nº 1, al. i) CMV. Já o não cumprimento do dever de envio de uma lista de insiders à CMVM constitui uma contraordenação grave, nos termos do artigo 389, nº 3, al. c) CVM.

Nas medidas supra indicadas, também se enunciam algumas regras de conduta que as sociedades emitentes deverão adotar, como por exemplo: em caso de dúvida, divulgar; divulgar boas e más notícias o mais depressa possível; os comunicados divulgados devem ter um título que reflita, de modo claro e conciso, o seu conteúdo; a informação deve ser completa mas cingir-se aos elementos relevantes, não devendo ser acompanhada de dados ou aspetos menores que lhe retirem a necessária clareza ou

concisão; a informação divulgada deve basear-se em dados objetivos; o conteúdo dos comunicados deve ser claro e facilmente apreensível por parte dos destinatários (uma informação completa mas suscetível de criar dúvidas sobre o real alcance do facto comunicado pode potenciar situações de especulação sobre a própria informação divulgada) a informação divulgada deve permitir aos investidores tirar as suas próprias conclusões; as previsões ou expectativas apresentadas devem ser sempre acompanhadas de informação clara e completa; divulgar todos os desvios das expectativas previamente divulgadas ou alteração nos objetivos; usar termos reconhecidos e comumente utilizados pelos investidores; clarificar e/ou explicar os termos, indicadores e outros conceitos utilizados; ponderar a hipótese de divulgar imediatamente um comunicado quando a sua passividade perante um rumor que lhe diga diretamente respeito permitir a persistência de equívocos no mercado; divulgar imediatamente um comunicado quando um representante do emitente (membro de órgão social ou outro) seja erroneamente citado na imprensa relativamente a informação privilegiada; quando a informação pressuponha maiores ou posteriores averiguações e/ou aprofundamentos, a informação disponível deve ser divulgada imediatamente e os detalhes posteriores devem ser divulgados à medida que venham a ser apurados; divulgar toda e qualquer informação privilegiada antes de ser apresentada em entrevista ou conferência; divulgar imediatamente um comunicado quando seja divulgada informação privilegiada durante uma entrevista ou apresentação, ainda que tal ocorra de forma não intencional; divulgar os comunicados de informação privilegiada, preferencialmente, antes do início da sessão de bolsa ou após o fecho, mantendo segredo até à disseminação pública (não esquecendo, porém, a obrigação de divulgação em tempo útil); tratar todos os investidores de forma equitativa: os investidores não qualificados são tão importantes como os analistas ou os investidores qualificados.

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 aprovada, designadamente informação privilegiada nos termos do artigo 248.º, participações qualificadas, documentos de prestação de contas e prospetos.

Tal como já foi referido, o crime de abuso de informação poderá ser comunicado à CMVM pelos intermediários financeiros e pelas sociedades gestoras de mercado e de sistemas que exercem atividades em Portugal. Estes deveres de comunicar as operações

suspeitas são deveres profissionais, nos termos do disposto nos artigos 379º, nº 3, 398º, al. d) e 400º CVM. No entanto, não só estas entidades que poderão denunciar o crime à CMVM, poderá qualquer agente, a título individual, comunicar o crime preenchendo o formulário indicado no site da CMVM que se destina ao público em geral.

### **Consequências legais**

As consequências para o crime de abuso de informação privilegiada vêm previstas no artigo 378º, nºs 1, 2 e 7 CVM. Assim, poderá ser punido com pena de prisão ou com pena de multa (nos termos do disposto no artigo 47º do Código Penal). Nos termos do disposto no artigo 380º CVM poderão ser aplicáveis penas acessórias, como a interdição, por prazo não superior a cinco anos, do exercício pelo agente de profissão ou atividade que com o crime se relaciona, incluindo a inibição do exercício de funções de administração, direção, chefia ou fiscalização e, em geral, de representação de quaisquer intermediários financeiros, no âmbito de alguma ou de todas as atividades de intermediação em valores mobiliários ou em outros instrumentos financeiros, bem como a publicação da sentença condenatória. As vantagens económicas obtidas com o crime serão apreendidas nos termos do disposto no artigos 380º-A CVM e 111º Código Penal.

Após a averiguação preliminar, o Conselho Diretivo da CMVM remete os elementos relevantes à autoridade judiciária competente. Assim que a decisão for proferida será o Conselho Diretivo notificado. A CMVM divulga<sup>140</sup> no seu site as sentenças e os acórdãos proferidos em processos que tenham como objeto crimes contra o mercado. São divididos entre contraordenações graves e muito graves e decisões judiciais relativamente a crimes contra o mercado. Na publicação vem o nome do Agente, o tipo de ilícito, a decisão da CMVM e a sanção aplicada pela CVMV (onde vem discriminado o valor das coimas), a impugnação judicial, a decisão dos tribunais e o recurso.

Cabe assim à CMVM desenvolver as averiguações preliminares dos processos, que sustentará, do ponto de vista probatório, a futura instrução levada a cabo pelo Ministério Público.

---

<sup>140</sup> Para Fernando Teixeira dos Santos - in Texto “Direito Económico e Mercados Financeiros” - a não publicação das decisões da CMVM induz no mercado a ideia errada de que os comportamentos erróneos dos agentes não são censurados, levando assim a que haja uma diminuição da confiança no mercado. Aponta também que o segundo objetivo é o de garantir que a infração não compensa, e impõem que as sanções aplicadas sejam acompanhadas da decisão da perda das vantagens.

Deverá ser referido também as dificuldades de prova dos crimes contra o mercado, nomeadamente no crime de abuso de informação privilegiada. Cláudia Verdial Pina<sup>141</sup> defende com toda a propriedade que muitas vezes a prova deste tipo de crime exige um raciocínio dedutivo, ou seja, passa pela prova indireta feita a partir de meio de prova direta quer documental quer testemunhal (bem como das declarações dos arguidos). Sendo de especial importância documentar intensivamente a atuação lesiva sobre o mercado<sup>142</sup>.

Na apreciação de informação que contenha factos relevantes, ou seja capazes de influenciar o mercado, podemos nos deparar com informação caracterizada como falsa, incompleta, exagerada ou tendenciosa. Porém, será necessário verificar se essas evidências são juridicamente relevantes. A título de exemplo, perante falsificação de documentos importa verificar se houve intensão de causar prejuízo ou benefício ilegítimo para outrem, designadamente uma vantagem patrimonial.

Assim, a apreciação de informação económico-financeira debate-se muitas vezes com especiais dificuldades relativamente à recolha da prova, exigindo-se uma abordagem crítica e objetiva dos factos que possam indiciar práticas suscetíveis de violar as normas de conduta legais e regulamentares. Dificuldades, essas, que muito se devem à necessidade de ficar demonstrado que em determinado caso houve uma efetiva lesão do mercado de valores mobiliários, identificando o nexo de causalidade.

As provas recolhidas para caracterizar o uso de informação privilegiada têm que ser suficientes pois, como se sabe, a má fé na utilização de informação considerada privilegiada, não se presumindo, tem que ser provada.

No disposto no artigo 422º CVM, após decurso do prazo de impugnação judicial, a decisão da CMVM que condene o agente pela prática de uma ou mais contraordenações muito graves é divulgada através do sistema de difusão de informação. Esta divulgação ocorre mesmo que tenha sido requerida impugnação judicial. Joana Macedo<sup>143</sup> entende que o disposto no artigo supra referenciado tem natureza sancionatória, na medida em que consolida uma sanção acessória e não um mero efeito legal, tratando-se de uma penalização aplicada no decorrer de uma formulação de um juízo de censurabilidade

---

<sup>141</sup> In Crime de Manipulação de Mercado: Elementos Típicos e Recolha de Prova, Julgar, nº 17, Coimbra Editora, 2012

<sup>142</sup> Referimo-nos às circulares, Prospectos, literatura promocional, todos os registos relativos ao período relevante.

<sup>143</sup> In A Divulgação das decisões da CMVM em matéria de contra-ordenações nos Mercados Financeiros, orient. Paulo Sousa Mendes, Tese de Mestrado, Ciências Jurídico-Forenses, Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa, 2013

acrescida que se aplica em conjunto com outra penalização. Sendo uma norma sancionatória, deverá seguir os princípios gerais do direito sancionatório. No entanto, num processo que correu no Juízo de Pequena Instância Criminal de Lisboa<sup>144</sup>, uma Sociedade impugnou uma decisão da CMVM alegando o princípio da presunção de inocência ao ameaçar com divulgação da decisão de condenação no sistema de difusão de informação. O recurso foi admitido, e a CMVM também recorreu para o Tribunal da Relação que revogou a decisão recorrida. O Tribunal considerou que a razão de ser do artigo 422º CVM encontra-se na salvaguarda do interesse do mercado e dos agentes, não havendo qualquer carácter sancionatório. Não vemos razão para considerar que o disposto no artigo 422º CVM seja uma forma de sanção acessória, sendo apenas um mecanismo para salvaguardar a transparência do mercado, de forma a gerar uma maior confiança nos seus investidores. Não nos poderemos esquecer também que uma das obrigações da CMVM é a de promover o regular funcionamento dos mercados, nomeadamente mantendo-os informados, de forma a gerar uma maior confiança nos mesmos; em simultâneo deverão ser protegidos os investidores e os seus interesses.

### **Regulação dos Mercados**

Ao longo da década de 80 o sistema financeiro português viveu uma transformação estrutural profunda e progressiva. Pode mesmo falar-se numa revolução no que respeita ao enquadramento regulamentar e institucional, bem como do regime de concorrência.

A dinâmica de crescimento económico ocorrida nesses anos propiciou um contexto favorável à expansão e ao reforço da solidez das instituições de crédito públicas e privadas, tal como ao desenvolvimento das operações de intermediação financeira.

Através do Decreto-Lei n.º 298/92, assiste-se à reforma da regulamentação geral do sistema financeiro em Portugal.

As empresas financeiras passam a ser repartidas entre instituições de crédito e sociedades financeiras, procedendo-se a uma nova arrumação das espécies existentes destas entidades.

Na delimitação do objeto ou âmbito de atividade dos bancos, foi tendencialmente acolhido o paradigma da banca universal, havendo que ressaltar, designadamente, a

---

<sup>144</sup> Sentença de 27 de Fevereiro de 2009, da 2ª Secção do 1º Juízo de Pequena Instância Criminal de Lisboa, processo nº 4907/06.3TFLSB

realização de operações de bolsa, regulada no Código do Mercado de Valores Mobiliários.

Neste regime passaram a ser previstas e reguladas várias situações relativas ao acesso à atividade das instituições de crédito, nomeadamente a atribuição ao Banco de Portugal da competência para autorizar a constituição de instituições de crédito nos casos em que a decisão de autorização se deva pautar por critérios de natureza técnico-prudencial, com exclusão de quaisquer critérios de conveniência económica.

Neste diploma prevê-se igualmente um conjunto de regras de conduta que devem guiar a atuação das instituições de crédito, dos seus administradores e dos seus empregados nas relações com os clientes, incluindo as relacionadas com o segredo profissional, defesa da concorrência e publicidade, fazendo-se a apologia de princípios de ética profissional e de regras que protejam cada vez mais o consumidor de serviços financeiros.

A título de exemplo, a orientação constante do Código do Mercado de Valores Mobiliários (destinada às atividades de intermediação de valores mobiliários), passa a ser alargada às restantes atividades desenvolvidas pelas instituições de crédito e demais empresas financeiras.

Não obstante serem conferidos ao Banco de Portugal significativos poderes de regulamentação técnica neste âmbito, passam a ser previstas diversas normas de natureza prudencial, com destaque para as relativas ao controlo da idoneidade dos detentores de participações qualificadas nas instituições de crédito e para as que procuram assegurar a idoneidade, experiência, independência e disponibilidade dos membros do órgão de administração das mesmas instituições.

A supervisão das instituições de crédito e das sociedades financeiras é confiada ao Banco de Portugal, à exceção da competência fiscalizadora e supervisora da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários na área das atividades de intermediação de valores mobiliários.

O sistema financeiro é um dos pilares do desenvolvimento económico das sociedades. Fernando Teixeira dos Santos<sup>145</sup> distingue dois tipos de sistemas financeiros – os que são assentes no sistema bancário (casos da Alemanha, Japão e França) e os que são mais

---

<sup>145</sup> In Texto “O Sistema Financeiro e a Globalização, A Regulação do Sistema Financeiro”

dependentes dos mercados de capitais (casos como os EUA e o Reino Unido). A verdade é que com a crescente integração dos mercados financeiros aumentou também a dificuldade em manter a regulamentação e a supervisão a um nível nacional. Tal como referimos a propósito do Funcionamento dos Mercados de Valores Mobiliários, a intervenção do Estado é justificada através de argumentos relacionados com a necessidade de corrigir imperfeições e falhas de mercado, sendo os seus objetivos a prevenção do risco sistémico, a proteção dos consumidores e incentivar a eficiência do sistema financeiro. O autor declara que estes objetivos poderão ser concretizados através de regulação prudencial e comportamental. A primeira está relacionada com preocupações de solvência e solidez financeira das instituições financeiras, assegurar que o sistema financeiro seja sólido, o que poderá ser acautelado através de medidas concretas, como a triagem dos agentes autorizados a participar nos mercados. A segunda, está associado às regras de conduta das Instituições Financeiras, aos deveres de informação que devem prestar aos consumidores aquando da comercialização dos seus produtos.

A supervisão tem como objetivo a garantia e estabilidade do sistema financeiro; já a regulação pretende prevenir o que possa afetar o sistema financeiro, ou seja, no fundo tenta prevenir o risco sistémico, o risco para o sistema económico, para o investidor e para as empresas. Rute Saraiva<sup>146</sup> define regulação como qualquer intervenção pública direta nas forças de mercado que procure corrigir as suas falhas independentemente dos meios e fins prosseguidos. Há assim um conjunto de normas de proteção, no entanto deverá haver também um controlo sobre a sua observância de forma a garantir a confiança no mercado. O Sistema financeiro português assenta num modelo de Supervisão Institucional, em que são separados os três sectores: Bancário (em que a Autoridade de Supervisão é o Banco de Portugal), Financeiro (neste a Autoridade de Supervisão é a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) e Segurador (sendo a Autoridade de Supervisão é a Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensão).

Na sua aceção mais genérica, o conceito de regulação remete-nos para o estabelecimento de modelos ou normas comportamentais dos agentes económicos.

---

<sup>146</sup> In Texto “Imunidade ou Responsabilidade? A Responsabilidade Civil do Supervisor do Sector Bancário”

Neste contexto, Guilherme d'Oliveira Martins e Nuno Cunha Rodrigues<sup>147</sup> recordam que o modelo de regulação do sistema financeiro assenta em três pilares: princípio da harmonização mínima, por forma a evitar-se a chamada concorrência regulatória; princípio do reconhecimento mútuo, que faz equivaler a supervisão de outros Estados à nacional; princípio do controlo pelo país de origem, do qual decorre que o regime aplicável é o do país da sede da instituição de crédito. Também a neutralidade comunitária relativamente ao modelo institucional de regulação tem sido pela doutrina identificado como estruturante, sem bem que esta tem vindo a diluir-se mais recentemente fruto da progressiva uniformização comunitária dos instrumentos de regulação do sistema financeiro.

A tendência para a uniformização decorre de uma progressiva integração da regulação do sistema financeiro – a qual, segundo estes autores, é manifesta, dada a criação da Autoridade Bancária Europeia, a Autoridade Europeia para os Seguros e Fundos de Pensões e a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários. Numa escala ainda mais ampla – a mundial – Guilherme d'Oliveira Martins e Nuno Cunha Rodrigues atentam no facto de que se têm verificado alguns impulsos no sentido da aceleração de processos de harmonização, designadamente os decorrentes da Declaração sobre Mercados Financeiros e a Economia Mundial, no contexto do G-20 (Cimeira de Washington, 2008), elegendo como temas essenciais: o reforço da transparência e a responsabilização; melhoria da qualidade da regulação (regimes, supervisão prudencial e gestão do risco), promoção da integridade dos mercados, cooperação internacional e reforma das instituições financeiras internacionais.

Conforme acentua o Banco de Portugal em relatório de informação de background sobre supervisão financeira, a organização e o funcionamento da supervisão bancária têm vindo a adaptar-se às necessidades e exigências decorrentes das novas condições do exercício da atividade financeira, visando reforçar a eficiência e a eficácia da função de supervisão.

Esta evolução tem procurado responder à integração crescente dos mercados financeiros, à necessidade de acompanhamento cada vez maior dos riscos sistémicos, à atenção particular que a proteção dos consumidores de serviços e produtos financeiros

---

<sup>147</sup> In Sobre o Financiamento das Entidades Reguladoras do Sistema Financeiro em Portugal, Estudos sobre a regulação e crises dos mercados financeiros, coord. Aurilivi Linares Martinez e A. Saddy, Rio de Janeiro Lumen Juris, 2011

reclama do Estado e à conveniência de serem adotadas pelos supervisores abordagens mais proactivas, intensivas e próximas das instituições supervisionadas.

No campo dos mercados de valores mobiliários, a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) foi criada em 2010 para salvaguardar a estabilidade dos mercados financeiros europeus e colmatar as deficiências na supervisão financeira europeia.

De acordo com o Regulamento (EU) n.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010, que instituiu, a ESMA tem por objetivo reforçar a coordenação entre as autoridades nacionais de regulamentação dos mercados financeiros e assegurar a aplicação coerente da legislação financeira da União Europeia (UE) nos países da UE.

Parece assim seguro afirmar que o movimento integrador dos mercados europeus de capitais tem prosseguido, avultando neste processo moroso as diretivas comunitárias (vejam-se designadamente as Diretivas 2010/78/UE, 2011/61/UE, 2013/50/UE e 2014/51/EU). (1)

(1)

Diretiva n.º 2010/78/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010, que altera as Diretivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE e 2009/65/CE no que diz respeito às competências da Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Bancária Europeia), da Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma) e da Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados).

Diretiva n.º 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos e que altera as Diretivas 2003/41/CE e 2009/65/CE e os Regulamentos (CE) n.º 1060/2009 e (UE) n.º 1095/2010.

Diretiva n.º 2013/50/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de outubro de 2013, que altera a Diretiva n.º 2004/109/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações

respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado,

Diretiva n.º 2014/51/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, que altera as Diretivas 2003/71/CE e 2009/138/CE e os Regulamentos (CE) n.º 1060/2009, (UE) n.º 1094/2010 e (UE) n.º 1095/2010 no que respeita às competências da Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma) e da Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados).

O artigo 101º da Constituição da República Portuguesa, prevê que o sistema financeiro é estruturado por lei, de modo a garantir a formação, a captação e a segurança das poupanças (nomeadamente através de mecanismos de incentivo às poupanças e garantindo a segurança no sistema), bem como a aplicação dos meios financeiros necessários ao desenvolvimento económico e social (aqui está em causa o sistema de crédito e o mercado de valores mobiliários). Eduardo Paz Ferreira<sup>148</sup> considera que a expressão é utilizada em dois sentidos: objetivo (como conjunto de normas) e subjetivo (como conjunto de instituições, empresas e organizações). O sistema financeiro compreende o conjunto de princípios e regras relativos à organização e funcionamento das instituições e dos mercados financeiros. Os princípios pelos quais se rege o sistema financeiro são: Transparência (nomeadamente a proteção dos consumidores e a prevenção de situações de assimetria informativa), Estabilidade (procura que o mercado funcione de forma equilibrada), Segurança (segurança nas transações e nos procedimentos), e Eficiência (a utilização dos recursos deverá gerar utilidade). Amândio Fernandes Silva<sup>149</sup> preconiza que o conceito de sistema financeiro engloba os mercados bancário, de valores mobiliários e o segurador. Dentro da atividade económica Carlos Costa Pina<sup>150</sup> distingue os sectores financeiros (produção, distribuição ou consumo de bens) e os sectores não financeiros (que abrange os aspetos relacionados com a organização, estrutura e funcionamento da produção, distribuição ou consumo de bens). O autor refere ainda que a noção de sistema financeiro não é pacífica na doutrina.

---

<sup>148</sup> In Direito da Economia, Reimpressão, AAFDL, Lisboa, 2004

<sup>149</sup> In A supervisão dos Mercados Financeiros Portugueses: Rumo a Um novo quadro institucional?, Relatório de Mestrado para o Seminário de Direito Financeiro apresentado na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Orient. Prof. Doutor António L. de Sousa Franco, 2003

<sup>150</sup> In Instituições e Mercados Financeiros, Coimbra, Almedina, 2005

Assim, há um entendimento mais restrito<sup>151</sup>, que afirma que o sistema consiste apenas no conjunto ordenado de entidades especializadas no tratamento do dinheiro; por outro lado<sup>152</sup>. O outro entendimento é o de que o sistema financeiro poderá entender-se num sentido objetivo (disciplina da atividade financeira) e subjetivo (relativamente às entidades que a exercem). No entanto, e como bem nota o autor, há entidades que não lidam diretamente com dinheiro (como nas atividades seguradoras e de intermediários financeiros em valores mobiliários), havendo necessidade de estender a noção para a vertente da produção e a dos bens transacionados e respetivas operações.

Nas palavras de Rute Saraiva<sup>153</sup> para que o mercado obedeça ao princípio da transparência deverá ser disponibilizado o acesso à informação a todos os intervenientes, devendo também penalizar-se práticas de informação privilegiada. Relativamente ao princípio da segurança, está aqui em causa não só a prevenção de irregularidades e de riscos, como também a estabilidade do setor financeiro e a regularidade das atividades financeiras de acordo com o Direito<sup>154</sup>. O Princípio da eficiência não se confunde com o conceito de eficácia, exigindo a ponderação dos custos.

Joana Macedo<sup>155</sup> assegura que o sistema financeiro engloba a obtenção de recursos e sua aplicação, afirmando também que estas atividades designam-se por atividades financeiras. No entender de Carlos Costa Pina<sup>156</sup> estas atividades são todas aquelas que através das quais se visa a captação e mobilização e mobilização de capitais, por forma a contribuir para o processo de financiamento e o regular funcionamento da economia.

A evolução dos mercados financeiros levou a que fossem criados novos produtos e que fossem cada vez mais os agentes que intervêm no seu funcionamento. Surge assim a necessidade de uma regulação estadual nos mercados financeiros, justificada também pela insuficiência de fontes legislativas adequadas a regular os mercados e os seus agentes. Neste sentido, o artigo 81º al. f) da CRP estabelece que incumbe ao Estado

---

<sup>151</sup> Nomeadamente do Professor Doutor António Menezes Cordeiro

<sup>152</sup> Professores Gomes Canotilho e Vital Moreira

<sup>153</sup> In Texto “Imunidade ou Responsabilidade? A responsabilidade Civil do Supervisor do Sector Bancário”

<sup>154</sup> Rute Saraiva entende que a segurança implica a previsão de normas prudenciais e de intervenção em situação de crise, sendo a alternativa a limitação da liberdade de mercado com custos em termos de eficiência.

<sup>155</sup> In “A Divulgação das Decisões da CMVM em matéria de contra-ordenações nos Mercados Financeiros”.

<sup>156</sup> In Instituições e Marcados Financeiros, Almedina, 2005

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. Uma das funções dos Estado é a defesa do património privado e público.

Neste contexto, não poderemos de deixar de mencionar o papel da Comissão de Mercados de Valores Mobiliários.

### **Comissão de Mercados de Valores Mobiliários**

A CMVM nasceu no direito português com o Código do Mercado de Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei nº 142-A/91, de 10 de Abril, no âmbito de duas realidades distintas. A primeira, que reconhece que os mercados devem funcionar com a maior autonomia possível; a segunda, que demonstra a insuficiência dos mecanismos de auto-regulação para assegurar o seu bom funcionamento<sup>157</sup>.

Podendo o Governo estabelecer políticas relativas ao mercado de instrumentos financeiros, tutelando a CMVM e coordenando a supervisão e a regulação relativas a instrumentos financeiros, quando a competência pertença a mais de uma entidade pública.

Tem como objetivo supervisionar (supervisão contínua, consagrada no artigo 362º do Código dos Valores Mobiliários) e regular (tem lugar mediante a aprovação de regulamentos, instruções, recomendações e pareceres) os mercados de valores mobiliários e instrumentos financeiros derivados e à atividade de todos os agentes que nele atuam, regendo-se pelas normas consagradas no Código dos Valores Mobiliários.

É uma pessoa coletiva de direito público dotada de autonomia administrativa e financeira e de património próprio; encontra-se sujeita sob a tutela do Ministro das Finanças. Os seus órgãos são: o Conselho de Administração, a Comissão de Fiscalização, o Conselho Consultivo, a Comissão de Deontologia e o Conselho Geral de Supervisão de Auditoria. Detém uma autonomia política e detém um conhecimento técnico que assegura a eficácia do mercado de valores mobiliários.

---

<sup>157</sup> Eduardo Paz Ferreira refere ainda que embora a criação da CMVM reflita uma intenção de desgovernamentalização do mercado de valores mobiliários, não constitui uma emanção espontânea desse mercado, representado sim, o resultado da vontade do poder do Estado, manifestado através de um ato legislativo, do qual resulta a sua legitimação e, simultaneamente, a definição dos seus poderes.

São atribuições da CMVM:

- a) a supervisão das formas organizadas de negociação de instrumentos financeiros, das ofertas públicas relativas a valores mobiliários, da compensação e da liquidação de operações àqueles respeitantes, dos sistemas centralizados de valores mobiliários e das entidades referidas no artigo 359.º;
- b) a regulação do mercado de instrumentos financeiros, das ofertas públicas relativas a valores mobiliários, das atividades exercidas pelas entidades sujeitas à sua supervisão e de outras matérias previstas no presente Código e em legislação complementar;
- c) a supervisão e a regulação dos deveres de conduta das 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 exercício e no âmbito das suas atribuições deve a CMVM cooperar com outras autoridades nacionais e estrangeiras que exerçam funções de supervisão e de regulação do sistema financeiro e com organizações internacionais de que seja membro.

A supervisão desenvolvida pela CMVM obedece aos princípios: da proteção dos investidores; da eficiência e regularidade de funcionamento dos mercados de instrumentos financeiros; do controlo da informação; da prevenção do risco sistémico; da prevenção e repressão das atuações contrárias a lei ou a regulamento; da independência perante quaisquer entidades sujeitas ou não à sua supervisão.

Estão sujeitas à supervisão da CMVM:

- a) 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;
- b) intermediários financeiros e consultores para investimento;
- c) emitentes de valores mobiliários;
- d) investidores qualificados referidos nas alíneas a) a f) do n.º 1 do artigo 30.º e titulares de participações qualificadas;

- e) fundos de garantia e sistemas de indemnização dos investidores e respectivas entidades gestoras;
- f) auditores registados na CMVM;
- g) sociedades de titularização de créditos;
- h) sociedades de capital de risco, sociedades de empreendedorismo social e sociedades de investimento alternativo especializado;
- i) 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 atividades;
- j) titulares de posições curtas relevantes sobre ações e dívida soberana e adquirentes de proteção em swaps de risco de incumprimento soberano;
- k) outras pessoas que exerçam, a título principal ou acessório, atividades 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.

As entidades sujeitas à supervisão da CMVM devem prestar-lhe toda a colaboração solicitada.

No âmbito das suas atribuições de supervisão, a CMVM pode adotar, além de outros previstos na lei, os seguintes procedimentos:

- a) acompanhar a atividade das entidades sujeitas à sua supervisão e o funcionamento dos mercados de instrumentos financeiros, dos sistemas de liquidação de instrumentos financeiros, de câmara de compensação, de contraparte central e dos sistemas centralizados de valores mobiliários;
- b) fiscalizar o cumprimento da lei e dos regulamentos;
- c) aprovar os atos e conceder as autorizações previstas na lei;
- d) efetuar os registos previstos na lei;
- e) instruir os processos e punir as infrações que sejam da sua competência;

- f) dar ordens e formular recomendações concretas;
- g) difundir informações;
- h) publicar estudos.
- i) avaliar e divulgar regularmente, após consulta aos interessados, as práticas de mercado que podem ou não ser aceites, reapreciando-as quando necessário, bem como as suas características, termos e condições de conformidade com os princípios consagrados no artigo 358.º e com o restante quadro legal e regulamentar aplicável, comunicando a respetiva decisão ao Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários.

No exercício da supervisão, a CMVM pode:

- a) exigir quaisquer elementos e informações e examinar livros, registos e documentos, não podendo as entidades supervisionadas invocar o segredo profissional;
- b) ouvir quaisquer pessoas, intimando-as para o efeito, quando necessário;
- c) determinar que as pessoas responsáveis pelos locais onde se proceda à instrução de qualquer processo ou a outras diligências coloquem à sua disposição as instalações de que os seus agentes careçam para a execução dessas tarefas, em condições adequadas de dignidade e eficiência;
- d) requerer a colaboração de outras pessoas ou entidades, incluindo autoridades policiais, quando tal se mostre necessário ou conveniente ao exercício das suas funções, designadamente em caso de resistência a esse exercício ou em razão da especialidade técnica das matérias em causa;
- e) substituir-se às 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 às contrapartes centrais quando estas não adotem as medidas necessárias à regularização de situações anómalas que ponham em causa o regular funcionamento do mercado, da atividade exercida ou os interesses dos investidores;
- f) substituir-se às entidades supervisionadas no cumprimento de deveres de informação;

g) divulgar publicamente o facto de um emitente não estar a observar os seus deveres.

A CMVM acompanha de modo contínuo a atividade das entidades sujeitas à sua supervisão, ainda que não exista qualquer suspeita de irregularidade.

Foi-lhe atribuída supervisão comportamental e prudencial. A primeira é relativa ao exercício da atividade de intermediação financeira; já a segunda, a supervisão prudencial, relativa às entidades gestoras de mercados e aos fundos de investimento, deverá ser orientada pelos seguintes princípios:

a) preservação da solvabilidade e da liquidez das instituições e prevenção de riscos próprios;

b) prevenção de riscos sistémicos;

c) controlo da idoneidade dos titulares dos órgãos de gestão, das pessoas que dirigem efetivamente a atividade e dos titulares de participações qualificadas, de acordo com os critérios definidos no artigo 30.º -D do Regime Geral das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras, com as devidas adaptações;

d) controlo dos demais requisitos relativos aos dos titulares de órgãos de gestão e às das pessoas que dirigem efetivamente a atividade, designadamente a qualificação profissional e a disponibilidade, que sejam exigidos de acordo com a respetiva legislação complementar.

No exercício de poderes de fiscalização, a CMVM:

a) efetua as inspeções que entenda necessárias às entidades sujeitas à sua supervisão;

b) realiza inquéritos para averiguação de infrações de qualquer natureza cometidas no âmbito do mercado de instrumentos financeiros ou que afetem o seu normal funcionamento;

c) executa as diligências necessárias ao cumprimento dos princípios referidos no artigo 358.º, nomeadamente perante as operações descritas no artigo 311.º.

A CMVM elabora regulamentos sobre as matérias integradas nas suas atribuições e competências. Estes regulamentos devem observar os princípios da legalidade, da necessidade, da clareza e da publicidade, conforme determina o artigo 369º CVM.

A CMVM também pode emitir recomendações genéricas dirigidas a uma ou mais categorias de entidades sujeitas à sua supervisão, podendo ainda formular e publicar pareceres genéricos sobre questões relevantes que lhe sejam colocadas por escrito por qualquer das entidades sujeitas à sua supervisão ou pelas respetivas associações. Estas recomendações são geralmente iniciativa da CMVM. São atos que pertencem ao domínio do que tem sido designado como soft law, não tendo natureza diretiva, não vinculando os seus destinatários.

Conforme vem sendo assinalado pela doutrina, designadamente Cláudia Verdial Pina<sup>158</sup>, os poderes da CMVM são mais alargados quando a matéria alvo de suspeita é suscetível de integrar os ilícitos criminais de manipulação do mercado e o abuso de informação privilegiada. Assim, muito embora a CMVM não seja formalmente um órgão de polícia criminal (cabendo à Polícia Judiciária a investigação dos crimes contra o mercado), a mesma possui poderes de investigação semelhantes no âmbito da investigação relativa a processos de contraordenação e a averiguações preliminares. Não obstante os poderes da CMVM nesta matéria serem mais vastos, não podemos perder de vista que esses poderes estão sempre sujeitos às regras que decorrem da conjugação do Código dos Valores Mobiliários com o Código de Processo Penal. Como corolário do acabado referido e como bem refere Cláudia Verdial Pina<sup>159</sup>, uma interpretação correta do artigo 385º do CVM à luz do disposto no artigo 34º, nºs 1 e 2 da CRP, leva-nos a concluir que se encontram excluídas das averiguações preliminares, mesmo que tendo sido suscitada a intervenção do Juiz de instrução, as buscas domiciliárias e a intromissão no sigilo da correspondência física ou informática, já que estes meios de obtenção de prova não estão expressamente previstos no referido artigo 385º do CVM. Como tal, o papel da CMVM queda-se pela recolha dos indícios suficientes para imputar o ilícito a um determinado suspeito e a afastar a hipótese de que esse ilícito não é uma mera contraordenação.

---

<sup>158</sup> In obra supra citada

<sup>159</sup> In obra supra citada

## Conclusão

Tendo em conta a evolução dos mercados e dos instrumentos financeiros, foi criada uma rede de regulação de forma a proteger os seus intervenientes. Não podemos esquecer o papel importante, não só da entidade reguladora – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, como também de todas as entidades gestoras dos mercados, que definem as regras relativas ao bom funcionamento dos mesmos.

A questão que se coloca, tendo em conta a natureza e complexidade do crime de abuso de informação e das consequências que este acarreta para o mercado – nomeadamente, falta de confiança que levará à perda de investidores – é a de saber se haverá ou não uma estratégia de forma a prevenir o crime. Deverá haver mais poderes? Ou apenas uma aplicação mais eficaz dos poderes já existentes? Será que uma maior regulação levará à diminuição do crime de abuso de informação?

É falível afirmar perentoriamente que uma maior regulação nos mercados possa originar um mercado mais justo, sem crimes. Reforçando os poderes da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários, já de si significativos, ou punindo de forma mais vigorosa o insider trading, não significa necessariamente que o crime desapareça. Não nos podemos esquecer que há sempre quem esteja disposto a correr o risco para obter um lucro maior. Dada a complexidade dos mercados, e dos seus produtos financeiros, serão provavelmente criadas alternativas e novas estratégias para contornar a letra da lei. Poderão até reinventar o insider trading, ao utilizar subterfúgios, como a utilização de investigação e análise técnica para obter informações privilegiadas, em que as mesmas não sejam consideradas práticas ilícitas de acordo com o disposto na lei.

Será também relevante a visão que as autoridades estaduais e comunitárias tenham, uma vez que daí advirá, ou não, a aprovação de uma maior regulação, mais concertada. Quanto às atribuições e competências, parece-nos que serão suficientes para prevenir este tipo de crime, conquanto se saiba que a mais recente evolução da regulação e a sua implementação têm sido fortemente induzidas pelo direito da União Europeia, num esforço paulatino de harmonização e transposição para os ordenamentos jurídicos dos Estados-Membros de princípios e regras transversais aos mercados financeiros contemporâneos e se trata de um processo de incremento contínuo, que inclui o tratamento de informação relevante e as regras de conduta por parte dos operadores. A convicção é a de que, conforme vem sendo afirmado pela Presidência da Comissão do

Mercado de Valores Mobiliários, o importante não será legislar mais por legislar, mas sim legislar só no que for preciso.

No entanto, quanto à forma de atuar já se nos afigura coerente propor, num âmbito geral, uma intensificação da cooperação entre as autoridades administrativas e judiciais, nacionais e internacionais, e, num âmbito mais específico, entre as entidades de supervisão, nacionais e europeias, mormente ao nível prudencial (preventivo) e comportamental (conduta).

Com efeito, e no que se refere ao âmbito geral de atuação, uma regulação mais otimizada da atividade nos mercados financeiros não se queda atualmente por necessidades de mera fiscalização estadual do comportamento dos agentes económicos; passa pela exigência de maior transparência, maior proteção dos investidores e passa igualmente pela fiscalização que é exercida pela Comissão Europeia sobre os Estados no que respeita à aplicação concreta da legislação (de origem comunitária) pertinente ao bom funcionamento dos mercados.

No tocante ao âmbito específico a que acima aludimos, estamos em crer que a complexidade dos ilícitos relacionados com os mercados financeiros, designadamente o abuso de informação privilegiada, só poderá ser combatido de um modo mais eficaz se as entidades com competências de supervisão redobram esforços no sentido da articulação institucional, conducente a uma supervisão mais intrusiva e tecnicamente mais apurada, por forma a acautelar quer a idoneidade dos operadores, quer os deveres de informação dignos de elevados padrões de conduta. Numa era em que o projeto de uma União do Mercado de Capitais subsiste como um desígnio e que este assenta em grande parte na transparência, na confiança e na proteção dos investidores, a supervisão mais sofisticada pode ser crucial para mitigar os efeitos nefastos de crimes contra os mercados como o insider trading.

## Bibliografia

- ACOBA, Micah A., Insider Trading Jurisprudence After United States V. O'Hagan: A restatement (Second) of Torts 551 (2) Perspective, Cornell Law Review, Volume 84, Article 7, Issue 5 July 1999
- ALMEIDA, António Pereira de, Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros, e Mercados, 7ª Edição Reformulada e Act., Coimbra: Coimbra Editora, 2013
- ANTUNES, José A. Engrácia, Texto “Os Derivados”
- AUGUSTO, Ana Micaela Pedrosa, Insider Trading: Perspectiva sobre o Enquadramento societário no ordenamento jurídico português, Relatório de Mestrado para a Cadeira de Direito Comercial II apresentado na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Orientador(es): Prof. Doutor António Menezes Cordeiro e Prof. Doutor Manuel Carneiro da Frada, Lisboa, 2004
- AUGUSTO, Ana Micaela Pedrosa, Do abuso de Informação Privilegiada: em especial da protecção das suas vítimas, Tese de Mestrado em Ciências Jurídico-Empresarias apresentada à Universidade de Lisboa através da Faculdade de Direito, Orientador: Prof. Doutor António Menezes Cordeiro, 2008
- ARAÚJO, Fernando, Introdução à Economia, 3ª Edição, Almedina, 2005
- BAINBRIDGE, Stephen M., Insider Trading, Criminal Lawyer, Publication Review, 2012
- BAINBRIDGE, Stephen M., Research Handbook on Insider Trading, Journal of International Banking Law and Regulation, 2014
- BASTOS, Miguel Brito, Scalping: abuso de informação privilegiada ou manipulação de mercado? Revista de Concorrência e Regulação, Coimbra, A. 3, nº 9 (Jan-Mar. 2012)
- CALDAS, Luís Miguel Simão da Silva, Direito à informação no âmbito do direito do consumo: o caso específico das cláusulas contratuais gerais, Julgar, Associação Sindical dos Juizes Portugueses, Coimbra, 2013, nº 21 (Set-Dez 2013)
- CÂMARA, Paulo, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 2ª Edição, Coimbra: Almedina, 2011

- CASTRO, Carlos Osório, A informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários, Direito dos Valores Mobiliários, Lisboa, Lex, 1997
- CASTELA, Manuel Jorge Cardoso, As Sociedades Abertas e os Mercados Financeiros: Enquadramento Jurídico e Normativo das Ralações com investidores (o papel do investor relations), Porto: Vida Económica, 2000
- CATARINO, Luís Guilherme, Informação: Utopia, Realidades e Intervenção Pública, Volume X, Direito dos Valores Mobiliários, Coimbra: Coimbra Editora, 2011
- CATARINO, Luís Guilherme, A nova regulação Europeia dos Mercados Financeiros: A Hoft Law nos Balancing Powers da União, Volume IV, Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor José Joaquim Gomes Canotilho, Org. Fernando Alves Correia, Jónatas E. M. Machado, João Carlos Loureiro, Coimbra: Coimbra Editora, 2012
- CARVALHO, Francisco Proença de, LOUREIRO, Filipa, O crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading), em especial a Questão dos Administradores como Insiders Primários, quando actuam em representação da sociedade, Actualidade Jurídica 2010
- CHUVAKHIN, Nikolai, Efficient Market Hypothesis and Behavirol Finance – Is a Compromise in Sight?
- CONDESSO, Fernando, Democracia e Transparência: Análise do Regime Unionista Europeu de Acesso à Informação possuída pelas entidades europeias, Liber amicorum em homenagem ao Prof. Doutor João Mota de Campos, coordenador António Pinto Pereira, Coimbra: Coimbra Editora, 2013
- CORDEIRO, António Menezes, Direito das Sociedades I Parte Geral, 3ª Edição, Almedina, 2011
- CORDEIRO, António Menezes, Manual de Direito Bancário, 4ª Edição, Almedina 2010
- CRATO, Nuno, Passeio Aleatório pela Ciência do Dia a Dia, Gradiva, 2007
- DORN, Nicholas, The metamorphosis of Insider Trading in the face of regulatory enforcement, Journal of Financial Regulation and Compliance, 2011

- Entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por emitentes, conceitos, linhas de orientação, exemplos e condutas a adoptar, CMVM 2008
- FAMA, Eugene F., Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical Work, The Journal of Finance, Vol. 25, nº 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eight annual Meeting of the American Association New York, December, 1969, published by Blackwell Publishing for the American Finance Association
- FAMA, Eugene F., Random Walks in Stock-Market Prices, Graduate School of Business University of Chicago, Selected Papers, nº 16
- FERREIRA, Eduardo Paz, Direito da Economia, Reimpressão, AAFDL, Lisboa, 2004
- FERREIRA, Hugo Rosa, Algumas questões de teoria do direito na regulação dos mercados financeiros, Relatório de Estágio de Mestrado, Direito Jurídico-Bancário (Teoria Geral do Direito Público e Privado), Orientador: Pedro Barbas Homem, Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa, Lisboa, 2009
- FERREIRA, Renata Rodrigues Abreu, Insider Trading: A Repressão Penal do Uso de Informação Privilegiada no Mercado de Valores Mobiliários, Dissertação de Mestrado na Área de Especialização em Ciências Jurídico-Criminais, apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, sob a orientação do Prof. Doutor José Francisco de Faria Costa, Setembro, 2014
- FRANCO, Raquel, Crónica de uma crise anunciada: contributo para uma análise do papel dos factores psicológicos nos mercados financeiros, Relatório de estágio de mestrado, Ciências Jurídico-Económicas (Economia Política) Orientador: Fernando Araújo, Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa, Lisboa 2009
- FRANCO, Raquel, A relevância da informação nos mercados financeiros e o papel das agências de notação de risco de crédito, Orient: Paula Vaz Freire e Luís Morais, Relatório de estágio de mestrado, Ciências Jurídico-Económicas (Direito Internacional Económico), Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2009
- GIDDENS, Anthony, Sociologia, Fundação Calouste Gulbenkian, Serviço de Educação e Bolsas, 6ª Edição, 2008
- Guia do Investidor, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
- GONÇALVES, Maria Eduarda, Informação e Direito na Era Digital: um novo paradigma jurídico? Organizado por Ricardo Perlingeiro, Fernanda Ribeiro, Luísa Neto, Direito e Informação que responsabilidade(s)? Editora da UFF, Niterói, RJ-2013

- HANSEN, Laura L., “Gossip boys: Insider Trading and Regulatory Ambiguity”, *Journal of Financial Crime*, 2014
- JÚNIOR, Antonio Rulli, NETO, António Rulli, *Direito ao Esquecimento e o Superinformacionismo: Apontamentos no Direito Brasileiro Dentro do Contexto de Sociedade de Informação*, 2012
- LANGEVOORT, Donald C., *Insider Trading and the Fiduciary Principle: A Post-Chiarella Restatement*, *California Law Review*, Volume 70, Issue 1, Article 1, January 1982
- LOBÃO, Júlio, *Finanças Comportamentais, Conjuntura Actual* Editora, SA, 2012
- MACEDO, Joana Rita Lopes, *A divulgação das decisões da CMVM de contra-ordenações nos mercados financeiros*, orient. Paulo Sousa Mendes, Tese de Mestrado, Ciências Jurídico-Forenses, Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa, 2013
- MARKHAM, Jerry W., “Front-Running” – *Insider Trading Under the Commodite Exchange Act*, *Catholic University Law Review*, Volume 38, Issue 1 Fall 1988, Article 4
- MARTINS, Manuel Sá, *Responsabilidade Civil das Agências de Notação de Risco por Informações Prestadas aos Investidores*, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Número 47, Abril de 2014, CMVM
- MARTINS, Guilherme de Oliveira Martins, RODRIGUES, Nuno Cunha, *Sobre o Financiamento das Entidades Reguladoras do Sistema Financeiro em Portugal*, *Estudos sobre a Regulação e crises dos mercados financeiros*, Coord. Aurilivi Linares Martinez e A. Saddy, Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011
- MATTA, Paulo Jorge Saragoça da, *O abuso de informação privilegiada: mais um crime de colarinho branco*, *Relatório de Mestrado em Ciências Jurídico-Criminais*, 1995
- *Novas Medidas de Prevenção e Combate ao Abuso de Mercado*, *Documentos Aprovados Após Consulta Pública*, CMVM, Agosto de 2008
- OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Corporate Finance*, 2ª Edição, Coimbra: Almedina, 2015
- PARENTE, Norma Jonssen, *Aspectivos Jurídicos do “Insider Trading”*, Junho de 1978

- PEREIRA, Carla Dias, Internacionalização Sistemática – Subsídios para o Estudo de uma Nova Forma Organizada de Negociação
- PINA, Carlos Manuel Costa, Instituições e Mercados Financeiros, Coimbra: Almedina, 2005
- PINA, Cláudia Verdial, Crime de Manipulação de Mercado: Elementos Típicos e Recolha da Prova, Julgar, nº 17, Coimbra Editora, 2012
- PINTO, Rita Oliveira, in Mercado de Capitais, Texto “Principais Novidades Regulatórias em matéria de Transparência e Abuso do Mercado”, Campos Ferreira Sá Carneiro e Associados, Destaque, 2014
- PRADO, Viviane Muller, VILELA, Renato, Radiografia de Insider Trading na CVM (2002-2014), Núcleo de Estudos em Mercados de Investimentos – FGV Direito SP (Fevereiro de 2015)
- REIS, Américo David Soares dos, A importância da Informação no Mercado de Capitais para os Alunos do Ensino Superior, Dissertação de Mestrado em Finanças, Trabalho Realizado sob a orientação do Professor Doutor Vasco Jorge Salazar soares, Universidade Portucalense Infante D. Henrique, Departamento de Ciências Económicas e Empresariais, Porto, Janeiro, 2012
- SANTOS, André Teixeira dos, COSTA, José de Faria, RAMOS, Maria Elisabete, O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading): a informação enquanto problema jurídico-penal, Coimbra: Coimbra Editora, 2006
- SANTOS, António Carlos dos, GONÇALVES, Maria Eduarda, MARQUES, Maria Manuel Leitão Marques, Direito Económico, 7ª Edição, Coimbra: Almedina, 2014
- SANTOS, Fernando Teixeira dos, Texto “A evolução do Mercado de Capitais Português”
- SANTOS, Fernando Teixeira dos, Texto “O Sistema Financeiro e a Globalização, A regulação do Sistema Financeiro”
- SANTOS, Fernando Teixeira dos Santos, Texto “Direito Económico e Mercados Financeiro, Estrutura, Funcionamento e Tendências de Desenvolvimento dos Mercados de Valores Mobiliários”
- SANTOS, Fernando Teixeira dos Santos, Texto “A Regulação do Sistema Financeiro”

- SANTOS, Pedro Barrambana, O direito do acionista à informação nas sociedades em relação de domínio total: a posição dos sócios da Sociedade-Mãe, Revista de Direito das Sociedades, Almedina, 2014
- SARAIVA, Rute, Texto “Imunidade ou Responsabilidade? A Responsabilidade Civil do Supervisor do Sector Bancário”
- SARAIVA, Rute, Direito dos Mercados Financeiros, AAFDL, 2013
- SHILLER, Robert J., Human Behavior and the Efficiency of the Financial System, Cowlwa Foundation for Research in Economics at Yale University, Discussion Paper nº 1172, 1998
- SHILLER, Robert J., From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance, Cowles Foundation For Research in Economics Yale University, 2002
- SHILLER, Robert J., Human Judgment, and Expert Opinion, Cowles Foundations Discussion Paper nº 1303, 2001
- SILVA, Amândio Fernandes, A supervisão dos mercados financeiros portugueses: rumo a um novo quadro institucional? Relatório de Mestrado para o Seminário de Direito Financeiro apresentado na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Orientador: Prof. Doutor António L. de Sousa Franco, 2003
- SIMÕES, Filipe José Trigo, O Risco Sistémico na Indústria Financeira, Análise dos Potenciais Impactos na Estabilidade Exigida, Curso de Pós-Graduação em Direito Bancário, da Bolsa e dos Seguros, Universidade de Coimbra, Faculdade de Direito, 2011
- THOMPSON, James H., A Global Comparison of Insider Trading Regulations, International Journal of Accounting and Financial Reporting, Vol. 3, nº1, 2013
- TRABUCO, Cláudia, As ligações em rede são atos de comunicação ao público? Acórdão do Tribunal de Justiça (quarta secção) de 13.2.2014, proc. C-466/12, Cadernos de direito privado, Braga, 2003, nº47 (Jul-Set. 2014)
- VEIGA, Alexandre Brandão da, Crime de Manipulação, defesa e criação de Mercado, Coimbra: Almedina, 2001
- VERDELHO, Pedro, Infracções no Mercado Financeiro: crimes de abuso de informação Privilegiada e de Manipulação de Mercado, Direito Sancionatório das

Autoridades Reguladoras, coord. Maria Fernanda Palma, Augusto Silva Dias, Paulo de Sousa Mendes, Coimbra: Coimbra Editora, 2009

- VICENTE, Dário Moura, A informação como objeto de direitos, Revista de direito intelectual, Coimbra, nº 1 (2014)

- VITORINO, António, O que a crise esconde, Relações Internacionais nº 33 (Mar. 2012), Lisboa, p- 5-14

- WANDERLEY, George Luiz Vidal, Direito à informação nos grupos de sociedades, Revista de Direito das Sociedades, Almedina, 2012

- ZEMAN, Jiri, O significado filosófico de Informação