

**Escola de Ciências Sociais e Humanas**

Departamento de Economia Política

Os deveres de informação ao mercado, o *insider trading* e  
o paradigma da negociação eletrónica

**Ana Teresa Pinto Fanico**

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em  
Direito das Empresas: especialização em Direito das Sociedades Comerciais

Orientador:

Professor Doutor António Pereira de Almeida,  
ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa

Março, 2017





**Escola de Ciências Sociais e Humanas**

Departamento de Economia Política

Os deveres de informação ao mercado, o *insider trading* e  
o paradigma da negociação eletrónica

**Ana Teresa Pinto Fanico**

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em  
Direito das Empresas: especialização em Direito das Sociedades Comerciais

Orientador:

Professor Doutor António Pereira de Almeida,  
ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa

Março, 2017



*“Serei o que quiser. Mas tenho que querer o que for”*

Bernardo Soares



### **Agradecimentos**

Diversas são as pessoas às quais gostaria de expressar os meus sinceros agradecimentos, por terem, cada uma a seu modo, contribuído para a concretização desta etapa da minha formação académica:

À minha avó, que me ensinou as primeiras letras, pela oportunidade.

Aos meus pais e ao meu irmão, por terem estado toda a vida, e sempre, ao meu lado.

Ao meu João, pelo incondicional apoio e compreensão.

À Joana, pelo incentivo à resiliência e à Serenela, pela sincera amizade.

Agradeço ainda, gentilmente, ao Professor Doutor António Pereira de Almeida não só por me ter acolhido como sua orientada, mas também pelo tempo a mim dedicado. E, finalmente, ao Professor Doutor Manuel Pita, pela preciosa ajuda e disponibilidade.





## Resumo

O estudo desenvolvido na presente dissertação pretende analisar, em primeiro lugar, a importância da informação na formação de preços no mercado de valores mobiliários e no regular funcionamento do mesmo. Considerando a relevância decisiva da informação disponível divulgada na cotação dos valores mobiliários e, dada a incapacidade de o mercado se autorregular, justifica-se a existência de uma regulação que assegure os direitos dos participantes no mercado, no que à informação diz respeito.

Atendendo à fundamental regulamentação nesta matéria, é feita uma análise pormenorizada da legislação nacional e comunitária, quer no que concerne à obrigação de divulgar informações, especificamente, as privilegiadas, quer à infração penal que constitui o abuso de informação privilegiada, cobrindo a evolução legislativa assistida nos últimos anos.

Por fim, e sem esquecer o desenvolvimento tecnológico, gradativamente presente na negociação no mercado, dedica-se parte da presente dissertação à abordagem de estratégias e sistemas de negociação eletrónica e às suas possíveis ameaças para o equilíbrio e regular funcionamento do mercado financeiro, bem como à utilização ilícita de meios informáticos na perpetração de crimes (cibercriminalidade) de mercado.

**Palavras-chave:** Deveres de Informação, *Insider Trading*, Diretiva sobre Abuso de Mercado, Cibercrime;



## Abstract

The study developed in this thesis intends to, in the first place, analyze the importance of the information contemplating the market prices formation and the regular functioning of the markets. Considering the relation between the information disclosed to the public and the price of the securities, and given the absence of self-regulation, it is required to impose regulation in order to ensure the participants' rights, regarding the access to information.

Taking into account the fundamental principles of the regulation about this matter, this thesis carefully analyses all the relevant Portuguese and European Union legislations in what concerns to the disclosure of information, specifically the inside information, the criminal offence market abuse represents, and how it evolved over time.

In conclusion, and having in mind the technology advances in market negotiations, for years now, the last part of this thesis approaches the systems and strategies of electronic negotiation, the threats/dangers the same can bring to the regulation and to the stability of the markets, as well as the illegal utilization of the electronic? means in the perpetration of criminal offences (cybercrime) in the markets.

**Keywords:** Right to Information, Insider Trading, Market abuse, Cybercrime



## Índice

Resumo.....	VII
Introdução.....	1
CAPÍTULO I.....	3
A Informação.....	3
1.Importância da informação.....	3
2.Regulação dos mercados.....	7
3.Critérios de qualidade da informação.....	11
4.Reporte de informação à CMVM - novo regime de consolidação.....	14
5.Deveres de informação.....	14
5.1. Os deveres de informação dos intermediários financeiros.....	15
5.2. Os deveres de informação pelas entidades gestoras.....	16
5.3. Os deveres de informação dos auditores.....	17
5.4. Os deveres de informação das empresas de investimento.....	17
5.5. Os deveres de informação dos emitentes.....	18
5.5.1. Sociedades abertas: conceito.....	18
5.6. Os deveres de informação dos dirigentes.....	25
CAPÍTULO II.....	27
Informação Privilegiada.....	27
1. Conceito de informação privilegiada e a obrigação de divulgação.....	27
2. Pressupostos da informação privilegiada.....	27
2.1. Pressupostos relativos aos emitentes e aos valores mobiliários.....	28
2.2. Pressupostos relativos às características da informação.....	31
2.3. Jurisprudência europeia: o caso Gelt.....	40
3. O insider trading como crime de mercado.....	45
3.1. Conceito.....	45
3.2. Os sujeitos do crime: os denominados insiders primários e insiders secundários ou tippies.....	48
3.3. A questão da prova.....	50
3.4. O insider non-trading.....	54
3.5. Jurisprudência europeia: o caso Spector Photo Group.....	55
4. O artigo 449.º do CSC: breves considerações.....	57
CAPÍTULO III.....	61
Nova Diretiva e Regulamento sobre o Abuso de Mercado.....	61
1. Evolução histórica e influência dos EUA na legislação comunitária.....	61
2. A nova Diretiva e o Regulamento - análise de algumas das alterações trazidas pelo MAR, no âmbito do abuso de informação privilegiada.....	65

2.1. Razões que levaram à revisão do Regime .....	65
2.2. Principais alterações.....	66
2.3. Alargamento do âmbito de aplicação do regime a instrumentos financeiros, negociados em MTF e OTF .....	66
2.4. A definição de condutas legítimas no âmbito do abuso de informação privilegiada ..	67
2.5. As sondagens de mercado.....	68
2.6. A comunicação à entidade reguladora nacional da decisão de diferimento da divulgação de informação, prevista no artigo 17.º, n.º 4, parágrafo 3), do MAR.....	70
2.7. Listas de insiders.....	71
2.8. Operações de dirigentes.....	71
2.9. As recomendações de investimento .....	73
2.10. Aplicação da Diretiva e do Regulamento no ordenamento jurídico português .....	75
2.11. A dupla relevância do conceito de informação privilegiada .....	76
CAPÍTULO IV .....	81
A utilização da internet na negociação de valores mobiliários, o abuso de mercado e o cibercrime.....	81
1. Nota introdutória .....	81
2. Negociação algorítmica e negociação de alta frequência .....	83
2.2. Breve explicação conceptual .....	83
2.3. Como se processa a negociação.....	83
2.4. Estratégias de HFT .....	85
2.5. Abordagem direta e indireta de HFT .....	87
2.6. A negociação de alta frequência, na perspetiva da teoria de eficiência do mercado e da teoria das finanças comportamentais .....	88
3. As ECN e as dark pools .....	89
3.1. Descrição .....	89
4. A necessidade de criação de uma estrutura de dados essenciais e a prorrogação da DMIF II ... 93	
5. O abuso de mercado na negociação de alta frequência .....	95
5.1. A manipulação de mercado.....	95
5.2. <i>Flash crash</i> .....	97
5.3. O abuso de informação privilegiada.....	98
5.4. O regime trazido pela DMIF II, quanto às obrigações das empresas de investimento, que utilizam negociação de alta algorítmica de alta frequência.....	98
6. O cibercrime e o abuso de informação privilegiada.....	100
6.1. Nota introdutória .....	100
6.2. Casos de acessos ilegítimos a informações .....	101
6.3. A lei do cibercrime.....	105
7. A importância da segurança informática .....	113

8. Desafios para o futuro .....	113
Conclusão .....	113
Bibliografia .....	117





## Glossário de Siglas

- al. - alínea.
- art. - artigo.
- CESR - Comité Europeu de Reguladores de Valores Mobiliários.
- cfr. - conforme.
- CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.
- CodVM - Código dos Valores Mobiliários.
- CSC - Código das Sociedades Comerciais.
- DL – Decreto-Lei.
- DMIF - Diretiva n.º 2004/39/EC do Parlamento e do Conselho, de 21 de abril.
- DMIF II - Diretiva n.º 2014/65/EU do Parlamento e do Conselho, de 15 de maio, relativa aos Mercados de Instrumentos Financeiros.
- RMIF - Regulamento n.º 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio, relativa aos Mercados de Instrumentos Financeiros.
- ESMA - Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados.
- EUA - Estados Unidos da América.
- HFT - *High Frequency Trading* ou Negociação de Alta Frequência.
- MAD - *Market Abuse Directive* ou Directiva sobre o Abuso de Mercado, Diretiva n.º 6/2003/CE do Parlamento e do Conselho, de 28 de janeiro.
- MAR - *Market Abuse Regulation* ou Regulamento sobre o Abuso de Mercado; Regulamento n.º 596/2014 do Parlamento e do Conselho, de 16 de abril.
- MTF - *Multilateral Trading Facility* ou Sistema de Negociação Multilateral, cuja definição se encontra no artigo 4.º, n.º 1, parágrafo 22, da DMIF II, e no artigo 200.º, do CodVM.
- NMAD - *New Market Abuse Directive* ou Nova Directiva sobre o Abuso de Mercado, Diretiva n.º 2014/57/EU do Parlamento e do Conselho, de 16 de abril.
- ob. cit. - Obra citada.
- OTF - *Organised Trading Facility* ou Sistema de Negociação Organizada, cuja definição encontramos no artigo 4.º, n.º 1, parágrafo 23, da DMIF II.
- p. – página.
- pp. - páginas.
- TJUE - Tribunal de Justiça da União Europeia
- SEC - *Securities and Exchange Commission* –órgão de regulação e supervisão de valores mobiliários dos EUA.



## Introdução

O objeto de estudo da presente Dissertação, dividida em quatro capítulos, versa sobre a importância da informação no mercado de valores mobiliários, assim como os deveres de informação dos participantes no mesmo, realçando a conseqüente ligação com o abuso de informação privilegiada - também designada por *insider trading* -, o papel do avanço tecnológico no funcionamento do mercado e a sua utilização em práticas abusivas.

Atendendo à fulcral importância que o papel informação assume no mercado de valores mobiliários, abordam-se, no primeiro capítulo, algumas teorias relativas ao funcionamento do mercado; o fundamento da regulação nesta matéria, os critérios de qualidade da informação exigidos e, por fim, os vários deveres informativos que se encontram previstos na lei.

O segundo capítulo aborda, essencialmente, o conceito informação privilegiada. Numa primeira parte, a obrigação de divulgação e respetivos pressupostos, bem como as várias interpretações sugeridas pela doutrina e jurisprudência nacionais e estrangeiras relativamente a alguns desses pressupostos - o que passará, nomeadamente, pela análise de dois importantes acórdãos que estiveram na origem de algumas das alterações realizadas pela NMAD. Numa segunda parte, procede-se à análise do crime de abuso de informação privilegiada, destacando questões de matéria probatória, essenciais para formar a convicção dos Tribunais sobre a prática da referida infração.

Já a terceira parte, concentra-se na breve evolução legislativa até à NMAD, que merecerá uma análise detalhada.

Por fim, o último capítulo versa sobre a utilização da *internet* no mercado de valores mobiliários e as implicações, na área financeira e na negociação eletrónica, do desenvolvimento exponencial das tecnologias de informação. Neste âmbito, e, dada a importância da legislação nesta matéria, sublinha-se a preocupação das novas regulamentações de mercado em garantir a transparência e supervisão. Nomeadamente, através da criação de sistemas informáticos de controlo da negociação entre as várias plataformas europeias, pelas respetivas entidades reguladoras.

Para concluir, e ainda no último capítulo, é desenvolvido o tema do cibercrime aplicado à área financeira, especialmente como meio de práticas abusivas de mercado.



## CAPÍTULO I

### A Informação

#### 1. Importância da informação

Garantir a eficiência dos mercados é, de acordo com o artigo 81.º, al. f), da Constituição da República Portuguesa e, dada a importância do sector financeiro no desenvolvimento económico e social, uma das incumbências do Estado Português. Como se verifica no artigo 101.º do mesmo diploma normativo, contempla-se a necessidade de salvaguardar o interesse público, que se materializa na formação de poupança e na sua captação pelo mercado<sup>1</sup>. No mesmo sentido, um dos princípios que norteia a supervisão desenvolvida pela CMVM, como se verá adiante, é a “eficiência e regularidade do funcionamento dos mercados de instrumentos financeiros”, de acordo com o artigo 358.º, al. b), do CodVM.

Relativamente ao efeito da informação nos preços de mercado, ao desenvolver a teoria dos mercados eficientes - base da teoria moderna das finanças - Eugene Fama<sup>2</sup> afirma que o mercado é eficiente se, o preço de um valor mobiliário, espelhar toda a informação disponível no mercado, de forma lógica e instantânea. A sua análise económica baseia-se numa classificação gradual da eficiência dos preços, conforme a informação disponível. Caso a eficiência de preços seja fraca, o preço atual refletirá a evolução dos preços verificados até então. Se a eficiência for semiforte, considera-se o preço atual como resultado da informação publicada. Por fim, se a eficiência for forte, considera-se que toda a informação é conhecida por qualquer participante - mesmo a não pública - e que esta influencia o comportamento dos preços.

Assim, e dado que o preço dos instrumentos negociados no mercado é bastante sensível à informação divulgada, a confiança dos investidores<sup>3</sup> e, consequentemente, o bom funcionamento dos mercados, dependem da qualidade e quantidade de informação tornada pública, bem como da data da sua divulgação.

Vários estudos sobre a eficiência semiforte do mercado, levados a cabo pelos economistas Eugene Fama, Fischer e Jensen and Roll, demonstraram que os preços das ações, perante a

---

<sup>1</sup> Rodrigues, Sofia Nascimento (2001), A proteção dos investidores em valores mobiliários, *Estudos sobre o Mercado de Valores Mobiliários*, Livraria Almedina, p. 23.

<sup>2</sup> Fama, Eugene (1970), “Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work”, *Journal of Finance*, (25), p.383 a 417.

<sup>3</sup> Câmara, Paulo (2011), *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Almedina. Faz referência ao facto de a perturbação da confiança no mercado poder resultar na ocorrência de crises sistémicas; igualmente Sousa Franco, (1997), “Atas do Conselho Nacional do Mercado de Valores Mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, p. 336.

divulgação de informações, reagem ainda antes de esta ser realizada e que, após o sucedido, se verificava um ajuste completo do preço. Ou seja, o ajuste de preço completa-se antes da revelação do evento ao mercado, demonstrando a relevância do abuso de informação privilegiada.

A respeito da importância da informação no preço das ações, impõe-se a referência a duas outras teorias: a primeira, avançada por Keynes, defende que os preços de mercado são formados pela opinião média dos investidores; já a segunda, sustentada por Hayek, proclama que os preços de mercado são formados a partir da agregação da informação dispersa pelos seus agentes.

Segundo a teoria da informação, desenvolvida por Hayek<sup>4</sup>, quanto mais inesperado for um evento, mais suscetível de informar ele é. Isto, porque um evento esperado não altera comportamentos nem traz novas informações. Na opinião de Hayek, encontrando-se a informação dispersa por cada um dos indivíduos, apenas reunindo-a, será possível obter-se o equilíbrio do mercado: “the knowledge of circumstance never exists in concentrated or integrated form, but solely as the dispersed bits of incomplete and frequently contradictory knowledge which all the separate individuals possess.”<sup>5</sup>.

Concretizando o referido, na visão de Hayek, os preços de mercado formam-se a partir da agregação da informação dispersa pelos seus agentes e do modo como esta lhes é percebida. Ao passo que Keynes advoga que os preços de mercado se formam a partir da opinião média dos investidores, posteriormente seguida pela maioria - dando origem às grandes flutuações, aos *crashes* e aos *booms*. O economista chega mesmo a comparar a motivação dos investimentos a uma votação num concurso de beleza:

“Professional investment may be likened to those newspaper competitions in which the competitors have to pick out the six prettiest faces from a hundred photographs, the prize being awarded to the competitor whose choice most nearly corresponds to the average preferences of the competitor as a whole; so that each competitor has to pick, not those faces which he himself finds prettiest, but those which he thinks likeliest to catch the fancy of the other competitors, all of whom are looking at the problem from the same point of view.”<sup>6 7</sup>

---

<sup>4</sup> Posner, Richard A. (2015), *Hayek, Law and Cognition*, Vol. I, p.15, refere o seguinte: “Hayek is skeptical because both maximization and equilibrium imply the existence of a position, achieved by the firm or the individual and by a market respectively, from which any change would reduce welfare; and given constantly changing conditions and incomplete information, no one, and no market, is ever in such a position. Markets are never in equilibrium -even with completely up-to-the-date information but imperfect foresight, the time required to translate the latest information into a new set of prices would prevent the achievement of equilibrium - and profit or welfare is never being maximized”.

<sup>5</sup> Hayek, F.A. (1945), “*The Use of Knowledge in Society*”, p. 520.

<sup>6</sup> Keynes, John Maynard (1936), *General Theory*, p. 125.

Eugene Fama ao defender, como vimos, que a eficiência do mercado depende da menor diferença possível entre o preço efetivo de cada valor mobiliário e o preço esperado pelos investidores, face à informação que lhes chega<sup>8</sup>, parte do pressuposto que o Homem é um ser perfeitamente racional, perfeitamente capaz de tomar uma decisão, baseando-se na informação disponível<sup>9</sup>. Uma perceção diferente da defendida por Keynes<sup>10</sup>.

Remetendo-me à doutrina nacional, é de referenciar Mafalda Gouveia Marques e Mário Freire, relativamente à influência da informação nos preços de mercado. Ambos afirmam, que a maioria da informação tornada pública é, rapidamente, incorporada na cotação dos valores a que diz respeito<sup>11</sup>. Visão igualmente partilhada por Osório de Castro<sup>12</sup>, com origem na aludida doutrina económica dos mercados eficientes.

Esta relação entre a divulgação de informação e os preços dos valores mobiliários, que resulta das regras da oferta e da procura, encontra-se esclarecida pelo professor Paulo Câmara:

“(…) Se a informação colhida pelo investidor o conduz à conclusão que determinado valor mobiliário está subavaliado, haverá uma tendência para a aquisição daquele ativo, na perspetiva de uma futura valorização. Inversamente, se a informação induz no sentido de que certos valores mobiliários estão sobreavaliados (em virtude, por exemplo, de uma deficitária situação financeira

---

<sup>7</sup> Sobre as diferenças doutrinárias destes dois economistas, em especial, a origem das crises financeiras e as medidas a adotar perante uma crise, Skidelsky, Robert, *A vingança de Keynes sobre Hayek*, *Jornal de Negócios*, 2 de setembro de 2011, disponível em [http://www.jornaldenegocios.pt/opiniaodetalhe/a\\_vinganccedila\\_de\\_keynes\\_sobre\\_hayek.html](http://www.jornaldenegocios.pt/opiniaodetalhe/a_vinganccedila_de_keynes_sobre_hayek.html).

<sup>8</sup> Fama, Eugene (1970), “Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work”, *Journal of Finance*, (25), p.383 a 417.

<sup>9</sup> Teoria moderna das Finanças, defende que as decisões dos indivíduos se baseiam em aspetos racionais, sendo, mais tarde, confrontada pela teoria das finanças comportamentais. Esta defende que as escolhas dos indivíduos são influenciadas por aspetos não racionais.

<sup>10</sup> Keynes defende a intervenção estatal na economia, de forma a moderar vários problemas. Entre eles, a instabilidade criada pela natureza humana - a qual o mesmo designou de espírito animal: “Mesmo posta de lado a instabilidade devida à especulação, há instabilidade devida à característica da natureza humana de que uma grande proporção de nossas atividades positivas depende mais de otimismo espontâneo do que de expectativas matemáticas, sejam morais ou hedonísticas ou económicas. A maioria, provavelmente, das nossas decisões de fazer algo positivo, as completas consequências das quais serão delineados vários dias que virão, só podem ser tomadas por resultado de espíritos animais - um impulso espontâneo para a ação, ao invés da inação, e não como consequência de uma pensada média de benefícios multiplicada pelas probabilidades quantitativas”, Keynes, John M (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan, 1936, pp. 161-162.

<sup>11</sup> Marques, Mafalda Gouveia e Mário Freire (1998), “A informação no Mercado de Capitais”, *Cadernos de Valores Mobiliários*, (3), pp. 111-123.

<sup>12</sup> Castro, Carlos Osório de (1997), “A informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex.

da entidade emitente), a tendência será a de desinvestir. Os preços no mercado tenderão, por isso a refletir a informação disponível no mercado no tocante à avaliação dos valores mobiliários”.<sup>13</sup>

Porém, a teoria dos mercados eficientes, predominante durante os anos 70 e que prevalece ainda hoje, não explica algumas ineficiências de mercado, resultantes de comportamentos não racionais ou anómalos por parte dos investidores, verificados em estudos entretanto realizados<sup>14</sup>.

Em virtude dessa lacuna e fruto da teoria das finanças comportamentais, surgiu a teoria do prospecto, desenvolvida pelos economistas Kahneman e Tversky, em 1979. Esta, serve hoje, de base às finanças comportamentais e confronta o paradigma da teoria moderna das finanças, ao considerar que as decisões financeiras podem ser influenciadas por atitudes não racionais. Os seguidores desta corrente sustentam que essas decisões, ao serem tomadas pelos agentes económicos, podem influenciar os valores do mercado<sup>15</sup>.

Entre os processos mentais não-rationais mais apontados por esta doutrina, encontra-se, por exemplo, a predominância de comportamentos baseados no conservadorismo, excesso de confiança, *overreaction* e *herding*. Estes podem conduzir tanto à sub-reação como à sobre-reação dos agentes de mercado, influenciando, deste modo, as variáveis financeiras.

Tais comportamentos parecem justificar as anomalias verificadas nos primeiros estudos realizados na verificação da teoria dos mercados eficientes. Isto porque, outras motivações justificam as decisões de investimento por parte dos agentes económicos. Nomeadamente, a procura por ganhos certos e a aversão ou receio a perdas incertas<sup>16 17</sup>.

---

<sup>13</sup> Câmara, Paulo (1998), “Os deveres de informação e a formação de preços no Mercado de Valores Mobiliários”, *Caderno de Valores Mobiliários*, (2), primeiro semestre, p. 87.

<sup>14</sup> Neste sentido, veja-se Dimson, Elroy e Massoud Mussavian (2000), “Market Efficiency”, *The Current State of Business Disciplines*, (3), pp. 959-970, disponível em <http://www.e-m-h.org/DiMu00.pdf>.

<sup>15</sup> Kimura, Herbert e Leonardo Fernando Cruz Basso, *Paradoxos em Finanças: Teoria Moderna versus Finanças Comportamentais*, disponível em <http://www.scielo.br/pdf/rae/v46n1/v46n1a05.pdf>.

<sup>16</sup> Como destacam Herbert Kimura e Leonardo Fernando Cruz Basso, *Paradoxos em Finanças: Teoria Moderna versus Finanças Comportamentais*, disponível em <http://www.scielo.br/pdf/rae/v46n1/v46n1a05.pdf>: “A busca de ganhos certos ou a aversão a perdas certas pode ter mais impacto nas escolhas do que o próprio risco dos investimentos. Assim, esses comportamentos não racionais do ponto de vista da teoria moderna de finanças podem eventualmente explicar a existência de anomalias.”.

<sup>17</sup> Sobre as influências de atitudes não racionais nas decisões de investimento; Teresa Simões e Margarida Abreu (2012), “O efeito disposição nos investidores individuais portugueses”, *Caderno dos Valores Mobiliários*, (42); analisadas as doutrinas dos defensores da teoria das finanças comportamentais e o perfil do investidor português, concluíram:

“O investidor individual português é um investidor de médio/longo prazo, avesso ao risco e que movimenta ocasionalmente a sua carteira de títulos, sendo que se revelou mais suscetível à aversão às



Ante o que foi exposto, ainda que os agentes do mercado não atuem através de pressupostos puramente racionais, a verdade é que existe uma relevância preponderante entre a informação disponível e divulgada e a cotação dos valores mobiliários, pelo que se justifica uma regulação que acautele direitos dos investidores, relativamente ao acesso e qualidade da informação e, igualmente, o dever de informar, por parte das entidades emitentes<sup>18</sup>.

## 2. Regulação dos mercados

Na sequência do que foi referido, o igual acesso de todos os indivíduos à informação disponível - o denominado *market egalitarianism* - contribui para a regular formação de preços e eficiência do mercado. Todavia, constatamos que existem assimetrias informativas entre os participantes do mercado<sup>19</sup>, que decorrem dos mais diversos fatores. Entre eles, os diferentes graus de conhecimento dos investidores<sup>20</sup> e a não divulgação de informação suscetível a influir nos preços de mercado. Porém, convém sublinhar que as assimetrias são tanto maiores, quanto maior for: 1) a sofisticação dos mercados financeiros e dos meios de comunicação, assim como a transmissão de informações; 2) o acréscimo de instrumentos derivados e a criação de novos instrumentos financeiros - atendendo que a avaliação de risco é, por vezes, extremamente complexa, mesmo para os investidores qualificados<sup>21</sup>.

Sendo o mercado passível de falhas e riscos, os quais lhe são inerentes, surgiu a necessidade

---

perdas (demonstrando que, no caso de um ativo se desvalorizar no mercado, este investidor tende a não o vender no imediato, ao contrário do que faz quando ocorre um aumento do preço do valor mobiliário) que um investidor denominado de “curto prazo” (que mais transacionam).”.

<sup>18</sup> Neste sentido, vide Filipe Matias Santos (2010), “Divulgação de Informação Privilegiada”, *Estudos sobre o Mercado de Valores Mobiliários*, Lisboa, Almedina, p. 33.

<sup>19</sup> Carlos Osório de Castro identifica quatro riscos típicos de mercado. São eles: 1) risco de oportunidade, quando o investimento não se revela o mais oportuno; 2) risco de rendimento, quando não se obtém o rendimento esperado ou se perde o capital investido; 3) risco de administração, dado que o governo da entidade emitente pode ser entregue a Administradores que subproveitem as possibilidades de a mesma criar valor; e, por fim, 4) risco de falta de liquidez. *cf.* Castro, Carlos Osório de (1997), “A informação no Direito dos Valores Mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex, p. 336.

<sup>20</sup> Num estudo realizado em 2009, pela CMVM, *O Perfil do Investidor Português* (Out-2009), disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/Estudos/EM%20Arquivo/Documents/EstudoCMVM0320093.pdf>, concluiu-se que uma fatia inferior a 10% das famílias portuguesas possui outros produtos financeiros, tais como ações, obrigações, unidade de participação em fundos de investimento, produtos estruturados e derivados ou mesmo fundos e planos de poupança reforma. Valor inferior ao registado em Espanha (20,1%), na Itália (26,6%) ou mesmo na Grécia (19,4%) e sendo estes países que também têm o sector bancário como principal fonte de financiamento. Frisa-se que quase metade do valor do mercado bolsista português é detida por investidores estrangeiros.

<sup>21</sup> Câmara, Paulo (2011), *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, *ob.cit.*, p. 29.

de intervenção estatal nesta matéria. Esta não tem o propósito de evitar que os investidores tomem decisões de investimento que se revelem, mais tarde, desvantajosas, mas sim, de proteger os investidores e o mercado<sup>22</sup>. Tal necessidade adquiriu especial relevância, pela primeira vez, nos EUA, após o *crash* da bolsa de *Wall Street*, em 1929, levando à aprovação dos *Securities Exchange Act* de 1933 e 1934<sup>23 24</sup>.

Perante a inexistência de uma ideal autorregulação do mercado<sup>25</sup>, é necessária a imposição de regras por parte do Estado, com o intuito de minimizar as assimetrias informativas e proteger os investidores, propiciando as condições adequadas à formação de capital e à eficiência dos mercados.

Considerando que um dos principais objetivos da legislação, que regula esta matéria, é a igualdade no acesso à informação e à distribuição dos riscos de investimento no mercado, tutelando-se a proteção dos investidores, torna-se mister a imposição de regras que minimizem as assimetrias a respeito da informação divulgada. Especialmente, através de uma comunicação eficaz de factos que reúnam os pressupostos de informação privilegiada<sup>26</sup>, de forma a que “entre a ocorrência de um determinado facto suscetível de influir nos preços e o momento da sua divulgação, decorra o mínimo espaço de tempo possível”<sup>27</sup>.

A proteção dos investidores contra a assimetria informativa e contra as condutas ilegítimas de abuso de informação ou manipulação de mercado (noções abordadas adiante) é essencial para mitigar o risco de quebra de confiança no mercado, que conduza a um menor investimento generalizado e origine uma possível crise sistémica.

A divulgação oportuna de informações completas e exatas, como se pode ler no considerando n.º 1, da Diretiva n.º 2004/109/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de

---

<sup>22</sup> Tal como refere Paulo Câmara, *Idem*, p. 684: “Com a cominação de uma malha apertada de deveres ligados à informação, não se anula o risco do investimento; o que interessa sobretudo é tornar visível e transparente esse mesmo risco para que os investidores possam tomar uma decisão de aforro esclarecida”.

<sup>23</sup> Outrora, existiam algumas normas reguladoras conhecidas como “*blue sky laws*”, criadas para dar resposta aos abusos cometidos em títulos vendidos, durante a primeira década do século XX nos EUA, Miller, Geoffrey P. (2016), *Essential Papers on the Economics of Securities Law*, p. 4.

<sup>24</sup> No mesmo período, em 1934, e através do *Securities Exchange Act*, foi criada a SEC.

<sup>25</sup> Embora existam autores que defendam que o mercado se regula por si próprio, como se verá *infra*. Entre eles, Henry Manne (2006), *The Dog that did not bark: Insider Trading and Crashes*, disponível em <http://ssrn.com> e G. Huffman (1992), *Information, Asset Prices and the Volume of Trade*, disponível em <https://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v47y1992i4p1575-90.html>.

<sup>26</sup> Os pressupostos serão abordados, *infra*, no Capítulo II.

<sup>27</sup> Ogando, José João de Avillez (2004), “Os deveres de informação permanente no mercado de capitais”, *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 64, Vol. I/II.

setembro<sup>28</sup>, “reforça a confiança dos investidores e permite-lhes formarem um juízo fundamentado sobre o seu desempenho empresarial e o seu património, promovendo assim, tanto a proteção dos investidores como a eficiência do mercado”.

A intervenção do Estado, na regulação do mercado, orientada pelos princípios da atividade de supervisão, pelo princípio da proteção dos investidores e pelo princípio da defesa do mercado, pretende propiciar o ambiente adequado ao investimento e à formação de capital. Desta feita, em Portugal, o escopo da atividade de supervisão da CMVM infere-se do previsto no artigo 358.º, do CodVM:

“A supervisão desenvolvida pela CMVM, obedece aos seguintes princípios:

- a) Proteção dos investidores;
- b) Eficiência e regularidade de funcionamento dos mercados de instrumentos financeiros;
- c) Controlo da informação;
- d) Prevenção do risco sistémico;
- e) Prevenção e repressão das atuações contrárias à lei e ao regulamento;
- f) Independência perante quaisquer entidades sujeitas ou não à sua supervisão.”

A CMVM, além das suas competências regulamentares e de cooperação nacional e internacional, exerce poderes de supervisão. Entre eles, a fiscalização do cumprimento da lei e dos regulamentos, o acompanhamento da atividade das entidades sujeitas à sua supervisão, o funcionamento dos mercados e a identificação da prática de infrações (*cf.* artigo 360.º, do CodVM), assegurando, dentro do possível, a igualdade dos sujeitos que atuam no mercado.

Assim, a divulgação obrigatória de informações periódicas e não periódicas e respetivo controlo, por uma entidade supervisora, justifica-se, também, por tais entidades disporem, geralmente, de mais e melhor informação sobre a situação financeira dos sujeitos emitentes, permitindo uma maior confiança no mercado<sup>29</sup>.

Por outro lado, e visto a situação dos emitentes ser periodicamente comunicada à CMVM, estes deveres de informação acabam por cumprir uma finalidade preventiva de irregularidades e ilícitos, por parte das entidades emitentes<sup>30</sup>.

Através da regulamentação é possível garantir uma melhor distribuição da informação e, conseqüentemente, uma distribuição igualitária do risco e uma formação regular dos preços<sup>31</sup>. Tal gerará maior confiança por parte dos investidores, o que contribui para uma melhor

---

<sup>28</sup> Relativamente à harmonização dos requisitos de transparência, posteriormente alterada pela Diretiva n.º 2013/50/EU, de 22 de outubro de 2013.

<sup>29</sup> Marques, Mafalda Gouveia e Mário Freire (1998), “A Informação no Mercado de Capitais”, *ob. cit.*, pp. 113, ss.

<sup>30</sup> Câmara, Paulo (2011), *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, *ob. cit.*, p. 686.

<sup>31</sup> Ogando, José João de Avillez (2004), “Os Deveres de informação...”, *ob. cit.*, p.17.

eficiência dos mercados. Como Paulo Câmara refere, “todo o sistema assenta na asserção de que o investidor atua racionalmente quando dispõe de informação suficiente”<sup>32 33</sup>.

Cumprir referir que a regulação do mercado não visa, apenas, a proteção dos interesses privados dos investidores, mas, sobretudo, acautelar o interesse público inerente ao regular funcionamento do mercado. Como aliás, descreve Carlos Osório de Castro: “a advertência de que tal proteção não é, em primeira linha, visada em si mesma, operando principalmente como um meio de promover a predita eficiência dos mercados, pelo que em jogo está sobretudo o interesse público e não os interesses privados dos investidores.”<sup>34</sup>.

Dado que a maioria da informação requer conhecimento e experiência por parte dos investidores e outros agentes do mercado, um requisito essencial é a sua compreensibilidade, pois, muitas vezes, apenas pode ser interpretada por alguém com formação adequada, justificando-se, por esta razão e frequentemente, a existência de assimetrias informativas.

Embora haja uma clara preocupação em acautelar a divulgação de informação, refletida na legislação, não parece existir o cuidado em torná-la mais perceptível aos investidores, principalmente os menos conhecedores e experientes que pretendam participar no mercado. Nesta sede, é de realçar que a CMVM tem o dever de fomentar e difundir o conhecimento das normas de mercado, através de ações de formação e publicações, tal como se encontra previsto no seu Estatuto<sup>35</sup>.

Ora, apenas faz sentido, falar-se em interesse público, relativamente à regulamentação da tutela informativa, se esta visar proteger tanto os atuais investidores, como os potenciais investidores. Atendendo ao baixo nível de literacia financeira em Portugal<sup>36</sup> e às dissemelhanças existentes nos níveis de experiência e conhecimento entre os vários participantes do mercado, é realmente essencial promover a literacia financeira, mediante a

---

<sup>32</sup> Câmara, Paulo (1998), “Os deveres de informação e a formação de preços no mercado de valores mobiliários”, *Caderno de Valores Mobiliários*, (2), primeiro semestre, p. 86.

<sup>33</sup> Marques, Mafalda Gouveia e Mário Freire (1998), “A Informação no Mercado de Capitais”, *ob. cit.*, p. 122 destacam que: “a informação não existe por uma necessidade jurídica, mas sim, por uma razão económica de eficiência. A informação no caso de empresas que recorrem às poupanças públicas, é de todos e para todos e só com este princípio base é que os mercados podem atingir patamares de eficiência elevados.”

<sup>34</sup> Castro, Carlos Osório de (1997), “A informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários”, *ob.cit.*, p. 335.

<sup>35</sup> Cfr. artigo 5.º, do Estatuto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários aprovado pelo Decreto-Lei n.º 473/99, de 8 de novembro, alterado pelo Decreto-Lei n.º 232/2000, de 25 de setembro, e pelo Decreto-Lei n.º 183/2003, de 19 de agosto.

<sup>36</sup> Veja-se a nota de rodapé 17, da página 7, referente ao relatório acerca do perfil do investidor português, realizado em 2009.

adoção de medidas que permitam à sociedade adquirir um nível de conhecimento superior nestas matérias. Nomeadamente, através de ações de formação e de melhoria da acessibilidade linguística que possibilite um maior investimento particular em Portugal<sup>37</sup>.

Ainda que o paradigma da intervenção estatal no mercado de capitais seja seguido pelos ordenamentos jurídicos de vários países, não é isento de críticas. Neste sentido, a contribuição de Stigler<sup>38</sup> representou um indiscutível avanço analítico, pois o autor procurou esclarecer os motivos que determinam a existência da regulação. Segundo Stigler, o verdadeiro propósito da regulamentação é conceder privilégios especiais a poderosos grupos de interesse, que pretendem restringir a concorrência e elevar os preços. Atendendo a que os membros de um grupo de interesse se conhecem, encontram-se numa posição favorável para organizar *lobbies* que, por sua vez, influenciam o poder político de forma a alcançar a regulamentação desejada. Outras opiniões, na linha de pensamento económico de Hayek, defendem que o mercado se autorregula, sendo, por isso, irrelevante o papel da legislação e dos órgãos de supervisão financeira, especificamente no controlo da divulgação de informação e das práticas de abuso de mercado<sup>39</sup>.

### 3. Critérios de qualidade da informação

Para que os investidores possam retirar, da informação divulgada, uma correta avaliação dos seus investimentos e uma perceção dos riscos inerentes, a informação deve obedecer a certos critérios de qualidade, de acordo com o disposto no artigo 7.º, do CodVM.

A prestação de informações ao mercado e/ou à CMVM que não cumpram os requisitos do artigo 7.º, do CodVM - informações falsas, a deficiente comunicação de informações ou, ainda, a falta do seu envio ao Sistema de Difusão de Informação - colocam em perigo a qualidade de supervisão e eficiência do mercado de capitais, implicando a violação do referido normativo. Tal, constitui uma contra-ordenação muito grave nos termos do artigo 389.º, n.º 1, do CodVM,

---

<sup>37</sup> A este respeito, cabe referenciar o Plano Nacional de Formação Financeira, que tem sido desenvolvido nos últimos anos pela CMVM, designadamente para o quadriénio 2016-2020. Este engloba as seguintes metas: 1) garantir que a formação financeira chega aos jovens em idade escolar e aos empreendedores e gestores de micro, pequenas e médias empresas, que são prioridades dos supervisores; 2) meios digitais de acesso aos serviços financeiros são uma nova área do Plano; 3) parcerias com as universidades e as associações empresariais e ações para apoio aos migrantes. Mais detalhes disponíveis no seguinte *link*: <http://www.cmvm.pt/pt/CMVM/CNSF/ConselhoNacionalDeSupervisoresFinanceiros/Pages/20160714.aspx?v=>

<sup>38</sup> Pioneiro do estudo das regulações económicas escreveu, em 1971, o conhecido artigo “The Theory of Economic Regulation”, *Bell Journal of Economics and Management Science*.

<sup>39</sup> Manne, Henry G. (2005), *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*, *ob. cit.*, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=679662>.

Os deveres de informação ao mercado, o *insider trading* e o paradigma da negociação eletrónica

que consubstancia um tipo de perigo abstrato<sup>40</sup>.

Os critérios de qualidade deverão ser observados em qualquer meio de divulgação utilizado, inclusive, se a informação for, de acordo com o artigo 7.º, n.º 2, do CodVM, “inserida em conselho, recomendação, mensagem publicitária ou relatório de notação de risco”. A comprovação da reunião destas características é administrativamente controlada pela CMVM.

Com efeito, a informação deve ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita, como exposto seguidamente:

### **Informação completa**

Considera-se que a informação é completa se esta abranger todos os elementos essenciais que possam influenciar o preço dos valores mobiliários<sup>41</sup>.

### **Informação verdadeira**

A informação verdadeira é a que, nas palavras de Mafalda Gouveia Marques e Mário Freire, “(...) coincide com a realidade dos factos, situações, circunstâncias, valores ou perspetivas que se destina a refletir, não induzindo em erro o investidor ou potencial investidor.”<sup>42</sup>.

Só se considera que a informação é verídica se, entre esta e o objeto sobre o qual versa, exista uma “imagem-espelho”<sup>43</sup>, ou seja, uma realidade dos factos.

### **Informação Atual**

Por Informação atual entende-se a informação que espelha os últimos factos ocorridos e que, alterando ou modificando o seu conteúdo, tenham suscetibilidade de influir nos preços de mercado<sup>44</sup>. Caso a informação perca atualidade, ficará igualmente afetada no requisito da veracidade<sup>45 46</sup>.

---

<sup>40</sup> Pois o legislador presume que, violado o dever, se cria o perigo da ocorrência de uma má supervisão do mercado de capitais e o risco de os investidores não estarem na posse de todos os elementos relevantes para a tomada de decisões de investimento.

<sup>41</sup> Marques, Mafalda Gouveia e Mário Freire (1998), “A informação no Mercado de Capitais”, *ob. cit.*, p.115.

<sup>42</sup> *Idem*, p. 116.

<sup>43</sup> Pina, Carlos Costa (1999), *O Dever de Informação e Responsabilidade pelo Prospecto no Mercado Primário de Valores Mobiliários*, Coimbra Editora, p. 41.

<sup>44</sup> Ogando, José João de Avillez (2004), “Os Deveres de Informação ...”, *ob. cit.*, p. 20.

<sup>45</sup> Neste sentido, *vide* Filipe Matias Santos “Divulgação ...”, *ob. cit.*, p. 37.

<sup>46</sup> Veja-se, a este propósito, a decisão do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa, de 15 de junho de 2006, no âmbito do processo n.º 12220/04.4TFLSB; analisado e comentado por Célia Reis

Neste âmbito é pertinente colocar-se uma questão:

- Qual o momento oportuno para a informação ser divulgada?

Esta questão será, a seu tempo, analisada *infra*, no que aos pressupostos da informação privilegiada diz respeito.

### **Informação clara**

Para que a informação seja considerada clara, esta deve espelhar os respetivos factos e ser percecionada pelo destinatário. O critério para aferir se a informação é percecionada pelo destinatário será o do investidor médio<sup>47</sup>.

Aqui colocam-se algumas questões, já acima referidas, relativas à dificuldade de compreensão das informações que se encontram associadas à densidade e extensão dos prospetos ou informações avulsas. É de evitar expressões ambíguas ou não explícitas e revela-se desejável uma standardização da informação<sup>48</sup>, para que a mesma seja mais facilmente assimilada pelos investidores.

### **Informação objetiva**

Por informação objetiva, entende-se uma descrição de factos, sem quaisquer juízos de valor ou considerações pessoais<sup>49</sup>.

### **Informação Lícita**

A informação deve respeitar a lei e a ordem pública. Porém, há variáveis a ter em consideração quanto a este requisito, nomeadamente a linguagem técnica ou contabilística utilizada, que obedece a determinadas normas próprias<sup>50</sup>.

Neste aspeto, cabe ainda referir que o controlo da informação que envolva terminologia técnica é objeto de parecer elaborado por auditores financeiros<sup>51</sup> (Revisores Oficiais de Contas e Sociedades de Revisores Oficiais de Contas), que serão responsáveis por quaisquer danos

---

(2007), "A Essencialidade da Qualidade da Informação Prestada ao Regulador", *Caderno dos Valores Mobiliários*, (26), p.83.

<sup>47</sup> Este critério não se confunde com o do homem-médio. *Vide* nota de rodapé 119, página 38.

<sup>48</sup> Neste sentido, *vide* José João de Avillez Ogando, "Os deveres de informação...", *ob. cit.*, pp. 20-21.

<sup>49</sup> Neste sentido, *vide* Filipe Matias Santos "Divulgação ...", *ob. cit.*, p. 37 e Mafalda Gouveia Marques e Mário Freire (1998), "A informação no mercado de capitais", *ob. cit.*, p. 116.

<sup>50</sup> Santos, Filipe Matias (2010), "Divulgação...", *ob. cit.*, p. 38.

<sup>51</sup> Os quais são sujeitos a controlo de qualidade - veja-se o projeto de regulamento sujeito a consulta pública n.º 4/2016 e que pode ser consultado no seguinte endereço eletrónico: <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/Regulamento+Controlo+Qualidad e.pdf>.

Os deveres de informação ao mercado, o *insider trading* e o paradigma da negociação eletrónica

decorrentes da deficiência dos relatórios (cfr. artigos 8.º e 10.º, do CodVM).

Após a Comissão de Normalização Contabilística e a Ordem dos Revisores Oficiais de Contas serem ouvidas, “a CMVM pode, através de regulamento, definir regras harmonizadas com padrões internacionais, sobre o conteúdo, a organização e a apresentação da informação económica, financeira e estatística utilizada em documentos de prestação de contas, bem como as respetivas regras de auditoria.” (cfr. artigo 11.º, do CodVM).

#### **4. Reporte de informação à CMVM - novo regime de consolidação**

Os deveres de reporte de informação à autoridade de supervisão, apesar de uniformizados, encontravam-se regulamentados, autonomamente, por várias instruções da CMVM<sup>52</sup>.

No dia 21 de julho de 2016, foi publicado um novo Regulamento da CMVM (n.º 3/2016), no qual se reuniram, em regime consolidado, algumas das normas já existentes, referentes ao modo de prestação de informação à CMVM, a ser realizado por pessoas e entidades sujeitas à sua supervisão<sup>53</sup>.

Como era prática até então<sup>54</sup>, a prestação de informação deverá ser feita pela *Extranet*<sup>55</sup> da CMVM, através do envio de ficheiros informáticos ou, caso o acesso à *Extranet* ainda não tenha sido atribuído, por meio de *e-mail*, devendo observar-se as regras prescritas relativamente ao tipo de ficheiros.

Caso a informação não apresente um nível apropriado de qualidade ou não obedeça às regras de forma e conteúdo, a mesma não é reconhecida como válida (cfr. artigo 8.º, n.º 2, do Regulamento da CMVM n.º 3/2016).

#### **5. Deveres de informação**

---

<sup>52</sup> Nomeadamente, Instruções n.º 1/2010, 2/2011, 3/2011, 4/2011, 5/2011, 6/2011, 7/2011, 8/2011, 10/2011, 11/2011, 12/2011, 1/2012, 2/2012, 3/2012, 5/2012, 6/2012, 7/2012, 8/2012, 9/2012, 10/2012, 2/2013, 3/2013 e 4/2013.

<sup>53</sup> Previstas no artigo 359.º, do CodVM.

<sup>54</sup> Desde a entrada em vigor da Instrução n.º 12/2002, que a prestação de informação por entidades emittentes deixou de ser feita através de *e-mail* ou entregue em suporte papel, para ser feita através da *Extranet*, após a permissão de acesso à base de dados, a conceder pela CMVM a cada emitente. A utilização deste meio é, atualmente, aplicada à supervisão de auditoria e às informações prestadas pelos Revisores Oficiais de Contas e Sociedades de Revisores Oficiais de Contas.

<sup>55</sup> Pode-se definir *Extranet* como uma rede de computadores privada, que permite a utilização da internet para partilha de dados com segurança; dentro dessa rede, só podem aceder à *Extranet*, usuários que se encontrem previamente registados.



### 5.1. Os deveres de informação dos intermediários financeiros

A intermediação financeira, constituída pelas atividades de intermediação, descritas no artigo 289.º, n.º 1, do CodVM, consiste num serviço ou atividade de aconselhamento e assistência a clientes (investidores), para que estes tomem decisões de investimento esclarecidas e fundamentadas, assegurando-se o seu acompanhamento.

A atividade de intermediação financeira apenas pode ser exercida profissionalmente por entidades que tenham sido autorizadas pela CMVM e se encontrem registadas (*cf.* artigo 295.º, n.º 1 e 301.º, n.º 1, do CodVM), estando a referida atividade interdita a quem não seja intermediário financeiro, salvo as situações descritas no número 3, do artigo 289.º, do CodVM.

Face à importância da atividade de intermediação para o funcionamento do mercado, foi dedicada especial atenção à sua regulação. Com efeito, são exigidos padrões de aptidão profissional, relativos à idoneidade, à observância de deveres de boa-fé (*cf.* artigo 304.º e seguintes, do CodVM) e qualificação profissional, bem como um seguro de responsabilidade civil (*cf.* artigo 301.º, do CodVM).

A par das referidas exigências, impõem-se aos intermediários financeiros, a observância de deveres de informação, a prestar aos clientes. Os deveres de informação variam conforme o grau de conhecimento e experiência dos mesmos, de acordo com o artigo 312.º, n.º 2, do CodVM. Focando-nos no dever de informação, de acordo com as alíneas do número 1, do artigo 312.º, do CodVM, é exigida ao intermediário financeiro, a prestação de todas as informações - por escrito - necessárias para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada, especificamente em relação aos serviços prestados, aos instrumentos financeiros e às estratégias de investimento que proponha, assim como aos riscos envolvidos nas operações e, obviamente, ao custo dos seus serviços. Tal exigência, no entender de Fazenda Martins:

“(...) pode significar antes de mais, que a atividade do intermediário não se limita à execução do serviço solicitado, mas deve orientar-se também no sentido de evitar lesões aos clientes que possam decorrer da execução desse mesmo serviço, ainda que ocorram dentro dos parâmetros assinalados pelo cliente.”<sup>56</sup>

A proteção dos interesses dos clientes é bem patente na previsão do artigo 309.º, n.º 1, do CodVM, o qual prevê que o intermediário evite ou reduza os riscos de conflitos de interesses, pautando a sua atuação de forma a reduzir ao máximo a sua ocorrência. Caso ocorram conflitos de interesses, “o intermediário financeiro deve agir por forma a assegurar aos seus

---

<sup>56</sup> Martins, Fazenda (2000), “Deveres dos intermediários financeiros, em especial, os deveres para com os clientes e o mercado”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, p. 337.

clientes um tratamento transparente e equitativo” (artigo 309.º, n.º 2, do CodVM), devendo dar prevalência ao interesse do cliente (*cf.* artigo 309.º, n.º 3, do CodVM)<sup>57</sup>.

Não obstante, já se encontrar previsto no artigo 312.º, n.º 2, do CodVM que o grau de informação exigido, depende do grau de conhecimento e experiência do cliente, o artigo 312.º-A e seguintes, aprofundam as exigências relativas ao nível de prestação de informação a investidores não qualificados<sup>58</sup>. Nestes casos, a informação deve ser apresentada de forma a não ocultar ou subestimar elementos importantes, de maneira a ser claramente compreendida pelo destinatário médio<sup>59</sup>.

Através dessa diferenciação, entre investidores qualificados e não qualificados e a densificação dos respetivos requisitos, pretendeu-se assegurar uma maior igualdade na apreensão e alcance da informação. Isto porque, como já referido, a informação apenas pode servir para uma correta formação da vontade, se for perceptível ao investidor, o que contribui para um melhor funcionamento do mercado. No entanto, a proteção dos investidores não elimina os riscos inerentes ao mercado: a informação que lhes é disponibilizada garante apenas que estejam prevenidos para os riscos das operações que realizem<sup>60</sup>.

Por outro lado, esta densificação normativa, trazida pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de outubro (que transpõe a DMIF e respetivas normas de execução), propiciou um esclarecimento mais eficaz sobre quais as diferenças a ter em conta relativamente ao nível de informação a prestar aos investidores não qualificados. Tal contribui, pelo menos teoricamente, para uma maior confiança no mercado e um acréscimo no investimento.

Cabe ainda notar que, nos termos do artigo 304º-A, do CodVM, recai sobre o intermediário financeiro uma presunção de culpa, caso se verifique um dano causado no âmbito das relações contratuais ou pré-contratuais originado pela violação de deveres de informação.

## **5.2. Os deveres de informação pelas entidades gestoras**

Às entidades gestoras de mercados regulamentados, compete a gestão de bolsas ou de outros

---

<sup>57</sup> Além dos referidos deveres, os intermediários devem dar preferência aos interesses do cliente, no que à compra e venda de valores mobiliários diz respeito *cf.* artigo 347.º, n.º 1, alíneas a) e b), do CodVM, ao invés dos seus.

<sup>58</sup> Os investidores não qualificados são os que não figuram no elenco constante do artigo 30.º, do CodVM como investidores qualificados, uma vez que sua identificação se dá por exclusão.

<sup>59</sup> Os requisitos de informação, a serem prestados pelos intermediários financeiros a investidores não qualificados, encontram-se densamente especificados nos artigos 312.º -A e seguintes.

<sup>60</sup> Neste sentido, *vide* Sofia Nascimento Rodrigues (2001), *A proteção dos Investidores em Valores Mobiliários*, p. 34, Coimbra, Almedina.

mercados regulamentados, estando o seu objeto definido no artigo 4.º do Decreto-Lei n.º 357-C/2007, de 31 de outubro<sup>61</sup>.

Estas entidades estão comprometidas a informar, quer o público, quer a CMVM. Assim, a entidade gestora de mercados regulamentados deverá prestar informação acerca dos instrumentos financeiros, bem como das operações realizadas e respetivos preços. Tal informação terá de se adequar às características de cada sistema, tanto ao nível de conhecimentos, como à natureza dos investidores, atendendo aos vários interesses envolvidos (*cf.* artigo 212.º, n.º 3, do CodVM). A informação sobre ofertas e operações em mercado regulamentado - preço de compra e venda de ações e a quantidade das ofertas pendentes - deverá ser realizada, de forma contínua, pela entidade gestora ao público, durante o horário normal de negociação, podendo ser dispensada pela CMVM, nos termos dos números 1 e 2, do artigo 221.º, do CodVM.

Relativamente ao dever de informar a CMVM, a entidade gestora deve comunicar a ocorrência de violações de regras, condições anormais de negociação ou comportamentos suscetíveis de colocar em risco a regularidade de funcionamento, transparência e credibilidade do mercado (*cf.* artigo 211.º, do CodVM). Poderá ainda, a CMVM, exigir às entidades gestoras a prestação de informações adicionais, caso verifique que estas são insuficientes para a proteção dos investidores, nos termos do artigo 212.º, n.º 2, do CodVM.

### **5.3. Os deveres de informação dos auditores**

De acordo com o artigo 304.º-C, do CodVM, “os auditores que prestem serviço a intermediário financeiro ou a empresa que com ele esteja em relação de domínio ou de grupo ou que nele detenha, direta ou indiretamente, pelo menos 20 % dos direitos de voto ou do capital social” deverão comunicar à CMVM, os factos a eles respeitantes, sempre que os mesmos sejam suscetíveis de constituir crime ou contraordenação, afetem o exercício da atividade do intermediário financeiro ou justifiquem a recusa da certificação de contas ou a emissão de reservas. Tal dever tem uma finalidade preventiva, nas palavras de Paulo Câmara:

“(…) quando haja eminência de reserva ou de opinião contrário à do auditor, na medida em que, quando cumprido tempestivamente, permite uma articulação entre auditores, emitente e autoridade de supervisão, relativa à finalização do processo de relato financeiro, o que por vezes logra ultrapassar a divergência contabilística e sanar o problema detetado nos documentos de prestação de contas”<sup>62</sup>

---

<sup>61</sup> Com as alterações introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 52/2010, de 26 de maio, pelo Decreto-Lei n.º 5218/2013, de 6 de fevereiro, pelo Decreto-Lei n.º 40/2014, de 18 de março, e pelo Decreto-Lei n.º 157/2014, de 24 de outubro.

<sup>62</sup> Câmara, Paulo (2011), *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, *ob. cit.*, p. 694.

#### **5.4. Os deveres de informação das empresas de investimento**

A DMIF II estabelece regras de harmonização dos requisitos de transparência que se devem observar na informação divulgada pelas empresas de investimento aos operadores de mercado, aos prestadores de serviços de comunicação de mercado e às empresas de países terceiros que prestem serviços de investimento.

A mencionada Diretiva prevê a disposição de regras mais estritas relativamente à atuação das empresas de investimento. Por outro lado e no que concerne ao funcionamento das plataformas de negociação multilaterais, a DMIF II impôs um conjunto de regras nos processos de negociação de instrumentos financeiros e conclusão de transações, especificamente, num MTF e num OTC que garantam a transparência do mercado, bem como a exigência de uma maior resistência dos sistemas de negociação eletrónica, de forma a que não haja perturbações nas negociações.

Relativamente aos deveres de informação e com o intuito de proteger os investidores, impõe-se ainda que as empresas de investimento prestem um conjunto de informações aos clientes, que sejam claras<sup>63</sup> e que atendam à sua experiência e conhecimento em matéria de investimento<sup>64</sup>.

#### **5.5. Os deveres de informação dos emitentes**

##### **5.5.1. Sociedades abertas: conceito**

Antes de nos debruçarmos sobre os deveres de informação das entidades emitentes, importa esclarecer alguns aspetos do regime das sociedades abertas.

A qualidade de sociedade aberta - ou sociedade com o capital aberto ao investimento do público - depende da verificação de uma das cinco situações previstas no artigo 13.º do CodVM, opera automaticamente e sem qualquer declaração judicial ou administrativa adicional obrigatória<sup>65</sup>.

Uma sociedade aberta, de acordo com a aceção de Paula Costa e Silva, constitui uma sociedade comercial "(...) cujo capital pode ser subscrito ou adquirido pelo público, direta ou indiretamente, com a premissa de que este seja constituído por pessoas residentes ou com

---

<sup>63</sup> Cfr. artigo 24.º, n.º 4 e 5, da DMIF II.

<sup>64</sup> Cfr. artigo 25.º, n.º 3, e 24.º, n.º 2, parágrafo 2, da DMIF II.

<sup>65</sup> A este propósito, Paulo Câmara (2011), *Manual de Direito dos Valores Mobiliários, ob. Cit.*, refere que, na ausência de concretização do momento determinante para a aquisição da qualidade de sociedade aberta, se deverá entender que "tal ocorre quando há um contacto irreversível com decisões de investimento tomadas pelo público.", p. 514.

estabelecimento em Portugal”<sup>66</sup>.

As sociedades abertas diferenciam-se das sociedades fechadas, sobretudo no que concerne à tendencial separação entre a titularidade da sociedade e respetivo governo ou, nas palavras de Paulo Câmara, “separação entre a propriedade acionista e o controlo da mesma sociedade”<sup>67</sup>. Efetivamente, neste tipo de sociedades, encontrando-se o capital disperso pelo público, verificar-se-á uma cisão entre o fim societário e os atos praticados pelos seus representantes. Embora estas sociedades tenham facilidade em obter financiamento através dos investimentos efetuados no mercado, a verdade é que se tornam mais suscetíveis a mudanças no seu comando.

Estando o capital disperso pelo público e havendo um potencial distanciamento entre os acionistas (em especial minoritários) e a administração da sociedade, houve necessidade de estabelecer alguns requisitos de transparência e de controlo da administração neste tipo de sociedades. Entre eles, vários deveres de informação.

A mero título indicativo, a perda de qualidade de uma sociedade aberta verifica-se com a ocorrência de alguma das circunstâncias descritas no artigo 27.º, do CodVM. A perda de qualidade de sociedade aberta pode ser requerida à CMVM, pela própria sociedade, e caso essa perda de qualidade advenha de uma oferta pública de aquisição<sup>68</sup>, em que um acionista passe a deter 90% dos direitos de voto, também por este. A decisão da CMVM é publicada no boletim do mercado regulamentado, onde os valores mobiliários se encontravam admitidos à negociação e noutro meio de grande difusão em Portugal (*cf.* artigo 5.º, *ex vi* artigo 28.º, do CodVM). Note-se que a perda de qualidade de uma sociedade aberta impede a sua readmissão à negociação em mercado regulamentado, no prazo de um ano<sup>69</sup>.

Posto isto e sumariamente, para que uma sociedade seja qualificada de sociedade aberta<sup>70</sup> impõe-se, entre outros, o dever de comunicar as participações qualificadas e os acordos

---

<sup>66</sup> Silva, Paula Costa (2004), “Domínio de sociedade aberta e respetivos efeitos”, *Direito dos Valores Mobiliários*, (V), Lisboa, Coimbra Editora, p. 332.

<sup>67</sup> *Idem.*, p. 509.

<sup>68</sup> O regime das ofertas públicas de aquisição encontra-se previsto nos artigos 173.º e ss., do CodVM.

<sup>69</sup> Para um melhor esclarecimento acerca da perda de qualidade de sociedade aberta, *vide* Conceição Aguiar (2008), “Sobre a Perda de Qualidade de Sociedade Aberta”, *Cadernos de Valores Mobiliários*, (30), pp. 79-90.

<sup>70</sup> Com a criação do *Securities Act*, de 1933, e do *Securities Exchange Act*, de 1934, foi imposto um conjunto de deveres às sociedades abertas. Entre eles, “deveres de registo dos valores mobiliários admitidos à cotação em bolsa, deveres de informação das sociedades cotadas em bolsa e das sociedades com mais de 500 sócios ou mais de um milhão de dólares de património; deveres de informação dos administradores e sócios qualificados das sociedades abertas”, *cf.* Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, *ob. cit.*, p. 504.

parassociais, como veremos de seguida.

### 5.5.2. O dever de comunicação de participações qualificadas

Consideram-se participações qualificadas aquelas que “ultrapassando certos patamares, isoladamente ou em conjunto, são suscetíveis de facultar algum poder na sociedade, ainda que não assegurem uma posição de domínio”<sup>71</sup>.

A qualificação como sociedade aberta implica o dever de comunicar, por parte de quem<sup>72</sup> atinja ou ultrapasse participações qualificadas correspondentes a 10%, 20%, um terço, metade, dois terços e 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade<sup>73</sup> (cfr. artigo 16.º, n.º 1, do CodVM), salvo se se verificar alguma das situações de isenção previstas no

---

<sup>71</sup> Almeida, António Pereira de (2011), *Sociedades Comerciais - Valores Mobiliários e Mercados*, Lisboa, Coimbra Editora, p. 537.

<sup>72</sup> O artigo 20.º, do CodVM estende o dever de comunicar as participações qualificadas, não só a quem detenha tais direitos sobre as ações de que é titular, mas também relativamente aos direitos de voto:

- “a) detidos por terceiros em nome próprio, mas por conta do participante;
- b) detidos por sociedade que se encontre em relação de domínio ou de grupo com o participante;
- c) detidos por titulares do direito de voto, com os quais o participante tenha celebrado um acordo para o seu exercício. Salvo se, pelo mesmo acordo, estiver vinculado a seguir instruções de terceiro;
- d) detidos, caso o participante for uma sociedade, pelos membros dos seus órgãos de administração ou fiscalização;
- e) que o participante possa adquirir em virtude de acordo, celebrado com os respetivos titulares;
- f) inerentes a ações detidas em garantia pelo participante, por este administradas, ou depositadas junto dele, na condição de os direitos de voto lhe terem sido atribuídos;
- g) detidos por titulares do direito de voto, que tenham conferido ao participante poderes discricionários para o seu exercício;
- h) detidos por pessoas que tenham celebrado algum acordo com o participante, que vise adquirir o domínio da sociedade, frustrar a alteração de domínio ou que, de algum modo, constitua um instrumento de exercício concertado de influência sobre a sociedade participada;
- i) inerentes a ações subjacentes a instrumentos financeiros, detidos pelo participante com liquidação financeira, indexados às ações mencionadas na alínea e) e com efeito económico similar ao da detenção de ações ou de instrumentos, referidos nessa mesma alínea;
- j) imputáveis a qualquer das pessoas referidas numa das alíneas anteriores, por aplicação, com as devidas adaptações, de critério constante de alguma das outras alíneas.”

Este artigo resulta das influências comunitárias, mormente da Diretiva da Transparência, embora contenha algumas diferenças - sobretudo relativas ao regime de comunicação, no âmbito das ofertas públicas de aquisição obrigatórias, aplicando-se a todas as sociedades abertas e, não exclusivamente, às sociedades com ações admitidas à negociação, em mercado regulamentado.

<sup>73</sup> Também se exige o dever de comunicar participações qualificadas, de sociedades gestoras de mercados regulamentados, ou sociedades gestoras de sistema de negociação multilateral, nos termos do artigo 9.º, do Decreto-Lei n.º 357-C/2007, de 31 de outubro.

artigo 16.º-A do CodVM, no prazo máximo de quatro dias de negociação, após o dia da ocorrência do facto.

A comunicação de participações qualificadas de uma sociedade aberta, emitente de ações, ou de outros valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, incide, igualmente, sobre quem atinja ou ultrapasse uma participação de 2%, 5%, 15% e 25% dos direitos de voto, correspondentes ao capital social da sociedade (*cf.* artigo 16.º, n.º 2, do CodVM), salvo se se verificar alguma das situações de isenção previstas no artigo 16.º-A, do CodVM.

Cabe aqui ressaltar a possibilidade de se arguir que o artigo 16.º, do CodVM implica - como ato constitutivo do dever de comunicar -, um ato voluntário do participante, no sentido de alcançar, ultrapassar ou reduzir as participações sociais por si detidas. Segundo esta interpretação, não estão incluídas, na previsão do assinalado preceito legal, as situações em que, por ato alheio à vontade do participante, a sua atuação se alterou para além daqueles limites, como é visível em casos cuja redução da participação social resultou de penhora e subsequente venda coerciva, ocorrida no âmbito de processo de execução fiscal que, contra aquele, tenha corrido termos<sup>74</sup>. No entanto, a utilização do critério “ato voluntário” para determinar a obrigação de comunicar, talvez não seja a mais adequada, uma vez que, mesmo nas situações em que as participações sociais se alterem por circunstância alheia ao participante, este, ao ter conhecimento das mesmas, continua investido no dever de comunicar à entidade reguladora. Efetivamente, mesmo que a circunstância de a alteração das participações não decorra de ato voluntário do seu detentor, tal não afasta o dever de cuidado e de zelo que a *ratio* da lei impõe ao mesmo.

---

<sup>74</sup> Conforme resulta da sentença do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa, 1.º Juízo – 3ª Secção, no âmbito do processo n.º 500/08.4TFLSB, analisado por Pedro Boullosa Gonzalez (2009), no artigo “Deveres de Comunicação de Participações Qualificadas”, *Cadernos de Valores Mobiliários*, (34), p. 6, o tribunal não considerou ter havido negligência do arguido (participante), na medida em que este não chegou a representar o incumprimento de qualquer norma legal ou regulamentar, pois, mesmo sendo experiente no âmbito do mercado de valores mobiliários, exigir o dever de comunicação de um facto que “ocorreu no âmbito de um processo tributário, alheio à sua vontade, seria exigir que se comportasse com cuidado superior ao que lhe era exigível”. Partindo deste entendimento, o tribunal absolveu o arguido das contraordenações que lhe foram imputadas. Na opinião de Pedro Boullosa Gonzalez, “O facto de o arguido alegadamente não ter tido vontade de alienar, nem ter tido controlo sobre a alienação, não releva para efeitos de imputação objetiva, Assim, não nos parece de acolher a posição do Tribunal, de que o preenchimento do tipo objetivo depende de um ato voluntário do agente no sentido de atingir, ultrapassar ou reduzir as participações sociais por si detidas no capital social da sociedade participada.”, sendo que relativamente à norma do artigo 16.º, do CodVM, é indiferente de que modo se deu a alienação que determinou a participação qualificada. O autor considera que o arguido, ao ter sido notificado do registo da penhora, deveria tê-lo comunicado à CMVM. Não o fazendo, o arguido agiu imprudentemente, pelo que deveria ter sido punido, a título de negligência, pelas infrações cometidas.

A comunicação à CMVM e à sociedade participada deve revelar o facto jurídico concreto que motivou a aquisição de uma participação qualificada, “(...) e, quando aplicável, o número de ações adquiridas ou alienadas e o local de execução da transação.” (cfr. artigo 2.º, do Regulamento da CMVM n.º 5/2008)<sup>75</sup>.

A divulgação desta informação também deverá ser feita pela sociedade participada, no prazo de três dias de negociação após a receção da comunicação, pela *Extranet* (cfr. artigo 367.º *ex vi* artigo 244.º, n.º 4, e artigo 17.º CodVM e artigo 2.º-A, n.º 6, do Regulamento da CMVM n.º 5/2008), colocada e mantida no lugar do emitente na *internet*, durante um ano, caso sejam sociedades abertas que tenham valores mobiliários admitidos à negociação, em mercado regulamentado (cfr. artigo 244.º, n.º 7 e 8, do CodVM, e artigo 5.º, n.º 1, alínea c), do Regulamento da CMVM n.º 5/2008). A este respeito, é ainda importante referir o dever de informação sobre as posições económicas longas, constante do artigo 2.º-A, do Regulamento da CMVM n.º 5/2008.

Por último, nos termos do artigo 16.º-B, do CodVM, a ausência de comunicação de toda a cadeia de identidades das pessoas a quem possam ser imputados os direitos de voto, respeitantes a uma participação qualificada, importa a notificação dos interessados quanto à ausência de transparência, relativa à titularidade das participações sociais em causa. A partir da referida notificação, os interessados terão até 30 dias para apresentar prova destinada a esclarecer os aspetos da titularidade e outras questões relacionadas, colocadas pela CMVM, sob pena da suspensão do exercício do direito de voto e dos direitos de natureza patrimonial, associados às respetivas participações.

### **5.5.3. O dever de comunicação de acordos parassociais**

Os acordos parassociais celebrados entre todos ou alguns sócios de uma sociedade, neste caso aberta, visam assegurar ou manter a sua estrutura de controlo, dificultando a ocorrência de ofertas públicas de aquisição *hostis*<sup>76 77</sup> e servindo como “sustentáculo de participações qualificadas”<sup>78</sup>.

Como tal, e uma vez suscetíveis a influenciar o controlo das sociedades abertas, devem, tais acordos, ser comunicados à CMVM, por um dos contraentes, dentro de três dias após a sua celebração (cfr. artigo 19.º, n.º 1, do CodVM), sob pena das deliberações tomadas como execução de tais acordos serem anuláveis (cfr. artigo 19.º, n.º 3, do CodVM).

---

<sup>75</sup> Alterado pelo Regulamento da CMVM n.º 5/2010.

<sup>76</sup> Neste sentido, *vide* António Pereira de Almeida (2011), *Sociedades Comerciais ...*, *ob. cit.*, pág. 551.

<sup>77</sup> Genericamente, a respeito das medidas defensivas de ofertas públicas de aquisição, ver Guiné, Orlando Vogler (2009), *Da Conduta (Defensiva) da Administração "Opada"*, Lisboa, Almedina.

<sup>78</sup> Ogando, José João de Avillez, (2004), “Os deveres de informação ...”, *ob. cit.*, p. 29.



Tendo em consideração que tais acordos podem influir, conforme mencionado, no domínio das sociedades, a CMVM determina a sua publicação - integral ou parcial.

#### **5.5.4. Os deveres de informação relativos a entidades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado**

Sobre as sociedades abertas com valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, incide um maior grau de exigência, no que concerne aos deveres de informação e transparência, uma vez que há uma maior exposição do seu capital ao público investidor.

De facto, para além dos deveres de informação aplicáveis a todas as sociedades abertas, recaem, sobre as entidades mencionadas, deveres de informação ocasional e deveres de informação periódica, nos termos dos artigos 244.º e seguintes do CodVM e do Regulamento da CMVM n.º 5/2008.

A CMVM pode dispensar a divulgação de informação - à exceção da periódica e de algumas das informações previstas no artigo 249.º, do CodVM - nos termos do artigo 250.º, n.º 1, do CodVM. O incumprimento dos deveres de informação constitui uma contra-ordenação muito grave, nos termos do artigo 389.º, do CodVM e pode fazer incorrer, em responsabilidade civil, inclusivamente, a própria sociedade emitente, os seus administradores, os titulares dos órgãos de fiscalização e os revisores oficiais de contas (*cf.* artigo 251.º, do CodVM).

Posto isto, far-se-á, seguidamente, a análise dos deveres de informação periódica, que podem ser anuais, semestrais ou trimestrais.

##### **5.5.4.1. Divulgação de informação periódica**

###### **Informação anual**

Nos termos do artigo 245.º, n.º 1, do CodVM, as entidades emitentes de valores mobiliários, admitidos à negociação em mercados regulamentados, devem proceder à divulgação anual dos documentos de prestação de contas anuais, no prazo de quatro meses, a contar da data de encerramento do seu exercício<sup>79</sup>. Estas devem ser acompanhadas de um relatório, a ser executado por um auditor, que deve cumprir os requisitos do n.º 2, do artigo 245.º, do CodVM<sup>80</sup>, bem como, o parecer do órgão de fiscalização e lista dos titulares de participações

---

<sup>79</sup> De acordo com o Professor António Pereira de Almeida, relativamente às contas consolidadas, o prazo de quatro meses pode revelar-se escasso, comparativamente ao prazo de cinco meses previsto no artigo 65.º, n.º 5 do CSC, dada a sua complexidade, *Sociedades Comerciais ...*, *ob. cit.*, p. 558.

<sup>80</sup> O mencionado relatório deverá conter uma opinião que preveja a evolução dos negócios e da situação económica e financeira da entidade, assim como os elementos correspondentes à certificação legal de contas, caso esta não seja exigida por outra norma legal.

qualificadas<sup>81</sup>, de acordo com o disposto no artigo 8.º, do Regulamento da CMVM n.º 5/2008. Os referidos documentos são enviados à CMVM, mal sejam colocados à disposição dos acionistas (*cf.* artigo 245.º, n.º 5, CodVM).

Caso o relatório e contas anuais apresentados, “não derem uma imagem exata do património, da situação financeira e dos resultados da sociedade”, a CMVM pode determinar a publicação de informações complementares.

### **Informação semestral**

Para além do prazo anual de divulgação de contas, é exigida a prestação de informações intercalares, relativas à atividade e resultados do primeiro semestre de exercício, no prazo de três meses após o seu termo, nos termos do artigo 246.º, do CodVM.

Os elementos, exigidos nesta informação, são os seguintes:

- Demonstrações financeiras condensadas;
- Relatório de gestão intercalar; e
- Declaração, por parte dos responsáveis pela emitente, de que as demonstrações financeiras condensadas se apresentam de acordo com as normas contabilísticas aplicadas.

Para além dos elementos mencionados, são ainda exigidos os constantes do artigo 9.º, do Regulamento da CMVM n.º 5/2008.

A função desta prestação de informações intercalares nasce da necessidade de fornecer, aos investidores, elementos que lhes permitam apreciar a evolução da atividade e dos resultados da sociedade emitente, para assim, preverem a evolução do restante exercício em curso.

Junto à informação mencionada, deverá, igualmente, apresentar-se um relatório anual sobre o governo das sociedades, nos termos do artigo 245.º-A, do CodVM, que descreva a “estrutura e as práticas de governo societário” e que contenha os elementos constantes nas alíneas do n.º 1, do referido artigo.

### **Informação trimestral**

Para além da informação periódica anual e semestral é ainda exigida, às instituições de crédito ou sociedades financeiras, a prestação de informação trimestral. Esta é facultativa para os restantes emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado (*cf.* artigo 246.º-A, n.º 1 e 2, do CodVM e artigo 10.º, do Regulamento da CMVM n.º 5/2008).

#### **5.5.4.2 Informação privilegiada**

Atendendo à constante mutação dos mercados, a informação prestada periodicamente pode

---

<sup>81</sup> Um elemento a constar no relatório anual sobre o governo das sociedades, de acordo com o artigo 145.º-A, n.º 1, alínea c), do CodVM.

mostrar-se insuficiente para refletir, da forma pretendida, a situação do mercado.

Para manter os operadores de mercado constantemente informados e sem que a informação - prestada periodicamente - fique desatualizada, recai sobre os emitentes, a obrigação de divulgar informações que, por preencherem determinados pressupostos, ainda por analisar, se consideram privilegiadas.

Assim, atento o primado da *full disclosure*<sup>82</sup> (como vimos, intrinsecamente ligado à teoria da eficiência dos mercados) e para evitar a desatualização da informação - potenciadora de assimetrias informativas e do risco da prática de abuso de informação (previsto no artigo 378.º, do CodVM e cujos pressupostos serão analisados adiante) -, os emitentes deverão informar o mercado acerca do conteúdo de informações privilegiadas, noção explorada nos pontos 1. e 2. do capítulo seguinte.

#### **5.5.4.3 Outras informações**

Para além dos dois grandes vetores que compõem os deveres de informação dos emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação (*i.e.* de informação periódica e de divulgação de informação privilegiada), são de destacar os seguintes deveres adicionais:

- 1) O envio à CMVM e à entidade gestora de mercado regulamentado, dos projetos de alteração de estatutos e do extrato de ata, contendo a sua deliberação (artigo 249.º, n.º 1, al. a) e b), do CodVM);
- 2) Informar o público sobre os fatos constantes das alíneas do artigo 249.º, n.º 2, do CodVM;
- 3) Comunicar à CMVM a informação relativa à aquisição e alienação de ações próprias, de acordo com os artigos 11.º e ss., do Regulamento da CMVM n.º 5/2008; e
- 4) Elaborar e manter uma lista atualizada dos seus dirigentes, nos termos previstos no artigo 15.º do *supra*, referido regulamento.

#### **5.6. Os deveres de informação dos dirigentes**

Por fim, é relevante mencionar que os dirigentes de emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado ou da sociedade que as domine (bem como as pessoas estritamente relacionadas com os mesmos) estão sujeitos ao dever de prestar informações sobre as transações efetuadas, especificamente as referentes às ações daquele emitente ou aos instrumentos financeiros relacionados, nos termos conjugados dos artigos 248.º-B, do CodVM, 14.º, do Regulamento da CMVM n.º 5/2008 e 19.º, do MAR<sup>83</sup>.

---

<sup>82</sup> Princípio, segundo o qual, toda a informação relevante, deve ser divulgada ao mercado.

<sup>83</sup> Tema que será abordado, com mais detalhe, no ponto 2.8. do Capítulo III.



## CAPÍTULO II

### Informação Privilegiada

#### 1. Conceito de informação privilegiada e a obrigação de divulgação

Como se concluiu no capítulo anterior, a informação assume-se primordial na formação de preços no mercado de valores mobiliários. Assim, e para que os preços de mercado reflitam, o mais fielmente possível, a informação disponível, é necessário que os emitentes de valores mobiliários, admitidos à negociação em mercado regulamentado, divulguem toda a informação que possa influenciar o preço dos referidos valores mobiliários. É neste sentido que o artigo 248.º, n.º 1, do CodVM prevê o seguinte:

“Os emitentes que tenham valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado ou requerido a respetiva admissão a um mercado dessa natureza divulgam imediatamente:

- a) Toda a informação que lhes diga diretamente respeito ou aos valores mobiliários por si emitidos, que tenha carácter preciso, 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;
- b) Qualquer alteração à informação tornada pública nos termos da alínea anterior, utilizando para o efeito o mesmo meio de divulgação.”

Sublinhe-se, porém, que a divulgação de informação privilegiada pode ser diferida, nos termos do artigo 248.º-A, do CodVM se, cumulativamente, a divulgação imediata da informação prejudicar os interesses do emitente, se o diferimento não for suscetível de induzir o público em erro<sup>84</sup> ou se o emitente assegurar a confidencialidade da informação<sup>85</sup>.

#### 2. Pressupostos da informação privilegiada

Resultam assim, do artigo 248.º, n.º 1, do CodVM, os seguintes pressupostos - cumulativos - relativos ao dever de divulgar informação:

- a) Que diga respeito a emitentes ou a valores mobiliários por si emitidos; e
- b) Que tenha características que a tornem precisa, não pública e *price sensitive*.

---

<sup>84</sup> Foram tecidas algumas objeções a este mecanismo, sobretudo no que concerne às exigências, difíceis de observar pelos emitentes, em especial, o requisito da não suscetibilidade de induzir o público em erro, por *Carmine Di Noia e Mattero Gargantini*, “The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practise: Some Margins for Future Actions”, *Rivista delle Società*, n.º 4/2009, pp. 782-835.

<sup>85</sup> Esta possibilidade, embora já se encontrasse prevista na MAD, não antevia a obrigação da entidade emitente informar a entidade reguladora, após a divulgação pública da informação, ou seja, findo o diferimento da obrigação de divulgação. A obrigação de informar a entidade emitente encontra-se, agora, prevista no MAR e deve ser realizada por escrito, acompanhada de um esclarecimento acerca do cumprimento dos pressupostos, *cf.* previsto no artigo 17.º, n.º 4, do MAR.

## 2.1. Pressupostos relativos aos emitentes e aos valores mobiliários

### 2.1.1. Emitente com valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado

Como resulta do artigo 248.º, n.º 1, do CodVM, o dever de divulgar informação privilegiada recai sobre os emitentes<sup>86</sup> de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado.

Consideram-se emitentes “os produtores dos valores mobiliários”, pessoas coletivas, cuja capacidade de emitir valores mobiliários depende de habilitação legislativa.

Para além dos emitentes de ações (as sociedades anónimas), poderão ser emitentes de obrigações, as sociedades por quotas, as sociedades anónimas e ainda outras entidades, mediante a autorização do Ministro das Finanças, conforme decorre do artigo único do Decreto-Lei n.º 320/89, de 25 de setembro.

Ademais, nos termos dos artigos 1.º, 4.º, 5.º, 7.º e 66.º, n.º 1, al. b) subalínea vii), do Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro), os fundos de investimento emitem unidades de participação, através das respetivas entidades gestoras<sup>87</sup>.

Concluindo, o Estado e outras entidades públicas, podem emitir títulos de participação (*cfr.* Decreto-Lei n.º 321/85, de 5 de agosto), obrigações do tesouro (*cfr.* Lei 7/98, de 4 de fevereiro e Decreto-Lei n.º 280/98, de 17 de setembro) e *warrants* (*cfr.* Decreto-Lei n.º 172/99, de 20 de maio).

É de salientar que o artigo 248.º, n.º 1, do CodVM, se refere a “emitentes de valores mobiliários” e, quer a NMAD nos seus artigos 1.º, n.º 2, al. d), e 3.º, n.º 2, quer o MAR, no artigo 7.º, n.º 1, alínea a), aludem a “emitentes de instrumentos financeiros”. Qual a razão para esta distinção? Denote-se que a utilização distinta do conceito de emitente subsiste desde a MAD. De resto, se se tiver em atenção que o verdadeiro intuito do regime comunitário é o da abrangência de todos os instrumentos financeiros, parece ser essa a justificação para a existência de uma cláusula aberta de definição de instrumentos financeiros (no artigo 1.º, n.º 2, alínea d), da NMAD). No entanto, como aponta, e bem, Paulo Câmara, referindo-se à MAD, não existe uma distinção de abrangência entre os conceitos, mas sim uma incongruência

---

<sup>86</sup> Remete-se para as considerações tecidas *supra* (capítulo anterior), na definição respetiva às sociedades abertas.

<sup>87</sup> Na medida em que os fundos de investimento não possuem personalidade jurídica e tratando-se, sim, de patrimónios autónomos, as entidades gestoras atuam por conta própria - artigos 65.º e seguintes da Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro.

linguística, dado que os únicos instrumentos financeiros que são emitidos, são os valores mobiliários<sup>88</sup>.

### **2.1.2. Valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, previsto no artigo 248.º, do CodVM, e o alargamento do âmbito da NMAD a instrumentos financeiros negociados fora de mercado regulamentado**

O artigo 248.º, n.º 1, do CodVM, estabelece que os emitentes, sobre os quais recai a obrigação de divulgar informação privilegiada, sejam somente aqueles que detenham valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado<sup>89</sup> ou que tenham pedido a admissão dos mesmos no mercado regulamentado.

Embora, oportunamente, se dedique um capítulo à evolução legislativa, no qual serão abordadas algumas das mais relevantes alterações trazidas pela NMAD e pelo MAR, é apropriado fazer, desde já, menção ao facto de, com o MAR, os deveres de divulgação de informação privilegiada, passarem a abranger:

- Os emitentes que solicitaram ou aprovaram a admissão dos seus instrumentos financeiros à negociação num mercado regulamentado, de um Estado-Membro;
- Os emitentes que aprovaram a admissão dos seus instrumentos financeiros à negociação, num MTF ou num OTF;
- Os emitentes que solicitam a admissão à negociação dos seus instrumentos financeiros, num MTF num Estado Membro.

O ponto 8) do preâmbulo do MAR esclarece a razão que motivou o alargamento do seu âmbito a qualquer instrumento financeiro admitido à negociação, não só em mercado regulamentado, como também em MTF e em OTF e, por conseguinte, a exigência de deveres de divulgação de informação aos emitentes que aprovaram a admissão dos seus instrumentos financeiros à negociação, num MTF ou OTF. Tal deveu-se ao acréscimo de negociação desses instrumentos nos referidos últimos mercados, fruto da entrada em vigor da DMIF e o propósito foi “melhorar a proteção dos investidores, preservar a integridade dos mercados e garantir a proibição clara de abuso de mercado desses instrumentos.”

---

<sup>88</sup> Câmara, Paulo (2011), *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 700.

<sup>89</sup> Os mercados regulamentados originários de Portugal são os seguintes: *Euronext Lisbon* Mercado de cotações oficiais (gerido pela *Euronext Lisbon* - Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S. A.); Mercado de Futuros e Opções (gerido pela *Euronext Lisbon* - Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A.); Mercado de Derivados OMIP (gerido pelo OMIP - Operador do Mercado Ibérico de Energia).

A necessidade de alargar, a esses emitentes, o cumprimento do conjunto de deveres de divulgação de informação privilegiada, resultou da *Call for Evidence*<sup>90 91</sup>. Esta foi realizada pela comissão europeia, sobre a aplicação da MAD, com vista a identificar problemas e reunir ideias para a alteração do regime, conduzindo, desta forma, à sua otimização. As ideias recolhidas, por meio da mencionada *Call for Evidence*, foram avaliadas e permitiram, aos serviços da Comissão, desenvolver propostas de revisão da MAD, espelhadas na NMAD e no MAR.

Da indicada *Call for Evidence* resultou que, devido à limitação do âmbito de aplicação da anterior MAD, os MTF ficavam sujeitos a exigências menos rigorosas, em termos de transparência e integridade. Tal tratamento, desigual, gerava distorções da concorrência entre os diferentes tipos de mercados, criando a necessidade de alteração do regime, especialmente, no respeitante à sua abrangência<sup>92</sup>.

Porém, o alargamento do âmbito da MAD a outros mercados não é isento de críticas, tendo sido, algumas delas, apontadas na *Call for Evidence*:

- (i) Os instrumentos financeiros admitidos à negociação em mercados regulamentados já representavam um escopo bastante amplo;
- (ii) O âmbito da MAD era definido de forma a que pudesse, potencialmente, ser alargado a instrumentos financeiros adicionais, caso estes também fossem admitidos à negociação num mercado regulamentado. Tal abrangia a matéria do abuso de informação privilegiada nos MTF, caso o instrumento financeiro em causa fosse, simultaneamente, negociado num mercado regulamentado<sup>93</sup>;
- (iii) Se houve um incremento de negociação de instrumentos financeiros em MTF, tal deveu-se ao facto de estes estarem, simultaneamente, admitidos à negociação em mercado regulamentado;
- (iv) Qualquer extensão da abrangência da nova diretiva teria de estabelecer critérios, nomeadamente, no que à dimensão dos mercados diz respeito, para delimitar adequadamente o novo escopo; em particular, qualquer extensão de determinadas

---

<sup>90</sup> Realizada em 2009 e disponível para consulta em [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2009/market\\_abuse/call\\_for\\_evidence.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/market_abuse/call_for_evidence.pdf).

<sup>91</sup> Faz-se referência ao seu contexto temporal na página 65, do presente trabalho.

<sup>92</sup> Muito embora alguns Estados já viessem a aplicar alguns deveres previstos na MAD a instrumentos negociados em mercados não regulamentados. Estes, simultaneamente, resultavam da aplicação do artigo 26.º, da DMIF, nos termos do seu n.º 2, segundo o qual, os operadores de sistema que gerissem um MTF seriam obrigados a informar a autoridade competente de eventuais violações de regras e de níveis anormais de negociação.

<sup>93</sup> Tal como foi observado por Helena Magalhães Bolina (2015), “A Revisão das Diretivas do Abuso de Mercado: Novo âmbito, o mesmo regime”, *Cadernos de Valores Mobiliários*, (52), p. 15.



obrigações, previstas na diretiva para MTF, teria de ser proporcionada e adaptada ao seu modelo de mercado.

No que concerne à delimitação do âmbito de aplicação da NMAD e, tendo a consciência de que a negociação em MTF pode não depender do próprio emitente, seria indevido onerá-lo com o cumprimento de deveres de informação e sujeitá-lo ao regime de infrações nela previsto. Assim, a solução consagrada no MAR para os casos em que os valores mobiliários são exclusivamente negociados em MTF ou OTF, foi a de restringir a aplicação dos deveres exclusivamente às situações em que os emitentes tenham aprovado a sua admissão naqueles mercados (*cf.* artigos 17.º, n.º 1, 18.º, n.º 7, e 19.º, n.º 4, al. b), do MAR).

## **2.2. Pressupostos relativos às características da informação**

### **2.2.1. Caráter Preciso**

#### **2.2.1.1. Conceito**

Graças ao Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de março (o qual, transpôs a MAD e as Diretivas n.º 2003/124/CE, da Comissão, de 22 de dezembro, n.º 2003/125/CE da Comissão, de 22 de dezembro e n.º 2004/72/CE, da Comissão, de 29 de abril), o artigo 248.º, n.º 1, do CodVM passou a ter a redação que hoje se conhece, deixando de fazer referência a “factos relevantes”.

Foi exigido, a partir de então, que a informação tivesse um “caráter preciso”. Pressuposto esse, que já se encontrava consagrado no conceito de informação privilegiada, para os efeitos do artigo 378.º, do CodVM, referente ao crime de abuso de informação privilegiada.

O elemento “caráter preciso” constava do artigo 1.º, n.º 1, da MAD e resulta agora do atual artigo 7.º, n.º 2, do MAR. Uma informação possui caráter preciso se fizer referência a um conjunto de circunstâncias existentes / razoavelmente previsíveis ou a um acontecimento já ocorrido / razoavelmente previsível.

Não havendo concretização legislativa interna relativamente ao conceito “informação precisa”, entendeu o Tribunal da Relação de Lisboa<sup>94</sup>, baseado no entendimento do professor Frederico de Lacerda da Costa Pinto<sup>95</sup>, que:

---

<sup>94</sup> *Cfr.* Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, no âmbito do processo n.º NUIPC 5043/13.1TDLSB-1 de 26 de janeiro de 2016, disponível em: [http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Contraordenacoes/ECrimesContraOMercado/Documents/Trib\\_Rel\\_20160126.pdf](http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Contraordenacoes/ECrimesContraOMercado/Documents/Trib_Rel_20160126.pdf).

<sup>95</sup> *Cfr.* Frederico de Lacerda da Costa Pinto (2000), *O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código de Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, p. 76, define que a informação precisa pressupõe uma

“a precisão da informação tem de reportar-se à descrição de uma realidade que seja minimamente identificada, algo entre o rumor e o juízo categórico da certeza, devendo excluir-se do conceito as referências vagas, rumores, notícias difusas e não se chegar a exigir que a informação corresponda a uma certeza nem que seja completa e exaustiva”

Assim, por informação precisa, entende-se uma informação minimamente completa e segura, à qual não é exigida, segundo as orientações do CESR <sup>96</sup>, uma natureza minuciosa. Partindo da farsa de um investidor médio, a jurisprudência do mencionado Tribunal, acrescenta que a informação deverá conter uma “consistência mínima para permitir a sua utilização por um investidor médio.”.

### **2.2.1.2. Carácter preciso da informação, no âmbito de um processo negocial complexo**

Foi amplamente discutida a questão de se considerar precisa uma informação, no âmbito de um processo negocial complexo, sempre que este não esteja terminado. Tal facto foi sendo questionado pela doutrina, nomeadamente por Fátima Gomes<sup>97</sup>, que entendia que, no decurso de uma negociação, a informação não se poderia ter como precisa.

No entanto, com a atual redação do artigo 248.º, n.º 2, do CodVM, ao dispor que “para efeitos da presente lei, a informação privilegiada abrange os factos ocorridos, existentes ou razoavelmente previsíveis, independentemente do seu grau de formalização (...)” (sublinhado nosso), a questão vê-se ultrapassada e o conceito torna-se, igualmente, abrangente a informações que decorram no âmbito de um processo negocial complexo<sup>98</sup>.

Aliás, já o artigo 3.º, n.º 1, da MAD, enunciava, como exemplos de informações privilegiadas, situações que constituem casos de fases intermédias de processos complexos (*v.g.* as negociações em curso e as decisões tomadas, assim como os contratos celebrados pelo órgão de direção de um emitente, que necessitem da aprovação de outro órgão desse emitente para se tornarem efetivos), pelo que se conclui que uma fase intermédia, num desses processos,

---

base em elementos concretos, descrevendo uma realidade minimamente identificada, ou seja, que assuma uma «consistência mínima».

<sup>96</sup> *Cfr.* o segundo conjunto de orientações CESR e informações sobre o funcionamento da comum diretiva para o mercado. Documento com a referência CESR/06-562b – disponível em <http://www.cesr.eu/>, no ponto 1.7.” In addition, it is not necessary for a piece of information to be comprehensive to be considered precise.”.

<sup>97</sup> Gomes, Fátima, (1996), *Insider Trading*, Lisboa, APDMC, p. 87-88.

<sup>98</sup> O mesmo resulta do ponto 1.6, das linhas de orientação do CESR de julho de 2007 (documento com a referência CESR/06-562b – disponível em <http://www.cesr.eu/>): “It is also important to note that, if the information concerns a process which occurs in stages, each stage of the process as well as the overall process could be information of a precise nature. An example might be a takeover bid. The fact that the proposed takeover might not in the end take place does not mean that the approach to the target company is not precise information in its own right”.

pode constituir um “conjunto de circunstâncias ou um acontecimento”, para efeitos de informação privilegiada.

Tal entendimento é também seguido pela jurisprudência que afirmou: “factos que, para serem precisos não carecem de corresponder ao resultado final ou irreversível dum processo negocial, designadamente quanto ao preço de transação (...)”<sup>99</sup>.

Posto isto, poder-se-ia concluir que o disposto no n.º 2, do artigo 248.º, do CodVM não se coaduna com as exigências de qualidade de informação plasmadas no artigo 7.º, do mesmo diploma legal, uma vez que se exige que a informação divulgada ao mercado seja “completa”. Porém, e conforme salientado, pelo CESR, no ponto 1.7, do Segundo Conjunto de Linhas de Orientação sobre a MAD, o conceito de informação precisa não se confunde com “informação completa”, dado que “antes de um processo negocial estar concluído, existem diversos factos precisos que podem ser informação privilegiada (...)”.

Tal entendimento refletiu-se no novo regime sobre o abuso de mercado, pois segundo o artigo 7.º, n.º 5, do MAR, “Um passo intermédio num processo continuado no tempo pode constituir informação privilegiada se, por si só, cumprir os requisitos da informação privilegiada (...)”.

Assim, e como assinala Filipe Matias Santos, “os factos não deixam de ser precisos por integrarem um processo mais vasto (...) estando em curso um processo (...) a informação relativa a cada uma das fases do processo (factos ocorridos) pode ser privilegiada.” Considerando o referido autor que, mesmo os factos futuros, para serem razoavelmente previsíveis, deverão basear-se em acontecimentos pretéritos<sup>100</sup>.

Contudo, nos processos complexos, admitindo-se que a divulgação seja feita com base nas circunstâncias ou eventos que ainda não estão determinados e caso estes venham ocorrer de forma diferente à esperada, o público poderá ver-se induzido em erro (nomeadamente se o emitente revelar a perspetiva de um contrato lucrativo que eleva o preço dos seus títulos de mercado, na expectativa de dececionar o público mais tarde, sem a concretização do contrato). Em casos como o descrito, a divulgação poderá criar falsas expectativas nos investidores, sendo contrária ao objetivo declarado pela medida e, igualmente, contrária à finalidade de prevenção da manipulação de mercado, prevista no artigo 12.º, do MAR. O ponto determinante é o seguinte: desde que a informação seja corretamente transmitida (ou, como no exemplo acima referido, fique patente que o contrato em causa ainda se encontra em negociação, sem

---

<sup>99</sup> Cfr. Acórdão Tribunal da Relação de Lisboa de 23/20/2007, disponível em <http://www.dgsi.pt>;

<sup>100</sup> Santos, Filipe Matias (2011), “Divulgação de Informação...”, *ob. cit.*, p. 68: “(...) conforme é ditado pela lógica e pela razão, para estarmos perante factos razoavelmente previsíveis, que sejam *price sensitive*, é imprescindível que já tenham ocorrido fatos ou circunstâncias fácticas, suficientemente concretas e determinadas.”.

ter sido celebrado), não há indução do público em erro, pois, cada investidor, ao tomar as suas considerações face à informação transmitida, deve assumir o risco inerente às decisões de investimento.

### **2.2.1.3. O pressuposto do “caráter preciso” nos processos negociais e a dupla relevância do conceito de informação privilegiada: diferentes abordagens**

O dúbio pressuposto “caráter preciso” no âmbito de processos negociais, o duplo conceito de informação privilegiada<sup>101</sup> e a possibilidade deixada pela MAD de cada Estado Membro adotar a sua abordagem relativamente às regras impostas para a divulgação de informação privilegiada e para a proibição de abuso de informação, conduziram ao surgimento de duas abordagens legislativas diferentes pelos Estados Membros, respeitantes à informação privilegiada em processos negociais.

Em determinadas jurisdições, que optaram pela abordagem dos dois passos, exigiu-se que a informação detivesse um determinado nível de precisão para ser divulgada - o que muitas vezes coincidia com o evento final da negociação. Nesta abordagem, desde que a informação se mantenha incerta e confidencial ao emitente, qualquer utilização da mesma é punida, nos termos previstos pela proibição de abuso de informação - o que constitui o primeiro passo -, posteriormente, quando a informação adquira determinado grau de precisão, a mesma passa a reunir as condições para ser divulgada - o segundo passo. Todavia, tal interpretação não advoga que, no âmbito de um processo complexo, apenas o evento final seja divulgado, pressupondo-se a divulgação dos factos intermédios, caso estes preencham os pressupostos de informação privilegiada.

Em contrapartida, outras jurisdições optaram por interpretar o conceito de informação privilegiada a partir de uma abordagem simultânea. Ou seja, desde o momento em que uma informação reúne os pressupostos de informação privilegiada, a sua utilização é censurada criminalmente e deve ser imediatamente divulgada. Nesta segunda abordagem, tanto a obrigação de divulgação privilegiada como a proibição de abuso de informação, são aplicadas ao mesmo momento. Nos países, como Portugal, que adotaram esta conceção, é recorrente a utilização do mecanismo do diferimento da obrigação de divulgação em processos negociais ou complexos, estes constituídos por várias informações privilegiadas e sob sigilo, até ao momento final.

---

<sup>101</sup> Com a MAD, o conceito de informação privilegiada, para efeito da obrigação de divulgação de informação e do crime de abuso de informação privilegiada, passou a ter uma delimitação semelhante – ao passo que, anteriormente, a obrigação de divulgação de informação se ancorava à noção de “factos relevantes”, tal como *supra* mencionado.

A distinção entre as duas abordagens, segundo Jesper Lau Hansen<sup>102</sup>, traduz-se no momento em que a informação adquire uma natureza precisa, o que interfere com a interpretação de “informação privilegiada”. Com efeito, e visto existir uma margem para transposição no pacote legislativo da MAD<sup>103</sup>, a legislação alemã (que adotou uma abordagem simultânea), ao transpor o artigo 1.º, n.º 1, da Diretiva 2003/24/CE, da Comissão de 22 de dezembro<sup>104</sup>, referente ao alcance da definição de carácter preciso, optou pela utilização do termo “com uma probabilidade suficiente”<sup>105</sup>, em vez da expressão “razoavelmente previsível”, constante naquela.

Ora, relativamente a acontecimentos futuros, fazer depender o conceito de informação privilegiada da exigência de um grau de “probabilidade suficiente”, leva a restringir a interpretação de “informação precisa” de sobremaneira tal, que apenas se encontram abrangidas informações certas ou quase-certas. Nestes casos - tratando-se de um ordenamento jurídico com abordagem simultânea - estar-se-ia, não só, a adiar o momento de divulgação de informação, mas também a restringir o âmbito da proibição do abuso de informação privilegiada, cujas consequências já se conhecem.

Por outro lado, se adotada uma posição divergente da exposta e, conseqüentemente, se considerassem informações incertas como informação privilegiada, embora o espectro da proibição fosse alargado, incorrer-se-ia no risco de *information overload* e tal obrigaria o mercado a confrontar-se com um sem número de informações pouco seguras. Este problema foi apelidado, por *Carmina di Noia*, como o problema da “manta-curta”<sup>106</sup> e surgiu no caso *Gelt*, analisado *infra*.

#### **2.2.1.4. Relação entre o conceito de “caráter preciso” e o conceito de “price sensitive”**

Segundo o ponto 21 dos Entendimentos da CMVM, sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes - Conceitos, Linhas de Orientação, Exemplos e Condutas a Adotar,

---

<sup>102</sup> Hansen, Jesper Lau (2016), “Say When: When must an issuer disclose inside information?”, *Nordic & European Company Law*, pp. 6-8.

<sup>103</sup> Atualmente, no seu artigo 7.º, n.º 2, o MAR distingue o que é “informação precisa” para o detentor da informação e restante mercado.

<sup>104</sup>“(…) considera-se que uma informação possui um carácter preciso se referenciar um conjunto de circunstâncias existentes / razoavelmente previsíveis ou a um acontecimento já ocorrido / razoavelmente previsível e se essa informação for suficientemente precisa para retirar uma conclusão quanto ao eventual efeito desse conjunto de circunstâncias ou acontecimentos, a nível dos preços dos instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados, com eles relacionados.” (sublinhado nosso).

<sup>105</sup> Esta disposição normativa esteve na origem do caso *Gelt*, analisado *infra*.

<sup>106</sup> Anterior membro da ESMA, cuja conceção surge nas conclusões do caso *Gelt* e no relatório da ESMA sobre a MAD, *vide* Hansen, Jesper Lau (2016), “Say When: When must an issuer disclose inside information?”, *ob. cit.*, pp. 6-8.

de julho de 2008<sup>107</sup> e o ponto 1.8, do Segundo Conjunto de Linhas de Orientação, sobre a MAD<sup>108</sup>, o carácter preciso da informação é definido pelos seguintes critérios: “(i) Permitir a um investidor razoável a tomada de uma decisão com um risco financeiro mais reduzido; (ii) Informações com previsível impacto imediato no mercado, *i.e.*, os participantes no mercado passariam a negociar com base na informação a partir do momento em que a mesma fosse tornada pública.”<sup>109</sup>

Tal como refere Filipe Matias Santos, quer da previsão do n.º 2, do artigo 248.º, quer das orientações do CESR, é possível concluir que os conceitos de “precisão” e de “*price sensitive*” estão interligados. Há, inclusive, doutrina que defende um “duplo perfil” do carácter preciso da informação<sup>110</sup>, com o qual aquele não concorda, pois, na sua opinião:

“ (...) não se nega que sempre que a informação for precisa da mesma poderão, sempre, retirar-se conclusões quanto ao seu carácter «*price sensitive*» (...) Todavia, o raciocínio inverso já não é necessariamente sempre verdadeiro porquanto nem toda a informação «*price sensitive*», e sobre a qual se pode fazer um juízo de prognose sobre essa qualidade, é necessariamente precisa (...) precisão significa, essencialmente, concretização ou determinação da informação, e que precisão e carácter «*price sensitive*» são dois pressupostos que, apesar de interligados, são autónomos (...).”<sup>111</sup>

Apoia-se, por isso, a abordagem de Filipe Matias Santos relativamente ao conceito “precisão”, ainda que moderada pelas orientações do CESR, que não exige uma informação exaustiva e admite que, mesmo sendo conceitos autónomos, a precisão da informação tem influência no preço de mercado dos instrumentos financeiros.

## 2.2.2. Informação que não tenha sido tornada pública

De todos os pressupostos que constituem o conceito de informação privilegiada, o da informação não pública é o que oferece menos dificuldades.

A partir do momento em que a informação é pública, ou seja, acessível e do conhecimento de todos, deixa de ser considerada informação privilegiada<sup>112</sup>.

---

<sup>107</sup> Disponível em <http://www.cmvm.pt>.

<sup>108</sup> Documento com a referência CESR/06-562b – disponível em <http://www.cesr.eu/>.

<sup>109</sup> O mesmo resulta das linhas de orientação do CESR, de julho de 2007 (documento com a referência CESR/06-562b – disponível em <http://www.cesr.eu/>), onde se nota que o carácter de informação precisa deve ser aferido caso a caso.

<sup>110</sup> Santos, Filipe Matias (2009), “O carácter preciso da informação privilegiada”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, (32), p. 165.

<sup>111</sup> *Idem*, p. 20.

<sup>112</sup> Como observam José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos (2006), *O crime de abuso de informação privilegiada*, Coimbra Editora, p. 43-44. “não há dúvida que, tendo sido disseminada pelo

Em Portugal, conforme já foi referido, as informações a serem divulgadas são enviadas para o sistema de difusão de informação da CMVM, como previsto no artigo 367.º e 244.º, n.º 4, al. b), do CodVM. O reporte de informações à CMVM pelos emitentes faz-se através da *Extranet* da CMVM<sup>113</sup> e é disponibilizado pelo sistema de difusão de informação da CMVM<sup>114</sup> e no *site* da entidade emitente, durante um ano.

Atendendo à preocupação premente de aproximar as legislações europeias em relação a esta matéria, a atual Diretiva da Transparência prevê que, até dia 1 de janeiro de 2018, seja criado um ponto de acesso eletrónico europeu, desenvolvido pela ESMA, composto por todos os mecanismos oficiais dos Estados-Membros e por um portal europeu, no qual todos eles se encontrarão ligados<sup>115</sup>. Este ponto de acesso europeu às informações divulgadas contribuirá para uma maior transparência no mercado comunitário e, em Portugal, abrangerá o Sistema de Divulgação de Informação da CMVM, previsto no artigo 367.º, do CodVM<sup>116</sup>.

### **2.2.3. Price sensitive**

#### **2.2.3.1. Conceito**

O conceito de «informação privilegiada», pressupõe que, caso a informação fosse tornada pública, “seria suscetível de influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados”. Este conceito de “informação privilegiada” é ainda especificado, no artigo 7.º, n.º 4, do MAR, como a “(...) informação que um investidor razoável utilizaria normalmente para basear, em parte, as suas decisões de investimento”, à semelhança do disposto no número 2, do artigo 248.º, do CodVM<sup>117</sup>.

Em conformidade com a finalidade da MAD, esta aptidão para influenciar significativamente o preço deve apreciar-se, *ex ante*, à luz do conteúdo da informação em causa e do contexto em que se insere. Assim, é dispensável, para determinar se uma informação é privilegiada,

---

público, certa informação (por exemplo, em jornal de divulgação nacional, o emitente informa o público em geral sobre determinado facto relevante), cessa o carácter privilegiado da informação (...)

<sup>113</sup> Cfr. Regulamento da CMVM, n.º 3/2016.

<sup>114</sup> Cfr. determinado pela Diretiva 2013/50/EU do Parlamento e do Conselho de 22 de outubro, que alterou a Diretiva 2004/109/CE do Parlamento e do Conselho de 15 de dezembro, Diretiva 2013/50/EU, no seu artigo 21.º, n.º 2.

<sup>115</sup> Cfr. artigo 21.º-A da Diretiva da Transparência.

<sup>116</sup> Cfr. encontra-se previsto no preâmbulo do Decreto-Lei n.º 22/2016, de 3 de junho, que transpõe parcialmente a Diretiva da Transparência.

<sup>117</sup> Pode ser feito aqui um paralelismo com a anterior definição de factos relevantes e o critério subjacente da definitividade, na medida em que só eram suscetíveis de divulgação as informações que pudessem influenciar as decisões de investimento.

examinar se a sua divulgação influenciou, posteriormente e de maneira sensível, o preço dos instrumentos financeiros a que se refere<sup>118</sup>.

Para que se considere que determinada informação reúne o pressuposto aqui em análise, torna-se necessário que os emitentes - tomando a referência de um investidor razoável<sup>119 120</sup> - façam um juízo de prognose ou uma avaliação *ex ante* da probabilidade da informação influenciar o preço dos instrumentos financeiros, em caso de divulgação<sup>121</sup>. Contudo, neste exercício não se exige que o grau de probabilidade se aproxime da certeza.

Questiona-se sobre quais os fatores a ter em conta para determinar a probabilidade de influência no preço de mercado dos instrumentos financeiros, após a divulgação da informação. Neste ponto, o CESR indicou os seguintes fatores para serem levados em atenção<sup>122</sup>:

- A dimensão que o evento, ou matéria em questão, terá no contexto da atividade da sociedade emitente;
- A relevância da informação relativamente às principais determinantes do preço dos instrumentos financeiros;
- A fiabilidade da fonte;
- Todas as variáveis de mercado que afetem os instrumentos financeiros em questão.

---

<sup>118</sup> Cfr. ponto 69 do acórdão do TJUE de 23 de dezembro de 2009, no âmbito do processo n.º C-45/08, disponível em <http://curia.europa.eu>.

<sup>119</sup> O conceito de investidor razoável não corresponde ao conceito de homem-médio - deverá ter-se em conta que tal definição nos remete para alguém com determinados conhecimentos de mercado e certo nível de instrução, *cfr.* Filipe Matias Santos, “Na verdade, o recurso ao conceito de investidor razoável tem origem na jurisprudência norte-americana e remete-nos para a ideia do investidor sensato, ou seja, daquele que tem bom senso (conceito que, não raras vezes, não coincide com o senso comum) e que, por isso, tem capacidade de fazer julgamentos adequados”, “Divulgação de Informação...”, *ob.cit.*, p. 82.

<sup>120</sup> Segundo o ponto 3.2. do relatório da ESME (Grupo Europeu de Peritos de Valores Mobiliários, criado em março de 2006, que prestou aconselhamento jurídico no âmbito da Diretiva 2003/6/CE, e que se manteve em funções até 2009), o teste do investidor razoável constitui critério para distinguir a informação que pode ser relevante para o mercado e deve ser divulgada, e a informação não relevante que, a ser divulgada, pode induzir os investidores em erro: “Therefore further guidance as to how to apply the “reasonable” investor test could be helpful to all market participants involved in making the determinations.” Contraditoriamente, existe uma abordagem segundo a qual qualquer informação que afete uma decisão individual de um investidor, é por si só suficiente para que seja tornada pública (ignorando-se, nesta posição, o teste do investidor razoável).

<sup>121</sup> Cfr. Ponto 1.12, do Segundo Conjunto de Orientações do CESR: “CESR Members consider that those with potential inside information need to assess on an ex ante basis whether or not information is likely to have a significant price effect. It is a question of determining the degree of probability with which at that point in time such an effect could reasonably have been expected.”

<sup>122</sup> Cfr. Ponto 1.13, do Segundo Conjunto de Orientações do CESR.



Para que uma informação seja considerada apta a influenciar de maneira sensível o preço, não é necessário que, posteriormente, tal se chegue a verificar<sup>123</sup>. É sim necessário que, ante um investidor razoável, aquela informação, quando contextualizada pelos fatores *supra* descritos e outros relevantes para a sua decisão<sup>124</sup>, seja apta a alterar o preço dos instrumentos financeiros de determinado emitente. Assim, e numa análise casuística, para além dos fatores indicados, deverão ainda ser tomados em consideração os seguintes indicadores:

- Se o mesmo tipo de informação, num momento passado, tenha gerado efeito significativo nos preços;
- Se existem relatórios de analistas que afirmem que aquele tipo de informação é idónea a influenciar o preço; e
- Se o emitente considerou noutras ocasiões, situações idênticas, como informação privilegiada.

A ponderação sobre o pressuposto do «*price sensitive*», de acordo com a jurisprudência do Tribunal da Relação de Lisboa, espelha-se no seguinte excerto:

“(...) não exige uma análise em larga escala do mercado para o efeito, sendo suficiente a ponderação das circunstâncias concretas do caso, nomeadamente a emitente concreta, o seu

---

<sup>123</sup> Vide, neste sentido, Fátima Gomes, *Insider Trading*, *ob. cit.*, p. 90 e ainda o Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, no âmbito do processo n.º 5043/13.1TDLSB-1, de 26 de janeiro de 2016.

<sup>124</sup> Filipe Matias Santos (2011) aponta como fatores determinantes na contextualização da informação, “a dimensão da sociedade emitente, os desenvolvimentos recentes que se tenham verificado, o “sentimento do mercado” face ao emitente e ao sector em que este opera e ainda o tipo de valores mobiliários em causa.”; “Divulgação de informação privilegiada”, *ob. Cit.*, p.83. Sobre este aspeto, é relevante a abordagem efetuada por Bas J. de Jong (2016) na obra *Can Fluctuations in Prices or Volumes of a Security Trigger a Duty for Listed Companies to Disclose Inside Information?*, relativamente às flutuações de preços dos instrumentos financeiros quando uma informação privilegiada ainda não foi divulgada através do mecanismo de diferimento. O artigo em questão incide sobre o dever de divulgação de informações privilegiadas e sobre o diferimento dessa divulgação (possível sob condições estritas, nomeadamente, se a confidencialidade das informações for garantida pelo emitente). Analisa-se se flutuações consideráveis no preço do valor mobiliário, verificadas durante o tempo de diferimento, podem, por si só, “reativar” a obrigação de comunicação, uma vez que a confidencialidade - atendendo a essas flutuações - aparentemente, deixou de estar assegurada. Ora, para sustentar que a verificação de padrões anormais nos preços dos instrumentos financeiros não se deveu a uma quebra de confidencialidade, responsável pelo abuso de informação, é necessário que o emitente apresente explicações alternativas para a alteração anormal de preços (v.g. a irracionalidade dos investidores). Partindo da análise de um acórdão do Tribunal Holandês, *Bas. J. de Jong* defende que a metodologia estatística é preferível à análise técnica, dado que esta última é menos objetiva do que o anterior e se traduz numa incerteza jurídica para os emitentes.

peso no mercado, a informação concreta, tudo corroborado pela reação do mercado no dia seguinte à divulgação.”<sup>125</sup>

A reação de mercado no “dia seguinte”<sup>126</sup>, em princípio, refletirá a relevância da informação e esta deverá ser aferida, como se disse, através de um juízo de prognose. Ou seja, o emitente terá de questionar se a informação tem valor económico para quem a detenha.

Assim, o juízo de prognose passa por observar se determinada informação, se publicada - e contextualizada com outros fatores - produzirá uma diferença no preço dos valores mobiliários. Simultaneamente, dever-se-á averiguar se o conhecimento anterior à sua divulgação, por parte de um investidor razoável, se traduz numa vantagem face a outros investidores que a desconheçam<sup>127</sup>.

### **2.2.3.2. O pressuposto “*price sensitive*” em processos complexos**

Como se referiu na análise do pressuposto “caráter preciso”, os processos complexos são compostos por diversas etapas que, por si só, podem ser definitivas e constituir informação privilegiada.

Tal como se verifica com o caráter preciso, sempre que surja uma nova informação, num processo complexo, que reúna todos os pressupostos de informação privilegiada - incluindo o “*price sensitive*” - deve ser imediatamente transmitida. Salvo, se o emitente utilizar o mecanismo do diferimento da divulgação de informação, podendo o mesmo constituir-se, mais que uma vez, na obrigação de a comunicar<sup>128</sup>.

---

<sup>125</sup> Cfr. acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 19 de fevereiro de 2013, no âmbito do processo n.º 575/10.6TFLSB.L2-5, disponível em <http://www.dgsi.pt>.

<sup>126</sup> Sobre qual o momento oportuno para avaliar o impacto da divulgação de informação nos preços dos instrumentos financeiros, vide o acórdão do TJUE, processo n.º C-45/08, de 23 de dezembro de 2009.

<sup>127</sup> Cfr. Parágrafo 52, do mencionado Acórdão do Tribunal de Justiça da União Europeia: “Graças ao seu caráter não público e preciso e à sua capacidade de influenciar de maneira sensível o preço dos instrumentos financeiros, uma informação privilegiada confere, assim, ao iniciado que a possui, uma vantagem relativamente a todos os outros intervenientes no mercado que a desconhecem. Com efeito, ela permite que o iniciado, quando atua de modo consequente com essa informação, ao efetuar uma operação de mercado, espere dela retirar uma vantagem económica, sem simultaneamente se expor aos mesmos riscos que os outros intervenientes no mercado. A característica essencial da operação de iniciado reside, assim, no facto de retirar indevidamente partido de uma vantagem em detrimento de terceiros que a desconhecem e, por conseguinte, de afetar a integridade dos mercados financeiros bem como a confiança dos investidores.”.

<sup>128</sup> Cfr. Ponto 35, dos Entendimentos da CMVM, sobre a Obrigação de Divulgação de Informação Privilegiada.

Uma vez mais, o principal problema no âmbito destes processos é o de perceber qual o momento em que a divulgação da informação deve ser feita, o que implicará a necessária avaliação casuística.

### **2.3. Jurisprudência europeia: o caso *Gelt*<sup>129</sup>**

Este caso teve por objeto um pedido de decisão prejudicial por um tribunal alemão ao TJUE e, no qual, se apreciaram duas questões relacionadas com o conceito de carácter preciso e a interpretação do termo “razoavelmente previsível” (tal como se expôs anteriormente no ponto 2.2.1.3.), bem como a sua relação com o conceito de “*price sensitive*”.

Estava em causa, no mencionado litígio, saber se a renúncia ao mandato, por parte do CEO da empresa Daimler – cuja intenção foi comentada ao presidente do conselho de supervisão da sociedade, a 17 de maio de 2005, mas só formalmente conhecida pelo conselho de supervisão a 27 de julho desse ano e aceite por esse órgão, no dia 28 de julho -, constituía informação privilegiada naquela primeira data, uma vez que a sua divulgação ao público ocorreu apenas no dia 28 de julho de 2005.

Ora, na sequência da divulgação da informação ao mercado a respeito da renúncia ao cargo do CEO da Daimler, as suas ações valorizaram fortemente. Aconteceu que, M. Gelt e outros investidores tinham vendido ações da Daimler, anteriormente à publicação da decisão do conselho de supervisão, a um preço inferior ao que veio a ser o de mercado, após a divulgação daquela informação. Na sequência dos acontecimentos descritos, M. Gelt e os outros investidores apresentaram uma queixa contra a Daimler, peticionando, ainda, uma indemnização, com base no carácter tardio da publicação que, segundo eles, deveria ter sido imediatamente feita no dia 17 de maio de 2005.

Em primeira instância, o tribunal considerou não ser possível provar que, a 17 de maio de 2005, existisse informação privilegiada de que o antigo CEO da Daimler iria renunciar a esse cargo pois, segundo esse órgão jurisdicional, o factor determinante que poderia ter tido incidência no preço das ações fora a decisão do conselho de supervisão de 28 de julho de 2005.

Elaborado o recurso para tribunal superior, este colocou duas questões prejudiciais ao TJUE, a saber:

- Se num processo continuado, composto por várias circunstâncias ou passos intermédios, se relevaria apenas, para efeitos de aplicação do artigo 1.º, da MAD e do artigo 1.º, n.º 1, da Diretiva n.º 2003/124/CE, da Comissão, de 22 de dezembro, o acontecimento final e futuro,

---

<sup>129</sup> Caso com a referência C-19/11- Acórdão TJUE de 28 de Junho de 2012, disponível para consulta em <http://www.curia.europa.eu>.

devendo-se apreciar se é razoavelmente previsível que essa circunstância venha a ocorrer. Ou, se nesses procedimentos continuados, também podem constituir informações precisas, os passos intermédios que se relacionam com o acontecimento futuro.

- Para que exista uma previsibilidade razoável, é necessário que esta seja preponderante ou elevada? Ou devemos entender que a previsibilidade depende da medida dos efeitos sobre o emitente? Isto é, quando existe uma elevada possibilidade de influência dos preços dos instrumentos financeiros, basta que a ocorrência da circunstância ou do acontecimento futuro constitua uma hipótese em aberto?

Muito resumidamente, relativamente à primeira questão, o TJUE considerou que, estando em causa um processo diferido no tempo, podem constituir informações com carácter preciso as circunstâncias ou acontecimentos das fases intermédias e não apenas o facto final. Caso contrário, estar-se-ia a reduzir a integridade do mercado pela perda de confiança dos investidores e a aumentar as possibilidades de abuso de informação, dado que essas informações ficariam nas mãos de pessoas que poderiam retirar, delas, proveito.

No que concerne à segunda questão, o tribunal alemão questiona o TJUE se a expressão “conjunto de circunstâncias (...) razoavelmente previsíveis ou de acontecimento (...) razoavelmente previsível”, do artigo 1.º, n.º 1, da Diretiva 2003/124/CE da Comissão, de 22 de dezembro, diz respeito às circunstâncias ou acontecimentos cuja probabilidade de ocorrer pode ser considerada elevada ou se esse conceito determina que se considere o alcance dessas circunstâncias no impacto do preço dos instrumentos.

Aqui o TJUE analisa as várias transposições do mencionado artigo, mais precisamente a expressão “razoavelmente previsível”, pelos diferentes Estados-Membros, concluindo que a versão alemã utilizava a expressão “com uma probabilidade suficiente”, como já, aliás, se abordou *supra*, no ponto 2.2.1.3.

O TJUE considera que o termo “razoavelmente previsível” não pode ser interpretado de forma a exigir-se uma maior probabilidade da verificação das circunstâncias. Tal, restringiria o termo, sob pena de um aproveitamento por parte de algumas pessoas, que estejam na posse dessa informação, sobre outras que não têm, dela, conhecimento. Por outro lado, não se pode considerar que todas as circunstâncias e acontecimentos, mesmo inverosímeis, tenham carácter preciso. Ou seja, o termo “razoavelmente previsível”, que diz respeito a acontecimentos futuros, pressupõe haver uma perspectiva real de que esses acontecimentos venham a ocorrer, com base na apreciação global dos elementos disponíveis.

Por outro lado, o TJUE considera que o conceito de carácter preciso e de *price sensitive* são autónomos, tornando-se ilógico interpretar a lei no sentido de, quanto maior for a probabilidade do efeito do acontecimento futuro nos preços de mercado, menor é o grau de probabilidade

exigido para que se considere que a informação tem um carácter preciso. O termo “razoavelmente previsível” tem em vista as circunstâncias ou acontecimentos futuros, sobre os quais se afigura uma perspectiva real de ocorrência.

Posto isto, e de acordo com as conclusões do referido acórdão, elaboradas pelo Advogado-Geral Paolo Mengozzi, o Tribunal Alemão de primeira instância havia feito uma interpretação do conceito de informação privilegiada que permitiu, aos seus detentores, não a revelarem, por se tratar de informações confidenciais.

Quando, atendendo ao intento da MAD, a divulgação da informação deve ser rápida, leal e não seletiva, sob pena de uma perda de confiança dos investidores e influência da integridade dos mercados, dando aso a comportamentos abusivos, proibidos pelas Diretivas europeias<sup>130</sup>.

Assim, e uma vez no âmbito de um processo global que se consubstanciou em várias etapas, cada uma delas - a par do resultado final -, deveria ter sido qualificada como informação com carácter preciso, verificados os pressupostos da informação privilegiada. Não sendo necessário que a informação seja completa, para ser precisa.

Em contrapartida, e relativamente à interpretação do termo “razoavelmente previsíveis”, esta deve ser feita casuisticamente, de forma a aferir se o conceito “carácter preciso” se encontra preenchido, nomeadamente pela verificação dos requisitos que já tivemos oportunidade de referir<sup>131</sup>. Afinal, importa perceber se a circunstância ou o acontecimento são verosímeis e se a informação é minimamente específica, a fim de ser considerada precisa. Apenas assim se poderá avaliar se tal informação influenciará o processo de decisão do investidor médio ou razoável, com base numa avaliação *ex ante*, na qual se afere o impacto previsível das informações, à luz de todas as circunstâncias que são conhecidas.

---

<sup>130</sup> Cfr. Conclusões do Advogado-geral Paolo Mengozzi ao Acórdão em análise, apresentadas a 21 de março de 2012: “Com efeito, desse modo, a divulgação rápida e leal ao público de informação suscetível de influenciar os mercados financeiros seria impedida e, portanto, não seriam protegidas nem a integridade dos mesmos, nem a confiança do investidor, visto que, normalmente a própria utilização de informações que prenunciam a ocorrência de acontecimentos futuros suscetíveis de influenciar a negociação das ações é característica dos abusos de informação privilegiada que são proibidos pela legislação em apreço.”, p. 8.

<sup>131</sup> Com efeito e como se mencionou *supra*, no ponto 2.2.1.3. e seguintes, a informação é precisa se se verificarem os seguintes requisitos:

- Se fizer referência a um conjunto de circunstâncias existentes ou razoavelmente previsíveis, ou a um acontecimento já ocorrido ou razoavelmente previsível;
- Se essa informação for suficientemente precisa e permita retirar uma conclusão quanto ao eventual efeito, desse conjunto de circunstâncias ou acontecimento, nos preços dos instrumentos financeiros derivados, com eles relacionados.

No entanto, da expressão “razoavelmente previsíveis” não se infere a necessidade de uma elevada probabilidade de vir a ocorrer a circunstância em causa “(...) nem que a informação seja precisa ao ponto de, dela se retirarem conclusões certas ou quase certas.”. Aliás, exigir-se uma elevada probabilidade, consubstanciaria numa interpretação restritiva do conceito de informação privilegiada e tal impediria a divulgação de informações “que muitas vezes prenunciam o esboçar de acontecimentos futuros capazes de influenciar o valor das ações, favorecendo, assim, operações de *insider trading*.”<sup>132</sup>.

De outra parte, há que ter em conta que, uma interpretação demasiado ampla do conceito de informação privilegiada pode resultar na divulgação de informações pouco consistentes e, sobretudo no âmbito de processos complexos (v.g. negociações), pode induzir em erro os operadores de mercado quanto ao seu resultado final. Aqui, o advogado Paolo Mengozzi, no parágrafo 94.º das conclusões apresentadas sobre o caso em análise, refere que, embora deva ser evitada a divulgação excessiva de informações pouco seguras, em caso de dúvida, esta interpretação do regime das diretivas, é preferível a uma interpretação restritiva, que leve à redução da divulgação de informação. Isto porque, deve permitir-se aos investidores a tomada de decisões no mercado, com a assunção de riscos inerentes.

Concorda-se com Paulo Mengozzi na aceção de que deverá ser feita uma interpretação menos restritiva do conceito de informação privilegiada. Conquanto, não podemos olvidar que, no limite, a divulgação de informações, sem que estas tenham um grau mínimo de consistência e certeza, podem levar a um excesso de informações pouco credíveis no mercado, tornando-o ainda mais instável e descredibilizado, perante os investidores.

No caso em apreço, se a questão principal é, indubitavelmente, saber quando considerar existir informação privilegiada, esta tem que ser precedida de outra que, apesar de ter escapado às várias análises referentes ao caso, é igualmente relevante. Tal questão, passa por perceber qual é a informação que provoca a alteração do valor das ações: se a renúncia do CEO ou a assunção desse cargo pelo seu substituto.

Da análise do acórdão, embora se faça referência a esses dois momentos, estes são apresentados como fazendo parte da mesma informação. No entanto, pode identificar-se a existência de duas informações - que consubstanciam, respetivamente, duas fases do processo de renúncia - cada uma delas, autonomizável, e suscetível de se considerar como informação privilegiada. É possível, porém, questionar-se sobre a relevância em se autonomizarem para o caso, se ambas foram divulgadas ao público em simultâneo (dia 28 de julho) e se estão estreitamente relacionadas.

---

<sup>132</sup>Cfr. conclusões do Advogado-geral Paolo Mengozzi ao Acórdão em análise, apresentadas em 21 de março de 2012, p.13.

Ora, o facto de terem sido divulgadas em simultâneo, não afasta o carácter autónomo de cada uma dessas informações, surgidas em momentos distintos. Com efeito, caso se conclua que foi a renúncia do CEO, a informação que provocou uma subida do preço das ações, a argumentação de M. Gelt e dos restantes investidores que venderam ações antes da sua divulgação, segundo a qual, a mesma deveria ter sido feita a 17 de maio de 2005, poderia proceder e, conseqüentemente, verificar-se-ia o nexo de causalidade entre o facto ilícito (o incumprimento do dever de divulgação privilegiada) e os danos sofridos (o que motivou o pedido de indemnização formulado). Contudo, perante essa hipótese, como adiante se argumenta, não se reconhece que, na referida data, a informação reunia todos os pressupostos do artigo 1.º, n.º 1, da MAD. Por outro lado, ao considerar que a verdadeira motivação para a subida de preços foi a designação do Dr. Zetsche para o cargo de CEO, a divulgação desta informação nunca poderia ter sido feita a 17 de maio de 2005, pois, nessa altura, ainda não existia nenhum sucessor para o cargo e, conseqüentemente, essa informação apenas reuniu os pressupostos do artigo 1.º, n.º 1, da MAD, muito mais tarde.

Se bem que a questão colocada mereça pertinência, carece de dados que permitam identificar perante qual das duas informações, o mercado reagiu. O que se defende é que, no dia 17 de maio de 2005, a informação de que o anterior CEO da Daimler tencionava renunciar ao seu cargo, não reunia os pressupostos necessários para se considerar informação privilegiada. Com efeito, nessa data, apenas existia uma intenção (sublinhado nosso) por parte do Dr. Schrempp de renunciar ao cargo de CEO<sup>133</sup>, pelo que não se pode concluir que esta informação possuía carácter preciso. Embora a circunstância da renúncia possa - nessa data - ser previsível, não o é determinadamente, para que se considere “razoavelmente previsível”. Posto isto, não se entende que, a 17 de maio de 2005, fosse possível retirar uma conclusão quanto ao efeito que poderia ter sobre o preço das ações.

Pressupõe-se que a informação reunia todos os pressupostos do artigo 1.º, n.º 1, da MAD, certamente em data anterior a 18 de julho de 2005, dado que, nesse dia, foi acordado propor, entre o Prof. Schrempp e o presidente do Conselho de Supervisão, a sua renúncia ao restante Conselho de Supervisão - deixando de ser mera intenção e adquirindo, a nosso ver, um carácter preciso<sup>134</sup>.

---

<sup>133</sup> Muito embora e como realça Miguel Brito Bastos (2009), “*Scalping: Abuso de Informação Privilegiada ou Manipulação de Mercado*”, *Regulação & Concorrência*, (9) p. 302, as intenções possam considerar-se informação privilegiada, caso reúnam as características de precisão, não publicidade e “*price sensitive*”, não se perfilha este entendimento, àquela data - 17 de maio de 2005 – pois a informação não era suficientemente precisa.

<sup>134</sup> O facto de não ter sido anunciada, na convocatória, a proposição da renúncia antecipada do Prof. Schrempp, leva-nos a crer que se tratou de uma estratégia empresarial para não assumir que o assunto era formalmente conhecido pelo Conselho de Supervisão e, conseqüentemente, para tornar menos

### 3. O *insider trading* como crime de mercado

#### 3.1. Conceito

O crime de abuso de informação privilegiada ou, na expressão anglo-saxónica, *insider trading*, encontra-se previsto no artigo 378.º, do CodVM:

“Quem disponha de informação privilegiada:

- 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; 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 suponha a prática de um facto ilícito;

e a transmita a alguém 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.

2 - 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.(...)”

Atendendo que um dos objetivos da regulação do funcionamento do mercado de valores mobiliários é, como sublinhado no primeiro capítulo, alcançar a simetria na divulgação da informação para alcançar uma maior eficiência do mercado e a confiança dos investidores, a censura penal do abuso de informação privilegiada surge, precisamente, da necessidade de punir comportamentos desviantes que se baseiem na utilização de informações não disponíveis ao público.

Existem, contudo, vertentes doutrinárias nos EUA que defendem a despenalização do *insider trading*, por entenderem que, sendo impossível evitá-lo, a sua prática acaba por contribuir para uma maior eficiência nos preços do mercado, uma vez que a informação fica incorporada mais rapidamente nos preços dos valores mobiliários do que na hipótese de divulgação<sup>135</sup>. Um dos

---

evidente que, nesse momento, a divulgação dessa informação já deveria ter sido feita, por reunir todas as características necessárias.

<sup>135</sup> Vide, Manne, Henry G. (1966), *Insider Trading and the Stock Market* e Manne, Henry G. (1991), *Economic Mysteries in Insider Trading*, disponível em <http://europainstitut.de/fileadmin/schriften/240.pdf> e



principais defensores dessa corrente, Henry G. Manne - ignorando a questão da proteção dos investidores, sobretudo os pequenos e aqueles que investem no mercado a curto prazo<sup>136</sup> - argumenta que, a não penalização do *insider trading* não atentaria à confiança dos investidores do mercado. Isto porque, a seu ver, a performance dos preços é o único fator que pesa na participação dos investidores no mercado. Em contrapartida, este autor defende que o *Insider Trading* pode servir como ferramenta de remuneração dos *insiders* primários - sobretudo os seus administradores - como prémio de gestão, reputando tal prática como legítima<sup>137</sup>.

Henry G. Manne defende que a imagem ameaçadora do *insider trading*, disseminada e defendida pela SEC, acaba por não ter relevância fora da ordem teórica, uma vez que os próprios administradores das sociedades visadas não denunciam estas práticas dentro do seio da sociedade. Igualmente, por os efeitos negativos serem largamente compensados pelos efeitos positivos, já que a informação, nestes casos e segundo argumenta, é mais rapidamente absorvida pelo mercado e ajusta-se de uma forma mais célere que pela sua publicação (podendo esta não corresponder à pura realidade - v.g. a publicação dos resultados da sociedade que, muitas vezes, são manipulados pelos seus dirigentes).

Podemos concluir que a conceção defendida por Henry G. Manne, além de errada à *priori*, por partir da defesa de uma desigualdade informativa para justificar um fim - para si- benéfico para o mercado<sup>138</sup>, sem pesar as consequências para os pequenos investidores e investidores não institucionais, peca por não fazer sentido face à velocidade com que a informação se dissemina nos dias de hoje. Atualmente, com a rapidez que os meios tecnológicos proporcionam, não se justifica argumentar que a informação fica incorporada mais rapidamente no preço das ações através do efeito "*follow the market*" (a que se assistiria, após a utilização dessa informação como base de investimento dos *insiders*), do que pela divulgação de informação.

Por outro lado, não se pode deixar de, tal como Henry G. Manne, constatar, que a regulamentação, por si só, pode não ser eficaz para assegurar a proteção do mercado. Defende-se, porém, uma alternativa distinta à oferecida por aquele autor, que garanta a necessária criação de um sistema intra-comunitário de divulgação de informações nos vários mercados europeus. Esse sistema deverá, também, permitir o controlo de práticas abusivas

---

a análise feita à sua obra, por Baum, Daniel Jay, (1967), *Insider Trading and the Stock Market*, disponível para consulta em: <http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2096&context=dlij>.

<sup>136</sup> Manne, Henry G. (2005), *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*, ob. Cit., 25 (disponível em: <http://ssrn.com/abstract=679662>).

<sup>137</sup> Também acerca de *Henry Manne*, vide Ana Cláudia Salgueiro (2016), "Abuso de Informação Privilegiada - O Especial Caso dos Instrumentos de Remuneração dos Administradores", *Cadernos de Valores Mobiliários*, (53), pp. 37-57.

<sup>138</sup> O autor avalia as consequências da legalização do *Insider Trading*, na perspetiva dos ganhos de mercado, para os grandes acionistas e gestores de sociedades emitentes.

entre os vários mercados europeus e os órgãos de supervisão - como, aliás, parece ser uma das preocupações espelhadas na DMIF II e no MAR e que serão abordadas em sede própria.

Voltando à análise da prática de abuso de informação privilegiada, os elementos do tipo, que resultam do artigo 378.º, do CodVM, são os seguintes:

- O agente ter conhecimento de informação privilegiada;
- Transmita a alguém essa informação ou, com base nessa informação, negocie ou aconselhe alguém a negociar em valores mobiliários, outros instrumentos financeiros ou ordene a sua aquisição, venda ou troca;
- O agente agir com conhecimento da proibição e com vontade de utilizar a informação privilegiada, ou seja, agir com dolo<sup>139</sup>.

Além da responsabilidade criminal a que os agentes estão sujeitos, de acordo com o que resulta do artigo 378.º, do CodVM, poderão ainda ser responsabilizados civilmente, estando consequentemente obrigados a indemnizar os lesados, conforme dispõe o artigo 449.º, do CSC ou - caso sejam membros do órgão de administração ou fiscalização da sociedade emitente - ser destituídos e inibidos de, nela e nas sociedades de relação de domínio ou de grupo, exercerem idênticas funções, conforme resulta do artigo 450.º, do CSC<sup>140</sup>.

Apesar de o Código Penal prever a responsabilidade criminal das pessoas coletivas desde 2007, este crime apenas é imputável a pessoas singulares. No entanto, a NMAD prevê a possibilidade de aplicação de sanções penais às pessoas coletivas, no seu artigo 9.º e, por via do disposto no artigo 394.º, n.º1, alínea i), do CodVM<sup>141</sup>, poderá sempre ser aplicada uma sanção contraordenacional.

### **3.2. Os sujeitos do crime: os denominados *insiders* primários e *insiders* secundários ou *tippies***

---

<sup>139</sup> Caso a atuação seja negligente, está é punível apenas a título de contraordenação.

<sup>140</sup> Sobre o regime do abuso de informação privilegiada no Código das Sociedades Comerciais, maiores desenvolvimentos *infra*.

<sup>141</sup> Verdelho, Pedro (2009), "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 Sousa Mendes, p. 354, faz notar a necessidade de alargar a responsabilidade criminal relativamente aos crimes contra o mercado a pessoas coletivas, apontando que "um qualquer observador atento destas realidades sabe que um dos grandes obstáculos à responsabilização criminal por estes crimes é a inexistência, quanto a eles, de responsabilidade criminal de pessoas coletivas", concluindo que "(...) uma boa parte das vezes, não se podendo punir a pessoa coletiva, a culpa morre solteira".

A utilização de informações relevantes, desconhecidas do público, nas decisões de investimento, é feita por determinados sujeitos que obtêm essa informação: quer por assumirem um vínculo com a sociedade emitente, quer por terem obtido essa informação de alguém que pertence à sociedade emitente, que com ela tenha outro vínculo estabelecido, ou ainda, em virtude de atividades criminosas<sup>142</sup>. Usualmente a doutrina tem classificado os agentes do crime de abuso de informação privilegiada, como *insiders* primários e *insiders* secundários ou *tippies*<sup>143</sup>.

A primeira categoria abarca todos aqueles que têm um vínculo com a sociedade emitente, podendo essa relação especial dever-se à qualidade dos membros dos órgãos de administração ou fiscalização, ou à participação que detenham no capital da sociedade<sup>144 145</sup> - subclassificados como *insiders* institucionais - assim como aqueles que, não fazendo parte da estrutura da sociedade, para ela prestem atividade profissional ou serviços - subclassificados como *temporary insiders*.

A subcategoria dos *insiders* institucionais abrange, assim, os sujeitos que desempenhem funções nos órgãos da sociedade ou que detenham parte do seu capital social. Já a denominação *temporary insiders*, abarca, por sua vez, os profissionais que têm um vínculo laboral com a sociedade ou lhe prestam serviços - sendo irrelevante que esse vínculo contratual tenha carácter permanente ou ocasional - não fazendo parte da estrutura de

---

<sup>142</sup> O artigo 378.º, n.º 1 e 2, do CodVM determina quais os agentes do crime de abuso de informação:

1) quem assume a qualidade de titular de um órgão de administração ou fiscalização de um emitente; 2) quem seja titular de uma participação no capital de uma sociedade emitente; 3) um trabalhador ou prestador de serviço, seja de carácter permanente ou ocasional, a uma sociedade emitente; 4) quem exerça uma função pública ou profissão e, no âmbito das suas funções, venha a deter informação privilegiada; 5) quem disponha de informação privilegiada que tenha sido obtida através de facto ilícito ou que suponha a prática de um facto ilícito; e, por fim 6) quem disponha de informação privilegiada que não se insira na classificação de nenhuma das alíneas do número 1, do artigo 378.º, do CodVM.

<sup>143</sup> Gomes, Fátima, *Insider Trading* (1996), *ob. cit.*, pp. 67 – 71 e Renata Rodrigues de Ferreira, (2014), *Insider Trading: A repressão penal do uso de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários*, dissertação de mestrado em ciências jurídico-criminais apresentada na Faculdade de Direito de Coimbra, pp. 70-72.

<sup>144</sup> Neste aspeto, é fundamental frisar que a lei não especifica nenhum limite quantitativo à detenção de capital, sendo, por isso, irrelevante. Contudo, e como resulta da análise dos acórdãos sobre o crime de abuso de informação, é necessário que se estabeleça um nexo de causalidade entre as funções como titular do arguido (*insider*) ou da sua participação qualificada e a obtenção de informação privilegiada. Sobre este aspeto, *vide* o acórdão do Tribunal da Relação do Porto, datado de 2 de fevereiro de 2016, no âmbito do processo n.º 1523/10.9TDLSB.P2, que *infra* se analisa.

<sup>145</sup> O artigo 449.º, do CSC, apenas considera como *insiders* primários, os membros de órgãos de administração e fiscalização, sendo que os detentores de participações no capital social apenas se encontram previstos no artigo 378.º, do CodVM.

administração; ou ainda, os indivíduos que, sem qualquer vínculo contratual com a sociedade emitente, tenham acesso a informação privilegiada, em razão da sua profissão (v.g. advogados ou consultores da outra parte, no âmbito de um processo negocial em que o emitente participe ou contabilistas que prestem serviços a uma sociedade dominante do emitente) ou função pública desempenhada (p.e. funcionários de entidades supervisoras).

Por último, na categoria dos *tippies*, também conhecida por *insiders* secundários, cabem todos aqueles que, não se inserindo na primeira categoria, obtenham conhecimento da informação e a transmitam ou negoceiem, com base nela.

Ora, o acesso a informação privilegiada por parte dos *tippies*, tanto pode dar-se por intermédio de um *insider* primário, que lhe transmita a informação<sup>146</sup>, como por alguém que, sem qualquer relação com a sociedade emitente ou com qualquer *insider* primário, através de atividades ilícitas, adquira informação privilegiada<sup>147</sup>, como no caso dos *hackers* informáticos ou espiões industriais, e conforme se verá no quarto capítulo.

### 3.3. A questão da prova

O principal problema levantado neste tipo de crimes prende-se com a produção de prova. Primeiramente, porque, na generalidade, não resultam vítimas concretas, ou seja, não existem lesados que possam apoiar as investigações. Em segundo lugar, porque, atendendo ao carácter técnico especializado da matéria - muitas vezes pouco familiar ao julgador -, este crime é habitualmente praticado por profissionais conhecedores do mercado, vendo-se dificultada a tarefa, pelo julgador, de recorrer a critérios de experiência comum ou ao critério do homem médio.

Como salienta Pedro Verdelho<sup>148</sup>, a prova dos crimes contra o mercado é obtida através de raciocínios dedutivos, a denominada prova indireta, que resulta de prova direta (documental,

---

<sup>146</sup> É, aqui, pertinente fazer menção aos testas de ferro que, compactuando com o *insider*, oferecem o seu nome e conta bancária para que aquele realize as operações, com base em informação privilegiada e, igualmente, as pessoas que oferecem o seu nome, ignorando que o mesmo seja utilizado para a realização daquelas operações (em português do Brasil, denominadas por “laranjas inconscientes”), vide Renata Rodrigues de Abreu Ferreira (2014), *Insider Trading: A repressão penal do uso de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários*, dissertação de mestrado apresentada à Faculdade de Direito de Coimbra, p. 75.

<sup>147</sup> Esta possibilidade consagrou-se na legislação europeia, com a MAD.

<sup>148</sup> Verdelho, Pedro (2009), “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 Sousa Mendes, Coimbra Editora, p. 347.

testemunhal<sup>149</sup> e declarações dos arguidos), segundo o princípio de que sejam admissíveis provas que não sejam proibidas por lei<sup>150</sup>.

Através da análise de alguns acórdãos do Tribunal da Relação de Lisboa e do Tribunal da Relação do Porto - dois deles, aqui, analisados - é possível perceber de que forma tem sido feita a produção de prova, nos crimes de abuso de informação privilegiada em Portugal.

No Acórdão datado de 26 de janeiro de 2016, do Tribunal da Relação de Lisboa, no âmbito do processo n.º 5043/13.1TDLSB-1<sup>151</sup>, julgou-se improcedente o recurso apresentado pelo Ministério Público, quanto ao despacho de não pronúncia do arguido, determinado pelo Juiz de Instrução Criminal, pela prática do crime de abuso de mercado. O Ministério Público acusou o Arguido pela prática de abuso de informação, especificamente, por este ter adquirido - com base em informação privilegiada - CFD's<sup>152</sup> sobre ações da Brisa, em 13 de março de 2012. Precisamente, no dia anterior à circulação da primeira versão do acordo da oferta pública de aquisição, entre as duas sociedades detentoras<sup>153</sup> da Tagus Holding (oferente) e Brisa (visada). Ora, a finalização das negociações do acordo (com carácter confidencial) apenas ocorreu a 29 de março de 2012, data em que foi divulgado o anúncio preliminar da oferta pública de aquisição ao público.

Resumidamente, o arguido, a 13 de março de 2012, aconselhado pelo seu *broker*, provisionou uma conta, que detinha numa corretora, com 200.000,00€ e comprou 615.000 CFD's sobre ações da Brisa (a 2,50€ cada), nos dias 15, 19 e 20 de março de 2012, em lotes de pequenas quantidades. Como seria expectável, após o anúncio preliminar ao público do lançamento da oferta pública de aquisição, os valores dos títulos da Brisa valorizaram e, após a publicação do respetivo prospeto (a 16 de julho de 2012), aquando do período de negociação - que decorreu

---

<sup>149</sup> Segundo Pedro Verdelho “Paradoxalmente, a prova testemunhal não é muito importante nesta matéria: ou porque as testemunhas estão comprometidas com os arguidos, por exemplo, por serem suas amigas ou conhecidas (...) ou porque são atores do sector financeiro e estão impedidos por dever de ofício de prestar depoimento ou, ainda, porque as testemunhas deste tipo de crimes não presenciaram verdadeiramente factos relevantes que, cose sabe, ocorrem em regra em sigilo – os crimes de mercado são normalmente cometidos em frente a um computador ou, pelo menos, parte dos factos são cometidos em frente ao computador.”, “Infrações no Mercado Financeiro: crimes de abuso de informação privilegiada e de manipulação de mercado”, *Direito Sancionatório das Autoridades Reguladoras, ob cit.*, Coimbra Editora, p. 348.

<sup>150</sup> Cfr. artigos 125.º e 127.º, do Código de Processo Penal.

<sup>151</sup> Disponível em: [http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Documents/Trib\\_Rel\\_20160126.pdf](http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Documents/Trib_Rel_20160126.pdf);

<sup>152</sup> Os CFD's (ou *Contracts for Difference*) são instrumentos derivados e definem-se como acordos que consistem na troca da diferença de valor de um ativo, desde a altura em que o contrato é aberto, até ao momento em que é fechado; o investidor não chega a deter os ativos subjacentes aos CFD's.

<sup>153</sup> A José de Mello Investimentos S.A., SGPS e a Apollo SARL.

entre 17 de julho e 8 de agosto de 2012 - o arguido deu ordem de alienação dos referidos CFD's, ao preço mínimo de 2,65€ cada, obtendo uma mais-valia total de 165.000,00€.

Para aferir se o arguido tinha praticado um crime de abuso de informação, o tribunal baseou-se na apreciação crítica dos meios de prova juntos aos autos, nomeadamente, na prova documental, testemunhal e nas declarações do arguido, todas produzidas na fase instrutória. Da produção das referidas provas, foi possível traçar o perfil do arguido, enquanto investidor, e perceber a razoabilidade da fundamentação por si apresentada que justificou o investimento. O tribunal concluiu que o investidor, não sendo estreado em investimentos de risco, investiu com base em informações disponíveis ao público - sondagens e estudos de instituições financeiras - que aconselhavam a compra de ações, dada a "elevada probabilidade de, a curto-prazo, tais títulos gerarem valorização".

A análise do tribunal não passou apenas por traçar o perfil do arguido enquanto investidor (historial dos seus investimentos) e entender até que ponto o investimento, em análise, era adequado a esse perfil, mas também, por perceber se esse investimento coincidia com o sentido das informações disponibilizadas ao público - nomeadamente, a publicação de sondagens ou estudos de mercado<sup>154</sup>, atendendo ao seu efeito de *guidance*<sup>155</sup>. Por outro lado, analisar se as flutuações de preço dos valores daquela sociedade no mercado (ou, o seu historial), indicavam que o investimento efetuado, para um investidor razoável, se revelaria profícuo.

Toda esta análise, embora parta da produção de prova direta, passa pela elaboração de raciocínios dedutivos, no conjunto dos quais, o Tribunal concluiu como não provado que o arguido tenha baseado o seu investimento com base em informação privilegiada.

No Acórdão datado de 2 de fevereiro de 2016, do Tribunal da Relação do Porto, no âmbito do processo n.º 1523/10.9TDLSB.P2<sup>156</sup>, sobre o recurso interposto pelo Ministério Público à decisão de absolvição de dois arguidos, pela prática em co-autoria do crime de abuso de informação privilegiada e, com base em nulidade por falta de fundamentação, o Tribunal da Relação decidiu pela procedência do mesmo.

O caso *sub judice* versava sobre a aquisição de ações do Banco Comercial Português, S.A. (de ora em diante, BCP) pelo Arguido - que desempenhava funções de Presidente da Comissão Executiva do Banco Privado Português, S.A. (doravante, BPP) - e pela sua mulher,

---

<sup>154</sup> Os estudos de mercado, como salienta o Tribunal da Relação de Lisboa, podem basear-se em informações suscetíveis de influenciar o preço dos títulos - *price sensitive*.

<sup>155</sup> Relativamente às sondagens de mercado, maiores desenvolvimentos *infra*.

<sup>156</sup> Disponível em: [http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Contraordenacoes\\_ECrimesContraOMercado/Documents/Trib\\_Rel\\_Porto\\_20160217.pdf](http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Contraordenacoes_ECrimesContraOMercado/Documents/Trib_Rel_Porto_20160217.pdf).

precisamente algumas horas antes da publicação, pela CMVM, do anúncio de proposta de fusão do BCP no Banco BPI, S.A. (doravante, BPI), no dia 25 de outubro de 2007 - provocando um aumento do valor das ações do BCP - e a sua posterior alienação no dia seguinte.

O busílis da questão trazida a juízo, prendia-se com o conhecimento de informação privilegiada por parte dos arguidos. Tal, tê-los-ia influenciando na compra de ações do BCP, no dia em que decorriam reuniões no conselho de administração do BCP e do BPI, para apreciação de uma proposta de fusão. Com efeito, a sua venda, no dia seguinte, gerou a obtenção de um lucro de € 52.000,00.

Do depoimento das várias testemunhas, das declarações dos arguidos e, ainda, da prova documental, foi possível aferir que a toda a comunicação social, nas semanas anteriores ao acontecimento, lançou rumores<sup>157</sup> de uma possível fusão do BCP no BPI e, que tal, poderia - face aos conhecimentos do arguido<sup>158</sup> e do seu corretor -, ser suficiente para fundamentar a decisão de investimento. Por outro lado e, segundo o depoimento dos arguidos, uma vez que o valor investido não era significativo, não faria sentido que se tivesse baseado em informação privilegiada<sup>159</sup>.

O tribunal *a quo* considerou como plausível tanto a possibilidade do investimento ter sido realizado com base em informação privilegiada, como a tese dos arguidos, de que aquele se teria baseado apenas na informação disponibilizada ao público. Ao considerar-se não existirem indícios suficientes que provassem que as ordens de compra de ações fossem a coberto de informação privilegiada, o arguido foi absolvido, segundo o princípio do *in dubio pro reo*.

Por sua vez, o tribunal *ad quem* considerou que a sentença padecia do vício de falta de fundamentação, dado que o tribunal *a quo* não tinha analisado criticamente as provas, ou seja, não valorou a documentação e não apreciou nem as declarações dos arguidos, nem os depoimentos das testemunhas, de forma a que se chegasse ao sentido da sua absolvição.

---

<sup>157</sup> Relativamente aos grandes rumores, urge saber-se se não têm, eles próprios, origem numa sequência de transmissões de informação privilegiada, perdendo-se o rasto aos *insiders* e o caráter não público da informação, à medida que a mesma vai sendo transmitida.

<sup>158</sup> Uma vez que assumia o cargo de Presidente da Comissão Executiva do BPP (banco procurador do fundo de investimento “Privado Financeiras”, que detinha uma participação qualificada no BCP), o que lhe permitia deter um conhecimento profundo do histórico do BCP e, por outro lado, investir, há vários anos, no mercado de valores mobiliários, definindo-se como um investidor de médio risco.

<sup>159</sup> O arguido, na sua defesa, refere que, embora tenha excedido o crédito no banco BPN (que financiou parte da compra das ações), poderia ter comprado ações até ao limite do dinheiro disponível na sua conta à ordem (cerca de 1 milhão de euros).

Neste acórdão, são ainda assinaladas as questões pertinentes que o caso levanta, para as quais a análise das provas se demonstra essencial:

1) qual o perfil dos arguidos enquanto investidores; 2) o seu historial de investimentos; 3) o nexó temporal entre as notícias publicadas e a decisão de investimento; 4) as características do investimento em causa - o facto de ter sido dada ordem de compra ao melhor preço e a compra e venda de todas as ações, em dias seguidos, com exposição a um único título e o recurso ao crédito para financiar parte da aquisição; 5) se a operação tinha sido ou não comunicada à CMVM, por ser suspeita; e 6) se o arguido, dadas as funções que desempenhava, apresentava ligação a fontes privilegiadas de informação (*insiders primários*).

Analisada a jurisprudência, conclui-se que o exercício de prova se afigura uma tarefa, muitas vezes, improfícua. Principalmente, se se estiver perante arguidos com historial de investimentos no mercado de capitais e conhecedores do seu funcionamento. O que lhes poderá permitir justificar, de forma artificial, a operação em causa e, conseqüentemente, impedir que se conclua pela condenação. Produzida a prova e a subsequente valoração, se prevalecerem dúvidas sobre a realidade dos factos, obviamente prevalecerá o princípio do *in dubio pro reo*, devendo o tribunal dar como não provados os factos constantes da acusação

#### **3.4. O *insider non-trading***

Existem casos que não conhecem tipicidade jurídica, mas cuja abordagem é aqui pertinente: consubstanciam-se em situações, nas quais o sujeito, tendo conhecimento de uma informação privilegiada, não a utiliza para negociar no mercado, porque: 1) planeando efetuar uma operação, após ter conhecimento do conteúdo da informação, opta por não a efetuar; 2) estando na posse de certa informação privilegiada que confirme a sua decisão inicial de investimento, o sujeito opta por não a cancelar.

Apesar de, nos referidos casos, haver uma utilização da informação privilegiada, esta não se traduz na prática de uma conduta punível, penalmente, mas antes numa omissão ou passividade por parte do sujeito que, com base nessa informação, se abstém de negociar ou alterar a sua decisão de investimento. Posto isto, perante a “incapacidade normativa para abarcar a mera passividade”<sup>160</sup> e a dificuldade em termos probatórios, não se afigura concebível a sua criminalização<sup>161</sup>.

---

<sup>160</sup> Ferreira, Renata Rodrigues de Abreu (2014), *Insider Trading: A repressão penal do uso de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários*, dissertação de mestrado apresentada à Faculdade de Direito de Coimbra, pp. 88 e ss.

<sup>161</sup> Por outro lado, a criminalização destas situações levaria a que, conforme os casos, os sujeitos se vissem obrigados a negociar ou a cancelar as operações e tal careceria de sentido, *vide* Frederico de Lacerda da Costa Pinto (2000), *O novo regime dos crimes e contraordenações ...*, *Ob. cit.*, pp. 73 e 74.



Devido às questões que certos comportamentos levantaram, o MAR exclui algumas situações como prática de abuso de informação privilegiada, no seu artigo 9.º, n.º 3<sup>162</sup>. Com efeito, a primeira situação prevista, na alínea a) do n.º 3 do artigo 9.º do MAR, visa salvaguardar os casos em que o sujeito toma a decisão e dá a ordem sem ter, nesse momento, qualquer informação privilegiada e apenas a venha a deter, posteriormente, no momento em que ocorre a transmissão que confirme a sua decisão de investimento.

Como a decisão de investimento não foi tomada com base numa informação privilegiada, o sujeito não estava em posição de vantagem, face aos restantes investidores. Desta feita, não há assimetria informativa no momento da decisão, tratando-se de uma conduta legítima<sup>163</sup>.

No entanto, não é demais lembrar que, sempre será proibida e punida criminalmente - nos casos graves e quando cometida com dolo -, a transmissão de informação privilegiada<sup>164</sup>, nos termos do artigo 10.º do MAR e do artigo 4.º, n.º 1, da NMAD.

### **3.5. Jurisprudência europeia: o caso *Spector Photo Group*<sup>165</sup>**

Este caso teve por objeto um pedido de decisão prejudicial, pelo Tribunal Belga (*hof van beroep te Brussel*) ao TJUE. Neste, questionou-se se, relativamente às operações de iniciados, o facto de um detentor de informações, qualificadas como privilegiadas, agir com conhecimento das referidas informações, consubstancia, por si só, uma operação de iniciados.

No litígio do processo principal, uma sociedade emitente de direito belga, a Spector, aprovou um programa de opções sobre ações, destinado ao seu pessoal. Para tal, a Spector iria utilizar, primeiramente, as ações que estivessem na sua posse e, posteriormente, comprar ações no mercado. Assim, e no âmbito daquele programa, em 21 de maio de 2003, a Spector notificou a *Euronext Brussels*, da sua intenção de comprar certo número de ações próprias. Com efeito,

---

<sup>162</sup> Como salienta Helena Magalhães Bolina (2016), “A revisão das diretivas do abuso de mercado: novo âmbito, o mesmo regime”, *ob. Cit.*, p. 21, a consagração feita por este artigo 9.º, n.º 3 “não acrescentando nada de relevante àquilo que já serão as condições descritas, tem a virtualidade de constituir um fecho de segurança perante a variedade das situações da vida que podem vir a enquadrar-se nestes casos, garantindo que a exclusão do âmbito do abuso de informação se fará sempre num contexto de atuação de boa fé”.

<sup>163</sup> O artigo 9.º, do MAR, deve ser interpretado conjuntamente com o artigo 3.º, n.º 8, da NMAD.

<sup>164</sup> A este propósito, veja-se a seguinte notícia, sobre a transmissão de informação privilegiada por parte do presidente de mercado de capitais da *JPMorgan* (acerca dos preços da companhia petrolífera turca *HeritageOil*), a um concorrente: <http://www.breakingviews.com/considered-view/jpm-insider-non-trad-ing-case-puts-banks-on-notice/>.

<sup>165</sup> Acórdão do TJUE, de 23 de dezembro de 2009, no âmbito do processo C-45/8, denominado Caso *Spector Photo Group*.

entre 28 de maio e 30 de agosto de 2003, a Spector adquiriu 27.773 ações, através de quatro operações sucessivas.

Duas dessas operações, realizadas nos dias 11 e 13 de agosto de 2003, consistiram em duas ordens compra de 19.773 ações, pelo preço de 9,97€, levadas a cabo por um dos dirigentes, C. Van Raemdonck, em nome da Spector, sendo o preço do exercício das opções de 10,45€. Posteriormente, a Spector publicou informações relativas aos seus resultados, na sequência das quais a cotação das suas ações aumentou para um valor de 12,50€ em 31 de dezembro de 2003.

A 28 de novembro de 2006, a CBFA<sup>166</sup> qualificou as aquisições de 11 e 13 de agosto, como operações de iniciados, proibidas na ordem jurídica belga, pelo artigo 25.º, n.º 1, da Lei de 2 de agosto de 2002, que dispunha o seguinte:

“É proibido a qualquer pessoa que detenha informação privilegiada utilizar essa informação ao adquirir ou alienar, tentar adquirir ou alienar, por sua conta ou por conta de terceiro, direta ou indiretamente, os instrumentos financeiros a que essa informação diga respeito ou instrumentos financeiros conexos...” (sublinhado nosso).

Acontece porém que, no dia 1 de janeiro de 2004, a referida disposição legal foi alterada, para o seguinte teor:

“É proibido a qualquer pessoa que detenha informação e saiba ou deva saber que a informação detida tem caráter privilegiado, adquirir ou alienar, tentar adquirir ou alienar, por sua conta ou por conta de terceiro, direta ou indiretamente, os instrumentos financeiros a que essa informação diga respeito ou instrumentos financeiros conexos...”.

Os recorrentes Spector e C. Van Raemdonck alegaram que, sendo a versão mais recente do artigo 25.º, incompatível com o artigo 2.º, da MAD, aquele não poderia ser aplicável. Por conseguinte, gerou-se uma lacuna, equiparada a uma lei penal mais favorável. Ou seja, entre a previsão constante da versão anterior do artigo 25.º e a inexistência de previsão legal, esta prevaleceria, por ser mais favorável aos recorrentes.

Este caso motivou o tribunal belga a submeter algumas questões prejudiciais ao TJUE, entre as quais, se destaca - para este estudo - a de saber se o artigo 2.º, n.º 1, da MAD, deveria ser interpretado no sentido de perceber se, uma pessoa, que detenha uma informação privilegiada e que negoceie ou tente negociar instrumentos financeiros a que essa informação diga respeito, implica, automaticamente, a utilização dessa informação ou se, em alternativa, é necessária a demonstração que, efetivamente, a pessoa em questão “utilizou” essa informação como base para a operação.

---

<sup>166</sup> *Commissie voor het Bank - Financie - en Assurantiewezen*, órgão de regulação e supervisão financeira Belga.

Quanto à referida questão prejudicial, o TJUE responde que, não só as operações no mercado resultam “necessariamente” de uma cadeia de decisões no âmbito de uma sociedade, o que torna impossível a atuação do agente sem que este tenha consciência da ilicitude do seu comportamento, como deve presumir-se que informações privilegiadas foram tidas em conta na decisão de investimento, quando realizada por um autor que as tinha em sua posse nesse momento.

Segundo o TJUE, a presunção da intenção do autor em infringir o artigo 2.º, n.º 1, da MAD, não colide com a presunção de inocência em matéria penal, uma vez que aquela é ilidível e visto estarem salvaguardados os direitos de defesa do arguido:

“O facto de o artigo 2.º, n.º 1 da MAD não prever expressamente o elemento moral não significa, no entanto, que se deva interpretar esta disposição de modo a que qualquer iniciado primário na posse de informações privilegiadas, que realize uma operação de mercado, caia automaticamente na alçada da proibição das operações de iniciados”<sup>167</sup>

Destaca ainda o TJUE, que permitir-se uma interpretação tão lata (como a que resulta da segunda versão do artigo 25.º, n.º 1, da Lei Belga) “(...) comportaria o risco de alargar o âmbito de aplicação desta proibição para além do que é adequado e necessário para alcançar os objetivos prosseguidos pela Diretiva”<sup>168</sup>.

A resposta a esta questão prejudicial refletiu-se no novo regime, trazido pelo MAR, na medida em que foram consagradas no seu artigo 9.º, sob a epígrafe “condutas legítimas”, situações que, quando verificadas, permitem ilidir a presunção de que, quem dispõe de informação privilegiada e adquire, aliene ou tente adquirir ou alienar, por sua conta ou por conta de terceiros, direta ou indiretamente, instrumentos financeiros a que essa informação diga respeito, utilizou essa informação.

#### **4. O artigo 449.º do CSC: breves considerações**

O regime jurídico que regulava o abuso de informação privilegiada encontrava-se, primeiramente, consagrado apenas no CSC, nos seus artigos 449.º, 450.º e 524.º (este último, consagrando o ilícito criminal, entretanto revogado pelo Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de abril, que aprovou o CodVM, encontrando-se nele previsto no já analisado artigo 378.º).

O artigo 449.º, do CSC, prevê que, tanto um membro do órgão de administração, como do órgão de fiscalização de uma sociedade anónima, assim como uma pessoa que tenha prestado serviço àquela sociedade, nomeadamente no exercício de função pública e, que tome conhecimento de factos relativos à sociedade (desconhecidos do público), que possam influir

---

<sup>167</sup> Cfr. Ponto 44, do Acórdão.

<sup>168</sup> Cfr. Ponto 46, do mencionado Acórdão.

no valor dos títulos, utilizando-os para comprar ou alienar títulos ou obrigações dessa sociedade (ou com a qual tenha uma relação de domínio / de grupo) ou revele tais factos a terceiros, evitando uma perda ou obtendo o lucro, deve indemnizar os lesados ou ainda, se tal não se afigurar possível, indemnizar a sociedade.

Resulta do disposto do artigo 449.º, do CSC, a responsabilização civil de quem, tendo um vínculo de confiança com uma sociedade anónima - nomeadamente sendo membro do órgão de administração ou de fiscalização<sup>169</sup> ou tendo prestado serviços a essa sociedade - e, no âmbito dessas funções, tenha obtido informações privilegiadas, que utilizou para obter benefícios para si ou para terceiros, em prejuízo de outrem, deva indemnizá-lo (não pelos danos que essa divulgação de informações provocou, mas sim pela “quantia equivalente ao montante da vantagem patrimonial realizada”<sup>170</sup>).

Ora, após a análise do artigo 378.º, do CodVM, e perante a regulamentação do abuso de informação, também presente no CSC, apraz apontar as diferenças entre os dois preceitos.

Assim, enquanto o artigo 378.º, do CodVM, é uma norma de carácter penal, que visa a proteção do funcionamento do mercado e a confiança dos seus participantes, evitando a existência de assimetrias informativas; o artigo 449.º, do CSC, visa tutelar as relações de confiança estabelecidas entre os indivíduos que tenham algum vínculo com a sociedade<sup>171</sup>, protegendo o seu funcionamento e organização. Por esta razão, parece ver-se justificada a referência a “factos relativos à sociedade, aos quais não tenha sido dada publicidade e sejam suscetíveis de influenciarem o valor dos títulos por ela emitidos”, sem qualquer menção ao grau de determinação e precisão da informação, como é pressuposto do crime de abuso de informação privilegiada, verificando-se uma abrangência superior ao âmbito do artigo 378.º, do CodVM.

Por outro lado, há que atender que o artigo 449.º, do CSC, aplica-se, não somente, às sociedades anónimas com o capital aberto ao investimento do público, mas também às sociedades fechadas<sup>172</sup>.

---

<sup>169</sup> Podendo, nestes casos, e uma vez estando em causa a violação grave dos deveres de administração (de acordo com os artigos 64.º e 403.º, do CSC) serem alvo de inquérito judicial e, consequentemente, serem destituídos judicialmente (*cf.* artigos 449.º n.º 1, 2 e 4, e 450.º, n.º 1, do CSC).

<sup>170</sup> Sobre a natureza da indemnização prevista no artigo 449.º, do CSC, nomeadamente se a mesma se enquadra na obrigação de indemnização decorrente de instituto da responsabilidade civil ou se está em causa uma obrigação de restituição própria do enriquecimento sem causa, *vide* Ana Brochado (2010), “A indemnização por abuso de informação privilegiada no Código das Sociedades Comerciais”, *ob. cit.*;

<sup>171</sup> Neste sentido, também Ana Micaela Pedrosa Augusto, (2006), *Do abuso de informação privilegiada: em especial, da proteção das suas vítimas*, *ob. cit.*, p. 44.

<sup>172</sup> Nas sociedades por quotas e em nome coletivo, não existe nenhum artigo que regule a prática de abuso de informação, sendo aplicável a responsabilidade dos gerentes para com a sociedade, pela

No que concerne aos sujeitos ativos, ao comparar o disposto no artigo 449.º, do CSC, com o disposto o artigo 378.º, n.º 1, do CodVM, este último artigo abrange um maior número de sujeitos, encontrando-se o primeiro circunscrito aos sujeitos que mantenham uma relação de confiança para com a sociedades - os denominados *insiders* primários - pois a *ratio* do preceito é a de acautelar a confiança, neles depositada, pela sociedade anónima, e não a tutela da confiança dos investidores no mercado, como subjaz ao artigo 378.º do CodVM<sup>173</sup>.

---

violação do dever de lealdade. Sobre este aspeto *vide* Ana Brochado (2010), “A indemnização por abuso de informação privilegiada ...”, *ob. cit.*, p. 48.

<sup>173</sup> Referindo-se à dupla dimensão da ilicitude do *insider trading*, Paulo Câmara refere o seguinte: “A delimitação do dano indemnizável tem em vista a dupla dimensão que fundamenta a ilicitude do *insider trading*: a um tempo microjurídica, ou relativa à tutela individual da confiança da contraparte, e a outro tempo macrojurídica, no que concerne à defesa do eficaz e eficiente funcionamento do mercado”, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, *ob. cit.*, p. 819.



## CAPÍTULO III

### Nova Diretiva e Regulamento sobre o Abuso de Mercado

#### 1. Evolução histórica e influência dos EUA na legislação comunitária

O verdadeiro fator que desencadeou a necessidade de regulação de comportamentos, que constituem abuso de informação privilegiada, foi o *crash* da bolsa de Nova York, em 1929 – dando origem ao *Securities Exchange Act* de 1934. Nele - após alteração ao conteúdo da secção 10b-5, em 1942<sup>174</sup> - previu-se o princípio da *full disclosure* e a repressão de práticas de abuso de informação.

---

<sup>174</sup> A secção 10 (b) do *Securities Exchange Act* previa o seguinte:

“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:

To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement (...), any manipulative or deceptive or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may describe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.”

Por outro lado, a fim de melhor compreender como a norma prevista na secção 16 (b) era demasiado ampla e pouco, ou nada, exequível:

“For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director or officer by reason of his relationship to the issuer, any profit realized by him from any purchase or sale, or any sale and purchase, of any equity security of such issuer (other than an exempted security) or a security-based swap agreement (...) involving any such equity security within any period of less than six months, unless such security or security-based swap agreement was acquired in good faith in connection with a debt previously contracted, shall inure to and be recoverable by the issuer, irrespective of any intention on the part of such beneficial owner, director or officer in entering into such transaction of holding the security or security-based swap agreement purchased or of not repurchasing the security or security-based swap agreement sold for a period exceeding six months”

A Rule 10b-5, aditada à secção 16 e que consagrou a teoria da *full disclosure*, tomou como pressuposto a relação de confiança entre as partes – “the special relationship theory”- e incidiu sobre comportamentos fraudulentos, proibindo a realização de operações por parte de quem tivesse, em sua posse, informações desconhecidas do restante mercado:

“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”.

Com os desenvolvimentos posteriores, trazidos pela jurisprudência Norte-Americana<sup>175</sup>, na senda do sistema do precedente, a teoria da divulgação ou abstenção veio dar lugar à teoria do dever de confiança<sup>176</sup> e, posteriormente, à teoria da apropriação ilegítima<sup>177</sup>. Esta passou a abranger a proibição de práticas de abuso de mercado, não só a sujeitos que mantenham relações de confiança com o emitente, mas também relativamente a qualquer pessoa que venha a deter informação privilegiada sobre aquele - prática conhecida como *tipping*<sup>178</sup> - como já houve oportunidade de referir, no capítulo anterior.

Muito embora o termo *insider trading* faça, literalmente, referência ao abuso de informações que digam respeito a um emitente, por parte de alguém que faça parte da sua estrutura, o seu significado abrange, igualmente, sujeitos externos (ou *external corporates*), como fez notar See Henning: "The term 'insider trading' is a misnomer because it applies to trading by persons who are not insiders of the corporate issuer."<sup>179</sup>

A influência Norte-Americana, em termos de legislação nesta matéria veio, naturalmente, refletir-se na harmonização das legislações dos Estados-Membros, trazida com a instituição da União Europeia e, igualmente, pelo aumento do número de transações de valores mobiliários. Com efeito, a primeira Diretiva Europeia que regulou esta matéria foi a Diretiva n.º 89/592/CEE, do Conselho de 18 de novembro de 1989 e definiu o conceito de informação privilegiada, quais os comportamentos proibidos pelos Estados e previu quais os sujeitos ativos<sup>180</sup>, deixando os

---

<sup>175</sup> Um dos casos mais conhecidos é o Caso *Chiarella vs. United States* (1978): *Chiarella* era funcionário de uma tipografia e foi responsável pela impressão de documentos, relativos a uma oferta pública de aquisição de uma sociedade, tendo utilizado essa informação para adquirir ações da sociedade objeto, da referida operação, com o objetivo de as revender após o seu conhecimento público. O *Supreme Court* decidiu que o funcionário não era *insider*, visto não pertencer à empresa alvo da oferta pública de aquisição, não estando sob observância de deveres de lealdade, mas que, tendo uma relação de confiança com aquela, tal justificava proteção legal.

<sup>176</sup> *Misappropriation theory*.

<sup>177</sup> Veja-se o Caso *Dirks vs. SEC* (1983). O caso *Dirks* veio esclarecer que a quebra de confiança pode ser originada pela transmissão de uma informação confidencial da sociedade emitente por alguém que pertença à sua estrutura e que tenha tido conhecimento da mesma, pelas funções que desempenha, a alguém de fora.

<sup>178</sup> Conforme define Fátima Gomes (1997), *Insider Trading, ob. Cit.*, "A categoria dos *Tippees* abrange todos os outros sujeitos do crime que obtenham informação privilegiada de *insiders* e, com base nela, adotem um comportamento proibido pela lei", p. 67. *Tippeer* deriva do termo "to tip" que significa "dica".

<sup>179</sup> *Cfr.* See Henning (1990), *Between Chiarella and Congress: A Guide to the Private Cause of Action for Insider Trading Under the Federal Securities Laws*, 39 U. Kan. L. Rev. 1, 1, refere ainda que: "The term 'inside information' is now common parlance (...) to describe situations in which previously undisclosed information is used to gain an unfair transactional or tactical advantage."

<sup>180</sup> Ainda que o conceito de informação privilegiada fosse menos preciso que o que consta hoje no MAR e a classificação dos sujeitos, menos abrangente.



aspectos relativos à repressão de tais condutas ao arbítrio legislativo dos Estados.

Com a expansão dos mercados e o crescente número de transações a nível mundial, que estiveram na base da elaboração de um plano de ações, estas tornaram necessária a realização do mercado único para os serviços financeiros - levado a cabo pelo Conselho Europeu, em Abril de 2000<sup>181</sup>. Havendo uma crescente necessidade de harmonização das legislações, de cada um dos Estados Membros, sobre a matéria de abuso de mercado, impôs-se estabelecer o objetivo de criação de outra Diretiva.

Considerando que o enquadramento jurídico comunitário, trazido pela Diretiva n.º 89/592/CEE do Conselho, de 18 de novembro de 1989, tinha conduzido à existência de lacunas e diferenças entre os modos de repressão de condutas abusivas - o que não se coadunava com a expansão dos mercados - foi criada a MAD. Esta entrou em vigor no dia 28 de janeiro de 2003 e, não só passou a prever a possibilidade de se censurar, penalmente, tais condutas, como passou também a considerar, como agentes, sujeitos sem relação com os emitentes, alargando, desta forma, o conceito de informação privilegiada<sup>182 183</sup>.

Anos após a entrada em vigor da MAD, foi elaborado um parecer, por parte da ESMA, em julho de 2007, onde se colocaram algumas dúvidas sobre o funcionamento do regime, nomeadamente, quanto às ainda persistentes diferenças entre as legislações de cada um dos Estados-Membros, à definição única de informação privilegiada e aos critérios de diferimento de divulgação<sup>184</sup>.

No mesmo ano, em novembro de 2007, o CESR elaborou uma lista de sanções aplicadas às práticas que constituíam abuso de mercado por cada Estado Membro, concluindo-se existir uma disparidade relativamente às sanções pecuniárias, nos ordenamentos jurídicos em que tais práticas constituíam contra-ordenações, bem como diferenças assinaláveis nas molduras penais nos ordenamentos em que o abuso de informação e a manipulação de mercado constituíam crime<sup>185</sup>.

---

<sup>181</sup> Denominada de “Aplicação de um enquadramento para os mercados financeiros: plano de ação”, comunicada pela Comissão, em 1999.

<sup>182</sup> Cfr. resulta dos pontos 10, 13, 16 e 17, do Preâmbulo da MAD e do seu artigo 2.º.

<sup>183</sup> Sobre os desenvolvimentos comunitários trazidos pela Diretiva n.º 2003/6/CE, vide Bolina, Helena, (2004), “A manipulação e o abuso de informação privilegiada na nova diretiva sobre abuso de mercado (2003/6/CE)”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, (18), pp. 62-70.

<sup>184</sup> Quanto a estas matérias, consultar maiores desenvolvimentos nas páginas 76 e seguintes.

<sup>185</sup> Disponíveis para consulta, na base de dados *online* da ESMA, *Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive*, de 7 de Novembro de 2015, disponível em: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07\\_693\\_u\\_2\\_.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_693_u_2_.pdf) e *Press Release - CESR identifies the Administrative Measures and Sanctions as*

Posteriormente, em novembro de 2008, foi organizada uma conferência destinada a debater uma revisão ao Regime de Abuso de Mercado<sup>186</sup>, organizada pela Comissão Europeia, e na qual foram abordadas as diferentes transposições da MAD, pelos diversos Estados-Membros. Nesta conferência, foi enfatizada a necessidade de harmonizar as sanções aplicadas e os poderes das entidades supervisoras. Tendo sido apontadas diversas sugestões, no sentido de clarificar as definições de *insider*, mercado e diferimento<sup>187</sup>, aproximar os diversos regimes sancionatórios e, ainda, sugerida a importância da educação financeira para a generalidade dos cidadãos<sup>188</sup>. Desta conferência resultou a opinião - praticamente unânime entre todos os seus intervenientes - sobre a necessidade de harmonizar as legislações<sup>189</sup>.

Nesta sequência, em 2009, foi emitida a já mencionada *Call for Evidence*<sup>190</sup> sobre a possibilidade de se rever a MAD, debatendo-se os assuntos já discutidos até então. Na *Call for Evidence*, apesar de não ser abordada a questão das medidas sancionatórias, sublinhou-se a necessidade de 1) reduzir as diferenças entre as legislações, estabelecendo requisitos mínimos obrigatórios para todas elas; 2) aumentar o escopo da MAD a instrumentos

---

*well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD)*, disponível em: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07\\_762.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_762.pdf).

<sup>186</sup> O relatório desta conferência, "*Report of the Conference "Reviewing Market Abuse Regime"*", realizada em Bruxelas, a 12 de novembro de 2008, poderá ser consultada em [http://www.eurocapitalmarkets.org/system/files/Report\\_MAD%20Conference.pdf](http://www.eurocapitalmarkets.org/system/files/Report_MAD%20Conference.pdf).

<sup>187</sup> Intervenção de *Carmine Di Noia*, membro da ESMA: "According to Mr Di Noia, the insider information framework is not working due to different application of the regulation: further clarification is needed concerning the definition of "insider", "market" and "delay." He opposed the list of insiders since there is a difference between insider and confidential and argued to value the costs and benefits concerning the notification of transactions.". Disponível em: [http://www.eurocapitalmarkets.org/system/files/Report\\_MAD%20Conference.pdf](http://www.eurocapitalmarkets.org/system/files/Report_MAD%20Conference.pdf).

<sup>188</sup> Intervenção de *Pervenche Berès*, Chairwoman do Comité ECON do Parlamento Europeu: "Mrs Berès concluded highlighting the importance of educating citizens, which would be a costly investment at first but would lead to financial stability in the long-run.", [http://www.eurocapitalmarkets.org/system/files/Report\\_MAD%20Conference.pdf](http://www.eurocapitalmarkets.org/system/files/Report_MAD%20Conference.pdf).

<sup>189</sup> Cabe referência à intervenção de Carlos Tavares, então vice presidente da CESR e presidente da CMVM: "Looking to the future of market abuse enforcement. In order to battle against market abuse, the right order to follow would be to 1) prevent 2) detect 3) investigate and 4) sanction. He presented statistical evidence based on a CESR member-survey indicating that there are great divergences among Member states in enforcement activities. Among the items with strongest divergence are: the power to be informed by issuers; issue regulations in art 6.3; request the freezing of assets; and the public disclosure of sanctions. Further, he drew attention on the greatly diverging levels of pecuniary sanctions and on the duration of imprisonment across Member states. This implies a risk of regulatory arbitrage. Therefore, convergence is an essential condition for an integrated European market, Mr Tavares argued. (...) Tavares concluded his intervention asking for harmonization of sanctions by conciliating different legal systems."

<sup>190</sup> Disponível para consulta em: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2009/market\\_abuse/call\\_for\\_evidence.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/market_abuse/call_for_evidence.pdf).

financeiros não negociados em mercados regulamentados, mas cujo valor depende de outros instrumentos negociados em mercado regulamentado; 3) tornar as regras do diferimento da divulgação de informação mais esclarecedoras e adaptadas a circunstâncias excecionais<sup>191</sup>; e 4) rever os limites impostos às autoridades de supervisão, relativamente às gravações telefónicas para detetar práticas de abuso; concluindo-se pela necessidade de uma revisão da Diretiva.

Neste seguimento, e após a crise económica e financeira mundial, destacou-se a importância em reforçar a supervisão e a regulação financeiras e estabelecer um quadro de normas elevadas, a nível internacional<sup>192</sup>. Em 2011, a Comissão Europeia apresentou as primeiras propostas de Regulamento e Diretiva<sup>193</sup> sobre abuso de mercado, alteradas no ano seguinte,<sup>194</sup> e publicadas em 2014, dando origem ao novo regime previsto na NMAD e no MAR, que se analisará de seguida.

## **2. A nova Diretiva e o Regulamento - análise de algumas das alterações trazidas pelo MAR, no âmbito do abuso de informação privilegiada**

### **2.1. Razões que levaram à revisão do Regime**

Como já mencionado, as diferenças nas legislações de cada Estado Membro conduziram à necessidade de uniformização do regime, a nível europeu. Relativamente, não só, às sanções aplicáveis, como também a determinadas questões relativas à interpretação de conceitos que conduziram à indispensabilidade da sua unificação em todas as legislações. Por outro lado, o aumento de negociação em mercados não regulamentados levou, inevitavelmente, ao alargamento do regime de abuso de mercado aos instrumentos apenas neles negociados,

---

<sup>191</sup> Nomeadamente no que concerne ao requisito de “não induzir o público em erro”.

<sup>192</sup> Nomeadamente o Grupo 20 ou “G20” - grupo formado em 1999, composto pelos Ministros de Finanças e chefes dos bancos centrais das 19 maiores economias do mundo, mais a União Europeia - que, de acordo com o preâmbulo da primeira proposta de regulamento apresentada pela comissão “(...) acordou em reforçar a supervisão e a regulação financeiras e estabelecer um quadro de normas elevadas, acordadas a nível internacional. Em conformidade com as conclusões do G20, o relatório do Grupo de Alto Nível sobre Supervisão Financeira na UE preconizou o estabelecimento, para o sector financeiro, de um quadro prudencial e de conduta sólido, assente em regimes de supervisão e sanção eficazes”.

<sup>193</sup> Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho, relativo ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado), ref.COM/2011/0651 final - 2011/0295, disponível para consulta em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52011PC0651&from=EN>.

<sup>194</sup> Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado), ref. COM/2011/0654 final - 2011/0297, disponível para consulta em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52011PC0654>.

atendendo ao nível transfronteiriço e ao carácter global das transações no mercado, incrementado pelas novas tecnologias de informação.

## 2.2. Principais alterações

Embora não se tenha verificado uma alteração de fundo com o novo MAR, sobretudo no tocante à definição de informação privilegiada, tão discutida desde a MAD, a verdade é que o novo regulamento proporcionou alguma uniformização, necessária ao regime do abuso de mercado. Desde logo, pela especificação de alguns conceitos e clarificação de algumas questões suscitadas com a aplicação prática da anterior Diretiva, e porque refletiu sobre novas preocupações, sobretudo relacionadas com os meios de disseminação de informação, como é o caso da *internet*.

Assim e sumariamente, destacam-se os seguintes aspetos:

- 1) Alargamento do âmbito de aplicação do regime a instrumentos financeiros negociados exclusivamente em MTF e OTF;
- 2) Definição de condutas legítimas para a disposição de informação privilegiada - previstas no artigo 9.º, do MAR;
- 3) Sondagens de mercado - reguladas no artigo 11.º, do MAR;
- 4) Alteração dos pressupostos para o diferimento da obrigação de divulgação de informação privilegiada - artigo 17.º;
- 5) Listas de *insiders* - artigo 18.º;
- 6) Obrigação de comunicação de operações de dirigentes - previsto no artigo 19.º.

## 2.3. Alargamento do âmbito de aplicação do regime a instrumentos financeiros, negociados em MTF e OTF

O MAR aplica-se, atualmente, não só aos emitentes com instrumentos financeiros, admitidos à negociação em mercado regulamentado, mas igualmente aos emitentes que tenham instrumentos financeiros apenas negociados em MTF. Na MAD e, como já se abordou no capítulo anterior, os instrumentos financeiros negociados em MTF e OTF que estivessem simultaneamente admitidos à negociação em mercado regulamentado, já se encontravam abrangidos pelo seu âmbito de aplicação, conforme o artigo 9.º, n.º 1<sup>195</sup>.

Por outro lado, o âmbito de aplicação do MAR abrangerá, também, os instrumentos financeiros

---

<sup>195</sup> Como refere Helena Magalhães Bolina (2016), em “A Revisão das Diretivas...”, *ob.cit.*, p. 15: “Em rigor, o que não está abrangido no âmbito da MAD, não é o MTF em si mas os instrumentos financeiros que não estão admitidos à negociação em mercado regulamentado, nem em relação a eles foi solicitada a admissão”.

negociados num OTF, a partir de 3 de janeiro de 2018, atendendo às disposições transitórias do MAR (artigo 39.º, n.º 4, segundo parágrafo) e da DMIF II (artigo 93.º, n.º 1, segundo parágrafo).

Sempre que haja um pedido de admissão à negociação de instrumentos financeiros, num MTF ou OTF, os seus operadores de mercado devem notificar a autoridade competente da plataforma de negociação, devendo estas, por sua vez, comunicar à ESMA, a lista de comunicações recebidas (*cf.* artigo 4.º, do MAR e o Regulamento Delegado da Comissão n.º 2016/909, de 1 de março de 2016<sup>196</sup>).

Acresce que o MAR abarca, também, os instrumentos derivados cujo preço ou valor dependa, ou influencie o preço de algum dos instrumentos *supra* referidos.

Relativamente aos deveres a observar pelos emitentes, nomeadamente os previstos nos artigos 17.º, 18.º e 19.º, nos casos em que os instrumentos financeiros se encontrem sob negociação exclusivamente em MTF ou OTF - somente a partir de 3 de janeiro de 2018 -, apenas tem aplicação quando tenham sido os próprios emitentes a aprovar essa negociação<sup>197</sup>, como já tivemos oportunidade de referir.

#### **2.4. A definição de condutas legítimas no âmbito do abuso de informação privilegiada**

De acordo com o ponto 24, do preâmbulo do MAR:

“Quando uma pessoa coletiva ou singular que dispõe de informação privilegiada adquirir ou alienar, ou tentar adquirir ou alienar, por sua conta ou por conta de terceiros, direta ou indiretamente, instrumentos financeiros a que essa informação diga respeito, presume-se que essa pessoa «utilizou essa informação»” (sublinhado nosso).

Esta presunção é, porém, ilidível se se verificar alguma das situações previstas no artigo 9.º, do MAR, que estabelece comportamentos legítimos, em relação aos quais não se aplica o disposto nos artigos 8.º e 14.º, do MAR, referentes ao abuso de informação privilegiada.

A primeira das situações, prevista no número 1, do artigo 9.º, do MAR, visa impedir a

---

<sup>196</sup> Que complementa o MAR, no que respeita às normas técnicas de regulamentação, aplicáveis ao conteúdo das notificações, a apresentar às autoridades competentes, e à compilação, publicação e manutenção da lista de notificações. Disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32016R0909&from=EN>.

<sup>197</sup> Esta limitação não se aplica às disposições relativas aos crimes de mercado. Portanto, sempre que os instrumentos financeiros do emitente estejam somente admitidos à negociação num MTF e o emitente não tenha aprovado ou consentido tal admissão à negociação, as disposições relativas aos crimes de mercado (abuso de informação privilegiada, divulgação ilícita de informação privilegiada e manipulação de mercado) são sempre aplicáveis.

comunicação da responsabilidade de transações, feitas por pessoas singulares, em nome de pessoas coletivas, desde que estas tenham estabelecido barreiras de informação - denominadas *Chinese Walls*<sup>198</sup> - assegurando que a informação privilegiada não se encontra na posse de nenhuma pessoa singular, e que não encorajaram, recomendaram ou induziram a pessoa singular a adquirir ou alienar instrumentos financeiros, a que a informação diga respeito, em nome da pessoa coletiva.<sup>199</sup>

Nas situações previstas no número 2, do artigo 9.º, do MAR, estão abrangidos os criadores de mercado e os prestadores de serviços de execução de ordens.

Quanto ao número 3, do artigo 9.º, do MAR, como já se abordou no capítulo antecedente (sobre o *insider non-trading*), este visa salvaguardar as situações em que o sujeito toma a decisão e concede a ordem sem ter, nesse momento, qualquer informação privilegiada e, apenas, vindo a ter, *a posteriori*. Cabem também na previsão do número 3, do artigo 9.º do MAR, os casos decorrentes de obrigação legal ou regulamentar que se tenham constituído antes de a pessoa ter conhecimento da informação privilegiada. No primeiro caso, como a decisão de investimento não foi tomada com base numa informação privilegiada, o sujeito não estava em posição de vantagem face aos restantes investidores, assim sendo, não há assimetria informativa no momento da decisão, considerando-se uma conduta legítima.

## 2.5. As sondagens de mercado

De acordo com o preâmbulo do MAR, “as sondagens de mercado, são interações entre um vendedor de instrumentos financeiros e um ou mais investidores potenciais, antes do anúncio de uma operação, a fim de avaliar o interesse de investidores potenciais numa possível operação e a fixação do seu preço, volume e estruturação”<sup>200</sup>.

Muitas vezes, as sondagens de mercado implicam a transmissão de informação privilegiada por parte dos denominados “participantes de mercado”<sup>201</sup> aos analistas, que não estão abrangidos pelo dever de segredo. Por conseguinte, o MAR prevê no seu artigo 11.º, n.º 9, que as matérias referentes aos dispositivos, procedimentos e registos das sondagens, deverão ser reguladas através de normas técnicas de regulamentação. O que se verificou, através do

---

<sup>198</sup> Trata-se de uma barreira de confidencialidade entre diferentes divisões ou departamentos de uma pessoa coletiva, de forma a evitar que informações confidenciais se disseminem e criem conflitos de interesses.

<sup>199</sup> Ambos os requisitos do número 1, do artigo 9.º, do MAR, são cumulativos.

<sup>200</sup> Ponto 32, do preâmbulo, do MAR.

<sup>201</sup> São participantes de mercado (*Disclosing Market Participant*), quaisquer pessoas previstas no artigo 11.º, n.º 1, do MAR.

Regulamento Delegado 2016/960, da Comissão de 17 de maio<sup>202</sup> e do Regulamento de Execução n.º 2016/959, da Comissão de 17 de maio<sup>203</sup>.

Relativamente aos participantes de mercado que transmitam informação privilegiada, estes devem beneficiar da presunção de que atuam no âmbito do exercício normal da sua atividade profissional ou funções, para efeitos do disposto no artigo, 10.º do MAR (sob a epígrafe “transmissão ilícita de informação privilegiada”)<sup>204</sup>. Com efeito, nos casos de sondagem de mercado, considera-se não existir transmissão ilícita de informação privilegiada, pois a transmissão é efetuada durante o exercício normal de uma atividade laboral, conforme, aliás, prevê o artigo 4.º, n.º 2, *in fine*, da NMAD e o artigo 11.º, n.º 4, do MAR.

A transmissão de uma informação privilegiada, realizada no âmbito de uma sondagem, exige a observância de alguns deveres por parte dos participantes de mercado. Primeiramente, devem manter registos de todas as sondagens de mercado, mesmo daquelas em que o participante não considera estar envolvida a transmissão de informação privilegiada; sendo necessário registar uma série de informações relativas às pessoas objeto da sondagem, ao conjunto de informações fornecidas, a todas as comunicações e documentos providos no âmbito da sondagem e, inclusive, o que determinou que a informação comunicada durante a sondagem, deixasse de ter natureza privilegiada<sup>205</sup>.

Estes registos devem ser mantidos num suporte eletrónico, observando-se o disposto no artigo 6.º, do Regulamento Delegado, n.º 2016/960, da Comissão de 17 de maio. Encontrando-se normalizados os modelos das atas utilizados ou notas escritas das reuniões, tal como as listas de informações, facultadas às pessoas objeto de sondagem, e, ainda, as notificações de que a informação, comunicada durante a sondagem, deixou de ter natureza privilegiada, conforme resulta e consta do Regulamento de Execução, n.º 2016/959, da Comissão de 17 de maio.

No que concerne ao conjunto de informações facultadas às pessoas objeto da sondagem<sup>206</sup>,

---

<sup>202</sup> Que diz respeito às normas técnicas de regulamentação, relativas aos dispositivos, sistemas e procedimentos adequados, aplicáveis aos participantes no mercado que transmitem a informação e que realizam sondagens de mercado.

<sup>203</sup> Que estabelece normas técnicas de execução para as sondagens de mercado, no que se refere aos sistemas e modelos de notificação a utilizar pelos participantes no mercado, que transmitem a informação, e ao formato dos registos, referidos no MAR.

<sup>204</sup> *Cfr.* Parágrafo 5, do preâmbulo do Regulamento Delegado, n.º 2016/960, de 17 de maio.

<sup>205</sup> Esses registos servem como prova de boa conduta dos participantes às autoridades competentes. Em particular, quando a natureza da informação sofre uma alteração, após a sondagem de mercado, ou quando a autoridade competente pretende rever o processo de categorização da informação.

<sup>206</sup> Tal como foi feito notar pela ESMA, no *Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation*, disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/Cooperacao/esma/DocumentosESMACESR/document>

estas variam consoante a informação transmitida pelos participantes, seja ou não privilegiada, tornando-se necessário - no primeiro caso - obter-se o consentimento da pessoa e informá-la de que está interdita a transmitir a informação fornecida, naquele âmbito, e de a utilizar em seu benefício (nomeadamente, que se encontra proibida de cancelar ou alterar uma ordem que já tenha sido colocada, relativamente a um instrumento financeiro a que a informação diga respeito), entre outras obrigações<sup>207</sup>.

## **2.6. A comunicação à entidade reguladora nacional da decisão de diferimento da divulgação de informação, prevista no artigo 17.º, n.º 4, parágrafo 3), do MAR**

O MAR consagra uma obrigação relativamente às sociedades emitentes que difiram a obrigação de divulgação de informação privilegiada. Esta consubstancia-se no dever de informar a entidade reguladora<sup>208</sup>, findo o período de diferimento e após a sua divulgação ao público, mediante uma explicação por escrito, da verificação dos pressupostos que justifiquem o facto de a informação não ter sido imediatamente divulgada<sup>209 210 211</sup>.

---

s/2015-esma-1455\_final\_report\_mar\_ts.pdf, p. 24, a informação divulgada no âmbito de um sondagem, regra geral, está relacionada com as características da possível transação, em relação à qual recai a sondagem aos potenciais investidores. Porém, a divulgação de informações pode, igualmente, incluir outras, não diretamente relacionadas com a transação, mas indiretamente. Nomeadamente, informações contextuais, como a capacidade financeira da entidade emitente. No entanto, é importante sublinhar que, as informações sobre a situação financeira da sociedade emitente, deverão ser, por ela, previamente divulgadas, salvo casos em que haja diferimento da obrigação de divulgação. Acresce que os participantes de mercado deverão sempre evitar a divulgação de qualquer informação privilegiada adicional, desnecessária à sondagem de mercado.

<sup>207</sup> Cfr. artigo 11.º, n.º 5, do MAR, e artigo 3.º, do Regulamento Delegado, n.º 2016/960, de 17 de maio.

<sup>208</sup> Cfr. artigo 6.º, do Regulamento Delegado, n.º 2016/522, de 17 de dezembro de 2015, da Comissão, disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32016R0522&from=EN>.

<sup>209</sup> De acordo com o artigo 17.º, n.º 4, do MAR, os pressupostos cumulativos são os seguintes: “a) A divulgação imediata é suscetível de prejudicar os interesses legítimos do emitente ou do participante no mercado de licenças de emissão; b) O diferimento da divulgação não é susceptível de induzir o público em erro; c) O emitente ou o participante no mercado das licenças de emissão esteja em condições de assegurar a confidencialidade dessa informação.”.

<sup>210</sup> Caso se trate de uma instituição de crédito ou de uma instituição financeira, o diferimento depende da verificação dos seguintes requisitos: 1) a divulgação de informação comporta riscos para a estabilidade financeira do emitente e do sistema financeiro; e se 2) o diferimento da divulgação é do interesse público e a confidencialidade da informação se encontra assegurada. Verificados estes requisitos, conforme os elementos apresentados pelo emitente, a autoridade competente deverá consentir o diferimento da informação, mediante a consulta de outras entidades, nos termos dos números 5 e 6, do artigo 17.º, do MAR.

<sup>211</sup> Além disso, o MAR prevê que, uma vez divulgadas informações privilegiadas, estas devem estar disponíveis ao público, no site do emitente, por cinco anos.



No entanto, esta alteração levanta uma questão pertinente:

- Deverá cumprir-se a obrigação do artigo 17.º, n.º 4, do MAR, mesmo quando a informação, no âmbito de um processo complexo (cuja divulgação foi diferida), deixe de ter carácter privilegiado, por se tornar do conhecimento público? E nos casos em que a informação perdeu a sua característica de atualidade, durante um processo complexo, por o resultado se revelar completamente distinto<sup>212</sup>?

Na realidade, e sobretudo na última situação, a informação, antes privilegiada, perde o seu carácter de “*price sensitive*”, na medida em que, ao ser divulgada ao público, não altera - em princípio - as suas decisões de investimento. Por isso, podia-se pensar que a sua divulgação, bem como o cumprimento das restantes obrigações, deixariam de fazer sentido, no entanto, deverá ser pacífico que, mesmo nessas situações, e segundo o princípio da transparência, a informação deve ser divulgada. Primeiro, porque os deveres previstos no artigo 17.º, n.º 4, parecem fazer referência ao momento em que a divulgação deveria ter sido tornada pública (momento esse em que ainda tinha carácter privilegiado) e não o foi - sendo indiferente que tal circunstância venha a alterar-se posteriormente - segundo, porque a divulgação da informação ao público e a explicação sobre o cumprimento das obrigações do diferimento à entidade reguladora, facilitam que haja um maior controle sobre estas decisões e, conseqüentemente, permite manter os investidores mais e melhor informados, contribuindo para a transparência do mercado<sup>213</sup>.

## 2.7. Listas de *insiders*

---

<sup>212</sup> Por exemplo, no âmbito de uma negociação de um contrato promissor para o emitente, entretanto perdido para uma sociedade concorrente. Neste âmbito, *vide* “Orientações relativas ao Regulamento «Abuso de Mercado» - Diferimento na divulgação de informação privilegiada” da ESMA, “(...) *as situações em que o diferimento da divulgação de informação privilegiada é suscetível de induzir o público em erro incluem, pelo menos, as circunstâncias seguintes:*

*a. a informação privilegiada cuja divulgação o emitente pretende diferir é significativamente diferente do anterior anúncio público do emitente relacionado com o assunto a que informação privilegiada se refere; ou*

*b. a informação privilegiada cuja divulgação o emitente pretende diferir é relativa ao facto de ser pouco provável que os objetivos financeiros do emitente sejam cumpridos, tendo esses objetivos sido anteriormente anunciados ao público; ou*

*c. a informação privilegiada cuja divulgação o emitente pretende diferir contradiz as expectativas do mercado, quando essas expectativas são baseadas em sinais enviados anteriormente ao mercado pelo emitente, tais como entrevistas, exposições itinerantes ou qualquer outro tipo de comunicação organizada pelo emitente ou com a sua aprovação.”, de 20 de Outubro de 2016.*

<sup>213</sup> Jasper Lau Hansen, na sua obra “Say When: When must an issuer disclose inside information?...”, *ob. Cit.*, tem um entendimento oposto, defendendo que, uma vez que a informação privilegiada deixa de ser um facto, perde o seu carácter de informação privilegiada, deixando de fazer sentido a sua divulgação, p. 6-8.

Muito embora a MAD já previsse a obrigação dos Estados-Membros exigirem aos emitentes ou às pessoas que atuassem em seu nome ou por sua conta, a elaboração de uma lista das pessoas que, estando relacionadas com eles, tivessem acesso a informação privilegiada, o MAR vem, não só prever essa obrigação (no seu artigo 18.º, n.º 1 e 2), como aprofundar quais os elementos que deverão constar dessa lista (*cf.* artigo 18.º, n.º 3), esclarecendo que a mesma deve ser constantemente atualizada (*cf.* artigo 18.º, n.º 4) e respeitar o modelo elaborado pela ESMA (*cf.* artigo 18.º, n.º 9).

## 2.8. Operações de dirigentes

O artigo 19.º, do MAR, estabelece uma obrigação de notificação das transações efetuadas pelas pessoas que desempenham cargos de dirigentes, das sociedades emitentes de instrumentos financeiros e, igualmente, das pessoas que, com eles, estejam “estritamente relacionadas” (*cf.* artigo 19.º, n.º 1, do MAR), a par do que já se prevê no artigo 248.º-B, do CodVM<sup>214</sup>, já aludido no primeiro capítulo do presente trabalho.

Apesar desta obrigação já se encontrar consagrada na MAD, com o regulamento, é alargado o âmbito e é também uniformizada a obrigação de notificação, quanto aos elementos que, dela, deverão constar e a forma ou modelo que deve ser adotado (*cf.* artigo 19.º, n.º 6, e n.º 15, do MAR, artigo 1.º, al. 6, do artigo 10.º, n.º 1, do Regulamento Delegado da Comissão n.º 2016/522, de 17 de dezembro<sup>215</sup> e do artigo 1.º, do Regulamento Delegado da Comissão n.º 2016/523, de 10 de março<sup>216</sup>). Destacamos, a este respeito, o alargamento do âmbito subjetivo, na medida em que o conceito de “pessoas estritamente relacionadas com o emitente” passa a incluir, nos termos da al. d) do ponto 26) do artigo 3.º, do MAR, pessoas

---

<sup>214</sup> Dentro do seio da sociedade também existe a obrigação de comunicar, por parte dos membros dos órgãos de administração e fiscalização, o número de ações e de obrigações da sociedade de que são titulares “(...) e bem assim todas as suas aquisições, onerações ou cessações de titularidade, por qualquer causa, de ações e de obrigações da mesma sociedade e de sociedades com as quais aquela esteja em relação de domínio ou de grupo.”, *cf.* resulta do disposto do artigo 447.º, do Código das Sociedades Comerciais.

<sup>215</sup> Que complementa o MAR, no que diz respeito à isenção para determinados organismos públicos e bancos centrais de países terceiros, aos indicadores de manipulação de mercado, aos limiares em matéria de divulgação, à autoridade competente, para efeitos de notificação de diferimentos, à autorização de negociação, durante períodos de negociação limitada, e aos tipos de operações de dirigentes, sujeitas a notificação obrigatória; disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32016R0522&from=EN>.

<sup>216</sup> Que estabelece normas técnicas de execução, no respeitante ao formato e modelo da comunicação e divulgação pública das operações de dirigentes, em conformidade com o Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32016R0523>.

coletivas cujas responsabilidades de gestão sejam exercidas pelas pessoas referidas nas alíneas a), b) e c), do mencionado normativo, ou cujos interesses económicos sejam substancialmente equivalentes aos dessas pessoas.

No entanto, cabe fazer menção que a obrigação de comunicação apenas existe, cada vez que as operações, num ano civil, ascendam, cumulativamente, a 5.000,00 € ou 20.000,00 € e caso uma autoridade competente, informando a ESMA, decida aumentar esse limite (de acordo com o artigo 19.º, n.º 8 e 9, do MAR), mantendo-se essa obrigação para as operações subsequentes.

Quanto às operações abrangidas pelo dever de notificação - que deve seguir o modelo constante no anexo do Regulamento Delegado, da Comissão n.º 2016/523, de 10 de março de 2016 -, para além das que constam no número 1, do artigo 19.º, estão igualmente incluídas as que se encontram previstas nas alíneas do número 7, do mesmo artigo, ainda que esta lista não seja exaustiva <sup>217</sup>.

Para além do referido dever de notificação, o artigo 19.º, n.º 11 e 12 do MAR, prevê a proibição de operações de dirigentes, relacionados com ações ou instrumentos de dívida do emitente ou com derivados ou outros instrumentos financeiros com eles relacionados, dentro dos 30 dias úteis antes do anúncio dos relatórios financeiros intercalares ou anuais. Isto, salvo se verifique uma das situações descritas no n.º 12, do mesmo artigo, complementadas pelo disposto nos artigos 7.º e 8.º, do Regulamento Delegado da Comissão n.º 2016/522, de 17 de dezembro de 2015.

## 2.9. As recomendações de investimento

---

<sup>217</sup> A ESMA considera que o âmbito das operações, a serem cobertas pelo artigo 19, n.º 14, do MAR, é amplo e não pode ser limitado apenas aos três tipos de transações, explicitamente enumeradas, no artigo 19.º, n.º 7. Na verdade, este artigo só facilitará a realização da total transparência deste tipo de operações - uma vez que a ESMA considera útil para identificar os grandes tipos de transações - em linha do que resulta do considerando 58, do MAR, reduzindo igualmente o risco de incumprimento desta obrigação (*Final Report ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation*, p. 44, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/Cooperacao/esma/Documents/ESMACESR/Documents/2015-224.pdf>). Ainda segundo o ponto 28, do preâmbulo do Regulamento Delegado da Comissão n.º 2016/522, de 17 de dezembro de 2015, pode ler-se o seguinte:

“A obrigação de notificação das operações realizadas por dirigentes ou por uma pessoa com eles estreitamente relacionada aplica-se a um amplo leque de operações e inclui todas as operações efetuadas por sua conta. Por conseguinte, convém identificar uma ampla lista, não exaustiva, de determinados tipos de operações que devem ser notificadas. Tal deve não só facilitar a realização da plena transparência das operações realizadas por dirigentes e por pessoas com eles estreitamente relacionadas, mas também reduzir o risco de incumprimento da obrigação de notificação através da identificação de determinados tipos de operações sujeitas a notificação obrigatória.”.

Ao abrigo do artigo 20.º, do MAR, os analistas independentes, as empresas de investimento, as instituições de crédito ou qualquer outra pessoa que produza ou divulgue recomendações de investimento, devem divulgar ao público se detêm quaisquer interesses ou eventuais conflitos de interesses, relativamente aos instrumentos financeiros a que as recomendações digam respeito.

Esta norma espelha a necessidade de tutelar as situações em que tais pessoas, no âmbito da sua atividade e dada a capacidade das suas recomendações influenciarem as decisões de investimento, possam tirar partido dos efeitos gerados por influência das suas recomendações nos investidores, para obtenção de lucros gerados pela subida de ações.

O caso típico aqui subjacente é a atividade de *scalping*, na qual, um consultor de investimento, analista financeiro ou jornalista, adquire valores mobiliários antes de elaborar uma recomendação favorável sobre tais valores, obtendo, assim, após a publicação da sua recomendação, um lucro com a posterior venda de tais instrumentos (cujas cotações subiram devido à influência da sua recomendação).

O *scalping* consubstancia, como é bom de ver, uma prática de abuso de mercado, tendo esta sido discutida anteriormente, na doutrina, no sentido de averiguar se constituía abuso de informação privilegiada ou manipulação de mercado<sup>218</sup>. A questão vê-se agora resolvida, visto o MAR ter incluído tal atividade entre o elenco da manipulação de mercado, no seu artigo 12.º, n.º 2, al. d).

Encontrando-se esta questão ultrapassada, com a aplicação direta do regulamento na ordem jurídica portuguesa, desde 3 de julho de 2016, o *scalping* - que anteriormente não era tipificado

---

<sup>218</sup> De acordo com José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos (2006), *O crime de abuso de informação privilegiada*, *ob. cit.*, Coimbra Editora, p. 51-52: “O *Scalping* constitui uma forma de manipulação de mercado”, neste sentido também Miguel Brito Bastos (2012) “*Scalping*: abuso de informação privilegiada ou manipulação de mercado?”, *ob. cit.*, que analisa, primeiramente, a qualificação da conduta como abuso de informação privilegiada, que mereceu acolhimento jurisprudencial na Alemanha por se considerar que “o conhecimento pelo *scalper* da sua própria intenção de vir a recomendar a aquisição de valores mobiliários da classe dos adquiridos seria um “facto” cujo conhecimento corresponderia a uma informação privilegiada – a aquisição dos valores mobiliários seria, conseqüentemente, um “abuso” da mesma”, sustentando, porém, o autor que: “A atribuição ao conceito de “informação” usado no artigo 378.º do CodVM de uma amplitude que nele abarque o conhecimento das próprias intenções (...) implicaria uma restrição desnecessária e desproporcional dos direitos fundamentais de propriedade (na dimensão de liberdade disposição) e de livre iniciativa económica privada (na dimensão de liberdade de investimento) face à proteção do bem jurídico protegido pelas proibições decorrentes do artigo 378.º do CodVM.”.

como crime -, passa, agora, a constituir uma prática de manipulação de mercado, punível criminalmente, embora o artigo 379.º, do CodVM, ainda não tenha sido alterado no sentido de abranger tal conduta. Porém, sublinha-se que, enquanto não se encontrarem previstas na lei nacional, sanções aplicadas pela prática da referida atividade, nem forem atribuídas, por lei, às autoridades competentes, poderes para a sua aplicação, nos termos do artigo 30.º, n.º 1, al. a), do MAR, o *scalping* constitui um crime de mercado sem punição penal.

Na verdade, embora considerando a aplicação direta das sanções administrativas nesta matéria, carece de sentido que não tenham ainda sido previstas sanções penais aplicadas a esta prática, que - a par de quaisquer outras que figurem dos atuais artigos 378.º e 379.º, do CodVM, e que são punidas criminalmente -, consubstancia abuso de mercado. Tal acontecerá, apenas, quando a NMAD for transposta para a ordem jurídica portuguesa, de acordo com o seu artigo 6.º, situação que já se deveria ter verificado até dia 3 de julho de 2016, atendendo ao disposto no seu artigo 13.º.

Pelo exposto, urge a transposição da NMAD sobre o abuso de mercado e tal implica uma alteração ao CodVM. Este deverá prever, não só as alterações trazidas pelo MAR, no âmbito das práticas que consubstanciam abuso de mercado, como as respetivas sanções a aplicar às condutas, por consignar no atual CodVM.

De acordo com o MAR, as pessoas que elaboram recomendações de investimento deverão divulgar a sua identidade - nome e título profissional ou, caso atue ao abrigo de um contrato com uma pessoa coletiva, o nome desta - e, por outro lado, assegurar que, os factos nelas constantes, se distingam das interpretações, estimativas e pareceres que, devendo ser claros, indiquem de forma compreensível, as fontes de informação fidedignas em que se baseiam (*cf.* artigos 1.º e 2.º, do Regulamento Delegado n.º 2016/958, da Comissão de 9 de março de 2016).

Para além destas obrigações principais, somam-se ainda obrigações suplementares, no que concerne às informações prestadas. Entre elas, a elaboração de “um resumo de qualquer base de avaliação ou metodologia, bem como os pressupostos subjacentes, utilizadas para avaliar um instrumento financeiro ou um emitente (...)” (*cf.* artigo 3.º, n.º 1, al. b), do Regulamento Delegado (UE) 2016/958, da Comissão de 9 de março de 2016), a “indicação do local onde estão disponíveis informações pormenorizadas, acessíveis fácil e diretamente, sobre a avaliação ou a metodologia e os pressupostos subjacentes (...)” (*cf.* artigo 3.º, n.º 1, al. c), do Regulamento Delegado (UE) 2016/958, da Comissão de 9 de março de 2016), devendo ser explicitado qual o significado de cada uma das recomendações emitidas (*cf.* artigo 3.º, n.º 1, al. e), do Regulamento Delegado (UE) 2016/958, da Comissão de 9 de março de 2016).

Por outro lado, e “sempre que uma recomendação divirja de qualquer uma das suas anteriores recomendações relativas ao mesmo instrumento financeiro ou emitente que tenha sido

divulgada nos 12 meses precedentes” (*cf.* artigo 3.º, n.º 1, al. h), do Regulamento Delegado (UE) 2016/958, da Comissão de 9 de março de 2016), o público deve ser informado sobre esta alteração, bem como da data da recomendação anterior, disponibilizando-se “uma lista de todas as suas recomendações sobre qualquer instrumento financeiro ou emitente que tenham sido divulgadas nos 12 meses precedentes” (*cf.* artigo 3.º, n.º 1, al. i), do Regulamento Delegado (UE) 2016/958, da Comissão de 9 de março de 2016).

## **2.10. Aplicação da Diretiva e do Regulamento no ordenamento jurídico português**

Como se sabe, contrastando com um regulamento, que tem efeito direto nos Estados-Membros, uma diretiva, convida-os a implementá-la por meio de legislação nacional. As diretivas têm o benefício de poderem ser adaptadas à legislação nacional, ao passo que um regulamento, dada a sua aplicabilidade direta, é muitas vezes um instrumento intrusivo.

Contudo, o que se identifica como vantajoso, em relação às diretivas, é, simultaneamente, uma desvantagem, uma vez que o grau de discricionariedade atribuído a cada Estado-Membro, na sua transposição para a legislação interna, pode produzir resultados divergentes entre os Estados-Membros, tal como sucedeu com a MAD <sup>219</sup>.

Quanto à transposição da NMAD - que apenas estabelece as normas mínimas aplicáveis para as sanções penais, quanto ao abuso de informação privilegiada e restantes crimes de mercado -, aquela deveria ter sido feita até 3 de julho de 2016<sup>220</sup>. Porém, o MAR aplica-se, diretamente, desde essa data, ou seja, todo o regime nele previsto, tem aplicação a partir de 3 de julho de 2016, salvo no que respeita às disposições relativas à DMIF II, cuja aplicação apenas terá início a 3 de Janeiro de 2018 (*cf.* o artigo 93.º n.º 1 e 2, parágrafo da DMIF II e artigo 39.º, n.º 4, do MAR)<sup>221</sup>. Pelo que, até à referida data, as remissões do MAR para a DMIF II deverão ser

---

<sup>219</sup> A mesma conclusão foi obtida pela ESMA, na primeira avaliação à implementação da Diretiva, sobre Abuso de Mercado pelos Estados-Membros, realizada em Bruxelas, em julho de 2007 e disponível em [http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/esme/mad\\_070706\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/esme/mad_070706_en.pdf).

<sup>220</sup> Entretanto, a 12 de janeiro de 2017, a proposta de lei que procede à revisão do regime sancionatório do direito dos valores mobiliários, foi aprovada em Conselho de Ministros, conforme o comunicado que consta no seguinte *link*: <http://www.portugal.gov.pt/pt/o-governo/cm/comunicados/20170112-com-cm.as-px>.

<sup>221</sup> Conforme a exposição de motivos para a proposta de regulamento do parlamento europeu e do conselho de Janeiro de 2016, que veio a ser consagrada na Diretiva 2016/1034, do Parlamento e do Conselho, de 23 de Junho de 2016; face às dificuldades sentidas no estabelecimento de infraestruturas de dados essenciais, (comunicadas pela ESMA e pelas Autoridades Nacionais Competentes, essenciais à aplicação do regime da DMIF II e que consistiam na criação de redes de recolha eletrónica de dados, entre as plataformas de negociação), foi proposta a prorrogação da aplicação da DMIF II até 3 de Janeiro

entendidas como remissões para a DMIF.

## 2.11. A dupla relevância do conceito de informação privilegiada

O conceito de informação privilegiada, que apenas era utilizado como pressuposto do crime de abuso de informação, consagrado no artigo 378.º, n.º 4, do CodVM<sup>222</sup>, passou, após a transposição da MAD, a definir também a informação para efeitos do dever de divulgação, previsto no já mencionado artigo 248.º, do CodVM. Antes da transposição desta diretiva, o dever de divulgação de informação constituía-se quando existiam *factos relevantes*<sup>223</sup> conhecidos do emitente, que não estavam ao alcance do conhecimento público e que seriam capazes de influenciar o preço dos valores mobiliários. Com a MAD, o conceito de “factos relevantes” foi substituído pelo conceito de informação privilegiada, já previsto para o crime de abuso de informação, passando, o conceito, a ter uma dupla relevância.

Com a entrada em vigor da MAD, em quase todos os Estados-Membros, o duplo conceito de

---

de 2018. A exposição de motivos desta prorrogação pode ser consultada no seguinte documento: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52016PC0057&from=EN>.

<sup>222</sup> Que *supra* se analisou.

<sup>223</sup> Sobre o conceito de factos relevantes *vide* Gonçalo Castilho dos Santos (2002), “O dever dos emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa de informar sobre factos relevantes”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, (15), pp. 34 e 35. Este autor defendia que, com base no critério de factos relevantes, “a sociedade emitente só é obrigada a informar se o facto em causa for idóneo a influenciar relevantemente o preço das acções ou a capacidade de cumprimento dos compromissos inerentes à emissão de dívida”, devendo considerar-se - atendendo à expressão “factos ocorridos”, do anterior artigo 248.º, do CodVM - que apenas existe um facto quando o mesmo pressupõe uma definitividade. Não sendo possível, na perspectiva do autor, considerar-se, como factos, as fases intermédias de uma negociação, por não se considerarem idóneas a influenciar, de maneira relevante, a decisão dos investidores. O anterior artigo 248.º, do CodVM, sob a epígrafe “Factos Relevantes”, em resultado da transposição da Diretiva 2001/34/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho de 28 de Maio, previa o seguinte:

“ARTIGO 248.º

Factos relevantes

1 – As sociedades emitentes de acções admitidas à negociação informam imediatamente o público sobre quaisquer factos ocorridos na sua esfera de actividade que não sejam do conhecimento público e que, devido à sua incidência sobre a situação patrimonial ou financeira ou sobre o andamento normal dos seus negócios, sejam susceptíveis de influir de maneira relevante no preço das acções.

2 – Os emitentes de obrigações ou de outros valores mobiliários representativos de dívida admitidos à negociação informam imediatamente o público sobre quaisquer factos ocorridos na sua esfera de actividade que não sejam do conhecimento público e que sejam susceptíveis de afectar de maneira relevante a capacidade de cumprir os seus compromissos.

3 – A prestação de informação sobre factos relevantes que não seja completa, verdadeira, clara e objectiva é considerada facto relevante.”.

informação privilegiada veio levantar dúvidas, sobretudo, na forma de coadunar a mesma definição, tanto para o crime de abuso de informação<sup>224</sup>, como para a obrigação de divulgar a informação ao público, como já se aludiu *supra*. Estas preocupações foram explanadas num parecer sobre a MAD, elaborado pela ESMA<sup>225</sup>, no qual foi referido que o conceito de informação privilegiada funcionava bem relativamente ao crime de abuso de informação, mas suscitava dúvidas quanto à obrigação de divulgação ao público. Havendo vários emitentes que, ansiosos por evitar a incerteza relativamente ao preço dos seus valores mobiliários, acabaram por adotar uma variedade de estratégias para diferir a obrigação de divulgação. Por outro lado, as abordagens das entidades reguladoras de cada Estado-Membro, relativamente a estas matérias, revelaram-se, também elas, distintas.

No mencionado parecer, foi mesmo apontado que a utilização do mesmo conceito de informação, quer para definir o momento em que esta deve ser divulgada ao público, quer para definir o crime de abuso de informação privilegiada, poderia fomentar o aumento da manipulação de mercado e do *insider trading*. Uma vez que a divulgação antecipada de uma informação arriscar-se-ia a criar falsas expectativas no mercado e/ou facilitar a sua manipulação, nos casos em que o evento final não se verificasse. Assim, a tendência observada na aplicação da MAD, pelos vários Estados-Membros, enquanto solução para aquele problema, foi a utilização do mecanismo do diferimento da informação.

Nesta sequência, e como já tivemos oportunidade de abordar neste trabalho, ao desenvolver o pressuposto do carácter preciso e da dupla relevância do conceito de informação privilegiada, foram sugeridas duas soluções para o problema. Uma delas passava pela alteração da definição de informação privilegiada e a outra pelo diferimento da obrigação de divulgação de informação.

A primeira das soluções, basicamente, pressupunha um retorno à definição utilizada anteriormente à MAD<sup>226</sup>, dado que, em algumas jurisdições (como na Itália e na Dinamarca), a definição única do conceito tinha levado à adoção de duas interpretações. Assim, era exigida uma maior precisão da informação a ser divulgada, enquanto um evento, não muito definido e preciso, poderia ser suficiente para se considerar como objeto de abuso de informação<sup>227 228</sup>.

---

<sup>224</sup> Acerca deste aspeto, consultar Capítulo II do presente trabalho.

<sup>225</sup>

<sup>226</sup> Conforme o ponto 3.1, do relatório da ESMA: “The more straightforward solution would be to distinguish between inside information as it determines the need for disclosure and inside information as it applies to the obligation to refrain from abusive trading or encouraging abusive trading in relevant financial instruments; in effect, to return to a position similar to that existing prior to MAD.”.

<sup>227</sup> Para maiores desenvolvimentos sobre as diferentes abordagens legislativas ao abrigo da MAD, consultar a obra de Jasper Lau Hansen (2016), “Say When: When must an issuer disclose inside



A segunda solução, acolhida por outras jurisdições, entre elas, a de Portugal, Espanha, Alemanha e França, passava por utilizar o mecanismo do diferimento da divulgação de informação<sup>229</sup>, justificado por, no âmbito de um processo complexo, o interesse público se encontrar melhor tutelado que na situação de divulgação imediata de determinados factos intermédios. Isto porque, a divulgação de circunstâncias que compõem um processo complexo, pode aliciar o público a investir com base na expectativa de um resultado final diferente do desfecho verificado e, conseqüentemente, induzi-lo em erro. Por outro lado, o mecanismo do diferimento permite, aos emitentes, providenciar os passos necessários à negociação - garantindo a sua necessária confidencialidade -, até à divulgação do evento final.

Relativamente ao diferimento da obrigação de divulgação, o MAR prevê uma solução intermédia, no seu artigo 17.º, n.º 4, face a algumas das soluções propostas na *Call for Evidence*<sup>230</sup> - embora não isenta de críticas, como já houve oportunidade de constatar - conservando-se a solução de que a decisão de diferimento cabe, inteiramente, ao emitente, tal como na MAD. Todavia, consagrando-se o dever de informar a entidade reguladora findo esse diferimento, ou seja, sempre que a informação for divulgada<sup>231</sup>. Ressalvam-se os casos em que a sociedade emitente seja uma instituição de crédito ou outra instituição financeira, sendo a comunicação de diferimento realizada, previamente, à entidade competente e dependendo do seu consentimento<sup>232</sup>.

Por último, e no que tange ao conceito de informação privilegiada, apesar de terem sido apontadas várias propostas no sentido de retomar a antiga definição (existente antes da MAD),

---

information?...", *ob. cit.*, p. 4 e o Capítulo II, da presente dissertação, relativamente ao conceito de "caráter preciso".

<sup>228</sup> Esta definição foi proposta na primeira versão do Regulamento, apresentada pela Comissão, em Outubro de 2011. No ponto 3.4.3, sob a epígrafe "abuso de informação privilegiada", refere o seguinte: "A informação privilegiada pode ser alvo de abuso antes de um emitente estar sujeito à obrigação de a divulgar. O estado de avanço das negociações de um contrato, as condições contratuais acordadas a título provisório no âmbito das negociações, a possibilidade de colocação de instrumentos financeiros, as condições nas quais os instrumentos financeiros serão comercializados ou as condições provisórias de colocação de instrumentos financeiros podem constituir informação importante para os investidores. Por conseguinte, esta informação deve ser classificada como informação privilegiada. Todavia, poderá não ser suficientemente exaustiva para que o emitente tenha a obrigação de a divulgar. Em tais casos, deve aplicar-se a proibição de abuso de informação privilegiada, mas não a obrigação de o emitente a divulgar."

<sup>229</sup> Previsto no artigo 248.º-A, do CodVM, como *supra* se fez referência.

<sup>230</sup> No sentido em que o diferimento deveria depender, previamente, da aprovação do órgão regulador.

<sup>231</sup> Este mecanismo foi abordado no capítulo anterior e no presente capítulo.

<sup>232</sup> Nos termos do artigo 17.º, n.º 5 e 6, do MAR, a autoridade competente deve, antes de consentir o diferimento da divulgação de informação, consultar o banco central nacional e a autoridade macroprudencial. Caso exista e, uma vez consentindo, deverá verificar, pelo menos, semanalmente, se as condições do diferimento se mantêm.

o MAR manteve a dupla relevância do conceito de informação privilegiada. Todavia, a definição (aposta no MAR), veio esclarecer que os passos intermédios de um processo também podem, por si só, ser suficientemente precisos para se qualificarem como informação privilegiada, refletindo, assim, a decisão do TJUE, no processo Markus Gelt vs Daimler AG, que *supra* analisámos<sup>233</sup>.

---

<sup>233</sup> Vide página 41 e seguintes, onde se procede a uma breve análise sobre o “Caso Gelt”.



## CAPÍTULO IV

### A utilização da *internet* na negociação de valores mobiliários, o abuso de mercado e o cibercrime

#### 1. Nota introdutória

Com o desenvolvimento das tecnologias de informação e a crescente utilização da *internet*, a negociação no mercado faz-se, hoje, eletronicamente, ao invés do tempo em que a Bolsa era um local determinado, onde eram efetuadas negociações. As tecnologias de informação fizeram com que o mundo se desenvolvesse e se diminuíssem distâncias e fronteiras entre as pessoas e, naturalmente, tal refletiu-se na globalização de vários sectores económicos, entre eles, o sector financeiro.

O computador é, atualmente, um meio de realização de operações, que podem ocorrer de forma automatizada, no sector financeiro - como é o caso das negociações de alta frequência - ou não automatizada, acompanhando a rápida divulgação da informação que é disponibilizada e disseminada pelo mesmo meio<sup>234</sup>.

A utilização da *internet* no mercado de valores mobiliários trouxe algumas vantagens no tocante à rapidez e simplicidade, nas transmissões de ordens e na democratização do acesso ao investimento no mercado<sup>235</sup>. Uma vez que este se tornou mais acessível a todo o público,

---

<sup>234</sup> A título ilustrativo, e relativamente à distinção entre operações autonomizadas e não autonomizadas, em especial, a diferenciação entre a corretagem *online* e os serviços de *homebanking*, vide Cláudia Ribeiro (2000), "Corretagem On-line: Quem? Como? Porquê? Onde?", *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, (9), p. 2: "Ao nível dos serviços disponibilizados pelos bancos via *internet* é conveniente distinguir o tipo de corretagem que é disponibilizada aos clientes via *homebanking* dos serviços de corretagem *on-line*. De facto, por via do *homebanking* o banco disponibiliza quase todos os produtos e serviços aos seus clientes, nomeadamente o da receção de ordens de compra e venda de valores mobiliários. No entanto, a *internet* funciona, neste caso, como um canal alternativo ao telefone e ao balcão para receção de ordens. Sendo inevitavelmente mais rápido que estes últimos, a verdade é que a ordem terá de seguir o percurso normal das ordens rececionadas por outras vias, até dar entrada no mercado. E entre a emissão da ordem e a sua confirmação ao cliente existe um lapso de tempo bastante significativo (eventualmente mais relevante para uns investidores do que para outros, mas necessariamente significativo). Trata-se pois de um serviço *semi-on-line*. A corretagem *on-line*, por seu turno, permite a eliminação de muitos intermediários no processo, sendo a conferência da conta à ordem e da conta de títulos automática, o que viabiliza a redução do lapso temporal referido para apenas alguns segundos."

<sup>235</sup> Tal como salienta Paulo Câmara (1997), "A oferta de valores mobiliários realizada através da internet", *Cadernos de Valores Mobiliários* (1), p.13 "A utilização das autoestradas de informação para a distribuição de valores mobiliários e para a difusão dos dados informativos a estes relativos, potencia a eficiência dos

permitindo-o emitir ordens a partir de casa, sem necessidade de deslocação. Esta inovação proporciona uma maior abrangência de investidores, redução dos custos, maior informação disponível no imediato e, por fim, a desburocratização, na medida em que passou a ser desnecessária a materialização física das transações <sup>236</sup>.

Porém, não se pode olvidar que, se a globalização abriu fronteiras entre diversos países, levando à sua aproximação e estreita ligação - por ser permitida a comunicação num curto espaço de tempo -, também levou ao desenvolvimento de novas formas de criminalidade, nomeadamente no domínio do *insider trading* - como se analisa *infra*.

A mudança trazida pelo desenvolvimento da tecnologia no sector financeiro é bem retratada por Michael Lewis, no seu célebre livro "*Flash Boys*":

"Desde 2007 (...) o mercado de ações americano (...) opera dentro de caixas-negras, em edifícios com segurança maciça em Nova Jersey e Chicago. É difícil saber o que se passa dentro dessas caixas-negras - a fita de teleinformações que corre na parte inferior dos canais a cabo, capta apenas uma ínfima, uma minúscula parcela do que se passa nesses mercados. As informações oficiais do que ocorre dentro das caixas-negras são confusas e pouco confiáveis - nem um especialista é capaz de dizer exatamente o que acontece dentro delas, nem sequer quando ou porquê."<sup>237</sup>

Assim, com a utilização exponencial da *internet* e a superior oferta de serviços *online* - dos quais se destacam, em matéria de valores mobiliários, a corretagem *online* e o *homebanking* -, cedo houve a necessidade de se regular, a nível comunitário, a contratação *online*. Nomeadamente, pela Diretiva n.º 2000/31/CE, do Parlamento Europeu, de 8 de junho. Esta, relativa ao comércio eletrónico e transposta para o ordenamento jurídico português, pelo Decreto-Lei n.º 7/2004, de 7 de janeiro, recentemente alterado pela Lei n.º 46/2012 de 29 de agosto <sup>238</sup>.

---

mecanismos de mercado. Fá-lo em todas as suas vertentes: acelera o encontro entre oferta e procura de valores mobiliários, contribui para a globalização dos mercados, implica uma diminuição de custos na dinâmica mobiliária e propícia, em termos alocativos, uma utilização mais ágil e proveitosa das decisões de investimento".

<sup>236</sup> Como refere José de Oliveira Ascensão (1997), "Valor mobiliário e título de crédito", *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex, p. 28.

<sup>237</sup> Lewis, Michael (2014), *Flash Boys – A revolta em Wall Street*, Editora Lua de Papel, p. 26.

<sup>238</sup> Esta Diretiva é aplicável a vários tipos de serviço *online*, nomeadamente aos serviços financeiros, ficando fora do seu âmbito de aplicação, tal como indica o artigo 2.º, do Decreto-Lei n.º 7/2007, de 7 de janeiro, a matéria fiscal, a disciplina da concorrência, o regime do tratamento de dados pessoais e da proteção da privacidade, o patrocínio judiciário, os jogos de fortuna, incluindo lotarias e apostas, em que é feita uma aposta em dinheiro, e a atividade notarial ou equiparadas.

No entanto, a presente análise irá centrar-se, apenas, na negociação eletrónica, nas plataformas de negociação informática e na cibercriminalidade, enquanto meio para práticas abusivas de mercado, analisando-se a correspondente legislação aplicável.

## 2. Negociação algorítmica e negociação de alta frequência

### 2.2. Breve explicação conceptual

Antes de abordar a matéria concernente à negociação algorítmica de alta frequência, é conveniente destacar que os conceitos de negociação algorítmica e de negociação de alta frequência não traduzem um todo e que, embora estejam relacionados, são independentes.

Na realidade, a negociação de alta frequência é uma categoria de negociação algorítmica, visto que esta pode ou não, ser processada em alta frequência. Tal caracterização conceptual, bem como a relação entre os dois conceitos, encontra-se explanada no artigo 4.º, n.º 1, alíneas 39) e 40), da DMIF II. Assim, a negociação algorítmica é definida no preâmbulo da DMIF II, como “negociação em instrumentos financeiros em que um algoritmo informático determina automaticamente os parâmetros individuais das ordens, tais como o eventual início da ordem, o calendário, o preço ou a quantidade da ordem ou o modo de gestão (...)” e a negociação algorítmica de alta frequência como “uma técnica de negociação algorítmica” que pressupõe uma baixa latência<sup>239</sup> e alta velocidade no processamento de ordens, o que explica a maior complexidade e sofisticação dos seus algoritmos que devem ser aptos a responder aos sinais de mercado em tempo real<sup>240</sup>.

### 2.3. Como se processa a negociação

A utilização de sistemas automatizados, como a negociação algorítmica de alta frequência, tem sofrido um aumento generalizado nos mercados financeiros<sup>241 242</sup>. A negociação algorítmica em

---

<sup>239</sup> Denomina-se por latência, o período de tempo que decorre desde que a ordem é dada ao mercado, até à concretização da operação.

<sup>240</sup> Vide Almeida, Miguel Santos (2016), “Introdução à negociação de alta frequência”, *Cadernos de Valores Mobiliários*, (54), II, p. 3.

<sup>241</sup> A este propósito, vide Aldridge, Irene (2010), *High Frequency Trading – A practical guide to Algorithmic Strategies and Trading Systems*, “According to a February 2009 report from Aite Group, high-frequency trading now accounts for over 60 percent of trading volume coming through the financial exchanges. High-frequency trading professionals are increasingly in demand and reap top-dollar compensation. Even in the worst months of the 2008 crisis, 50 percent of all open positions in finance involved expertise in high-frequency trading (Aldridge, 2008).” (destaques nossos), Wiley Trading, p. 16.

<sup>242</sup> Cfr. Gilberto, Fernando (2015), *Negociação Algorítmica de Alta Frequência – Negócios à velocidade da luz*. “Embora com divergências, conforme as fontes, estima-se que mais de 50% das transações

alta frequência é realizada através de tecnologia informática que permite negociar, com base em informações processadas e padronizadas em algoritmos<sup>243</sup> - não perceptíveis ao investidor tradicional -, e que definem as “decisões” de investimento, ao determinar, em frações de segundo, as execuções de ordens de compra ou de venda. O que, na prática, se processa é que, através de algoritmos, há a possibilidade de, por exemplo, antever uma tendência do mercado e o sentido das ordens a ser dadas no mesmo (microsegundos antes de qualquer outro investidor ou intermediário financeiro). Assim abre-se a possibilidade de, nomeadamente e como veremos *infra*, executar-se, antecipadamente, uma ordem relativamente a outros investidores, permitindo a sua venda posterior, a um preço mais elevado (embora com margens reduzidas)<sup>244</sup>.

A velocidade com que os operadores, que utilizam essas técnicas, acedem à informação e realizam estas operações, impede a sua perceção pelos investidores tradicionais, em tempo real, do estado das negociações, o que, por si só, potencia as assimetrias informativas entre os participantes de mercado.

Assim, as estratégias de negociação de alta frequência passam por um elevado número de transações, que implicam pequenos ganhos em grande escala.

A tecnologia utilizada neste tipo de negociação pressupõe, não só, a utilização de computadores super-rápidos, como o envolvimento de profissionais altamente qualificados e avultados investimentos, em construção de espaços estratégicos (co-localização). Efetivamente, procura-se um local, para colocar os computadores junto dos servidores das plataformas de negociação - as também conhecidas “caixas-negras” - de forma a reduzir, o máximo possível, o tempo de transmissão de informações<sup>245</sup> (permitindo a realização de operações de baixa latência), feita, logicamente, através de fibra ótica.

---

realizadas nos mercados financeiros norte-americanos em 2012 tenham recorrido à utilização de supercomputadores, sendo que na Europa esse número ficou perto dos 30%.” (destaques nossos), *Vida Económica*, p. 13.

<sup>243</sup> Pergunta-se se os algorítmicos consideram, como variáveis, as emoções dos investidores. A verdade é que é possível utilizar uma ferramenta que estabeleça padrões comportamentais, em consequência de algum acontecimento no mercado.

<sup>244</sup> Como ilustra Fernando Gilberto, *Negociação Algorítmica de Alta Frequência...*, *ob. cit.*, p. 14-15 “Se estivermos a falar de, por exemplo, 100 000 ações e atendendo ao facto de que a valorização de cada ação foi de 1 cêntimo, isto significa que o investidor ganhou, em apenas alguns milissegundos, 100 000 cêntimos, o que perfaz o valor de 1000 euros. Imaginemos agora que, por dia, são realizadas em todo o mundo milhares de milhões de transações com base nesta tecnologia. Os ganhos podem atingir valores astronómicos, mesmo quando estão em causa pequenas valorizações.”.

<sup>245</sup> *Cfr.* Gilberto, Fernando (2015), *Negociação Algorítmica de Alta Frequência ...*, *ob. cit.*, p. 32: “Calcula-se que um intermediário financeiro que se encontre ligado aos servidores da bolsa tem a informação

## 2.4. Estratégias de HFT

Importa destacar que o HFT, ou negociação de alta frequência, não sendo uma estratégia de negociação em si, assume o papel de meio técnico de implementação de estratégias, já existentes, aplicando os mais recentes avanços tecnológicos no acesso ao mercado e aos dados de mercado e no processamento de ordens para maximizar o retorno<sup>246</sup>.

### Estratégia de criação de mercado

Em termos muito sintéticos, a criação de mercado pressupõe a criação de liquidez<sup>247</sup>. Os denominados *market makers*<sup>248</sup> introduzem ofertas, não imediatamente transacionáveis, tanto para o lado da oferta como para o lado da procura. Ou seja, os criadores de mercado colocam ordens de compra a um preço inferior ao valor da melhor oferta de venda e ordens de venda com valores superiores ao melhor valor de oferta de compra. As quais, dadas estas características, se destinam a ficar ativas no livro de ofertas, durante algum tempo, até a oferta e a procura se encontrarem (conferindo, deste modo, liquidez ao mercado).

A mencionada atividade adquire especial relevância nos casos em que, por exemplo, se pretenda vender ações de uma empresa pouco reconhecida no mercado e que não tenha muitos investidores interessados na sua aquisição. Numa situação normal, colocar-se-ia uma ordem de venda que, provavelmente, ficaria ativa durante muito tempo, até que alguém a quisesse comprar. No entanto, tal reduziria o seu preço e aumentaria o risco de não ser possível a sua alienação. Ora, através da estratégia de criação de mercado, é possível vender o título no imediato, embora a um preço ligeiramente inferior ao desejado, em vez de se aguardar até que um investidor esteja interessado na sua compra – mesmo isso implicando uma grande desvalorização do título. O mesmo acontece na perspetiva de um comprador, que pode obter um título no imediato, por um preço ligeiramente superior ao pretendido.

---

atualizada em cada 3 ou 4 milissegundos, enquanto essa mesma atualização pode levar entre 30 e 40 milissegundos caso o acesso seja realizado remotamente. Essa discrepância, totalmente impercetível a um ser humano pode significar a diferença entre ganhar ou perder milhões de euros.”

<sup>246</sup> Gomber, Peter, Björn Arndt e outros (2011), *High Frequency Trading*, Goethe Universitat, disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract\\_id=1858626](https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=1858626) : “HFT is a mean to employ specific trading strategies rather than a trading strategy in itself” p. 24.

<sup>247</sup> A liquidez descreve o grau de facilidade de conversão de um ativo em dinheiro, sem perda significativa do seu valor.

<sup>248</sup> O artigo 4.º, n.º 1, al. 7), da DMIF II, define “criador de mercado” como “uma pessoa que se apresenta nos mercados financeiros, com carácter contínuo, como estando disposta a negociar por conta própria antes da compra e venda de instrumentos financeiros com base no seu próprio capital a preços que a própria define.”



Quando são efetuadas as transações, ou seja, quando, após algum tempo, se dá o encontro das ofertas, os criadores de mercado lucram através da apropriação do *bid-ask spread*<sup>249</sup> e das compensações que lhes são atribuídas pelas plataformas onde operam, uma vez conferida liquidez ao mercado.

Esta estratégia pode ser efetuada de forma não automatizada. Porém, através da alta frequência, é possível a atualização constante e, em tempo real, das cotações, assim como o acesso rápido a novas informações. Por outro lado, e uma vez que os volumes de transações tendem a ser bastante consideráveis, os *market makers* procuram reduzir ao máximo o *bid-ask spread* (pois compensam os ganhos com a quantidade de títulos transacionados).

### **Estratégias de arbitragem**

A arbitragem consiste, essencialmente, na realização de operações de compra e venda de um mesmo ativo, em diferentes mercados, lucrando-se em simultâneo, com as eventuais diferenças de preço. Ou seja, uma vez que podem surgir atrasos na atualização dos preços dos instrumentos, nas diferentes plataformas, através da arbitragem, é possível, p.e. comprar um ativo numa plataforma, em que o preço esteja mais baixo, e vendê-lo, logo de seguida, numa outra, a um valor mais elevado, lucrando-se, desta forma, com a diferença<sup>250</sup>.

A arbitragem, embora seja praticada de forma não automatizada, tornou-se na principal estratégia, aplicada por negociação de alta frequência, uma vez que a utilização de tecnologia avançada permite identificar, muito rapidamente, as discrepâncias de preços dos ativos, em diferentes plataformas.

Nesta ocasião, pode colocar-se a questão pertinente, suscitada por alguns participantes do mercado nos EUA, de saber se a negociação de alta frequência pode constituir uma forma, de acesso mais rápido, a dados de mercado. Nesta forma moderna de “arbitragem” - que se baseia apenas no acesso mais rápido à informação - argumenta-se que os HFT são capazes de “ver” e interpretar (através da co-localização e da tecnologia de ponta utilizada) novas informações de mercado, antes de outros participantes do mercado, é designada de arbitragem de latência.

### **Deteção de liquidez**

Outra categoria de estratégias, levadas a cabo pela negociação de alta frequência, é a deteção de liquidez, tornando possível antecipar, através de padrões de cotações, a evolução das cotações do mercado e ajustar antecipadamente o valor dos títulos.

---

<sup>249</sup> Valor correspondente à diferença entre a oferta de compra mais alta e a oferta de venda mais baixa.

<sup>250</sup> Peter, Björn Arndt e outros (2011), *High Frequency Trading*, Goethe Universitat, disponível em : [https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract\\_id=1858626](https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=1858626) : “HFT is a means to employ specific trading strategies rather than a trading strategy in itself”, p. 24.

Os detentores de liquidez concentram a sua atenção em grandes pedidos e empregam várias estratégias para detetar ordens pendentes, ordens canceladas, ordens ocultas e ordens enviadas por algoritmos de execução, antecipando oportunidades de negócio, com a aquisição de títulos a um preço menor e a sua posterior venda, a um preço superior.

## 2.5. Abordagem direta e indireta de HFT

Para perceber a dimensão deste tipo de negociações, a nível europeu e nacional, e dado não existir uma definição exata do que é a negociação algorítmica de alta frequência, a ESMA efetuou um estudo, intitulado de “High-frequency trading activity in EU equity markets”<sup>251</sup>, no qual se destacam dois tipos de abordagens (direta e indireta) para a determinação do *quantum* da sua utilização nos vários mercados europeus<sup>252</sup>. Na abordagem direta, define-se o HFT com base no negócio primário, dos participantes no mercado, e/ou na utilização de sistemas que visem diminuir a latência. Por sua vez, na abordagem indireta, a determinação de HFT é feita mediante a utilização de estatísticas, relativas ao tempo em que as ordens se encontram disponíveis, e ao *ratio* entre as ordens e a realização de operações.

Constatou-se, deste modo, que os resultados de mensuração são distintos, consoante a abordagem utilizada. Como, na primeira abordagem, não é considerada a atividade de HFT, por parte dos bancos de investimento, a sua abrangência é inferior à da verificada na abordagem indireta. A título de exemplo, caso se tenha em conta o volume total transacionado no mercado acionista europeu, na abordagem direta considera-se que 24% das negociações foram feitas através de HFT e a abordagem indireta conclui que se trata de 43%<sup>253</sup>.

No referido estudo, são analisadas as negociações em alguns mercados europeus, sob as duas abordagens, retirando-se algumas conclusões pertinentes. Primeiramente, a participação de HFT, tendo em consideração toda a negociação no mercado relativamente ao valor transacionado, foi menor do que o número de negociações efetuadas, isto é, menor que o número de ordens submetidas. Tal indica que o tamanho das transações HFT é menor, relativamente ao tamanho das transações em não-HFT. Além disso, concluiu-se que a *ratio* entre ordem/operação em HFT é, em média, mais elevada do que em não-HFT.

Apesar de o peso ser inferior à média das restantes plataformas de negociação europeias, a plataforma *Euronext Lisbon* regista um peso da negociação algorítmica de alta frequência, de cerca de 40% do valor total transacionado, 45% do número de negociações efetuadas e 65%

---

<sup>251</sup> Disponível para consulta em: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma20141\\_-hft\\_activity\\_in\\_eu\\_equity\\_markets.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma20141_-hft_activity_in_eu_equity_markets.pdf)

<sup>252</sup> No sumário do mencionado estudo, é sublinhada a importância de definir abordagens concretas, que permitam, às entidades reguladoras, perceber no que pode consistir negociação de alta frequência.

<sup>253</sup> Para maior detalhe *vide* tabela C.1., constante do sumário do mencionado estudo, p.4.

das ordens submetidas (de acordo com a abordagem indireta)<sup>254</sup> - números significativos que revelam a importância de compreensão do funcionamento deste tipo de negociação e as implicações que, esta tem, a nível da transparência e eficiência do mercado.

## **2.6. A negociação de alta frequência, na perspetiva da teoria de eficiência do mercado e da teoria das finanças comportamentais**

Como referido no primeiro capítulo, a teoria da eficiência do mercado defende que o mercado é tanto mais eficiente, quanto maior for a absorção de informação disponível. No entanto, nas estratégias de HFT, privilegiam-se, preferencialmente, os resultados intradiários - o que implica informação de curto prazo - relativamente aos resultados de longo prazo. Tal afeta a perceção de eficiência de mercado<sup>255</sup>, na medida em que a negociação algorítmica poderá ter um impacto negativo na formação dos preços e, conseqüentemente, na eficiência de mercado.

Neste sentido e atendendo que, segundo a teoria das finanças comportamentais, as decisões financeiras podem ser influenciadas por atitudes não racionais, as negociações de alta frequência podem potenciar a *overreaction*<sup>256</sup>, relativamente a notícias sobre operações

---

<sup>254</sup> Veja-se a tabela C.11., constante na página 11, do referido estudo.

<sup>255</sup> Daí, alguns autores defenderem que os conceitos de valor e preço são distintos e, por isso, devem ser encarados como medidas distintas. Entre eles, encontra-se Charles M.C. Lee (2001), "Market efficiency and accounting research: a discussion of 'capital market research in accounting' by S.P. Kothari", *Journal of Accounting and Economics* 31 pp. 233–253: "I have argued that we need to unshackle ourselves from the notion that price is equal to value. That is, we should begin thinking about fundamental value and the current market price as two distinct measures". Esta construção vai ao encontro da realidade resultante das negociações de alta frequência, dado que as flutuações de preço dos ativos podem não espelhar o seu valor. Isto porque, e como realça o autor, em qualquer dado momento, o preço também se afasta do valor fundamental, devido às forças exógenas (por exemplo, os rumores): "I believe accountants have a role to play in understanding noise trader demand. Some of the earliest economists of the modern era, such as Keynes (1936), recognized the importance of noise trader in market dynamics. To impact prices, the behavior of these traders must be systematic rather than idiosyncratic (...) The most salient feature of noise trader demand is that it drives price away from a stock's fundamental value."

<sup>256</sup> O fenómeno da *overreaction* pode ser definido como a reação desproporcional a novas informações, sobre um determinado valor mobiliário. Isso fará com que o seu preço altere dramaticamente, de modo a poder não refletir totalmente o seu valor real.

realizadas no mercado, uma vez que, segundo alguns autores<sup>257</sup>, verifica-se uma correlação entre o HFT e o aumento de volatilidade<sup>258</sup> de curto prazo.

### 3. As ECN e as *dark pools*

#### 3.1. Descrição

Com o desenvolvimento tecnológico no mundo financeiro, os grandes grupos bancários e outras instituições financeiras, desenvolveram sistemas de negociação, nos quais se executam todo o tipo de operações, fora das bolsas tradicionais, e, nos quais, os custos de transação cobrados são menores. Estes MTF, detidos, habitualmente, por bancos de investimento, bolsas de valores ou corretores, permitem que a realização de transações ocorra através de plataformas eletrônicas, que podem utilizar negociação algorítmica de alta frequência e assumir diversas formas. As duas formas de plataformas eletrônicas mais comuns são as ECN, ou “*Electronic Communication Networks*”, e as *dark pools*.

As ECN consistem em sistemas automatizados de negociação de todo o tipo de produtos financeiros, que permitem, aos seus utilizadores - investidores institucionais, corretores, criadores de mercado e também investidores particulares - a negociação, sem intermediação financeira, e em qualquer horário, facilitando a negociação entre utilizadores de diferentes países, com fusos horários distintos. O fator que verdadeiramente diferencia as ECN das *dark pools* - como se verá - é a existência, nas primeiras, de um conjunto de regras que garantem a transparência das negociações e obriga à divulgação das principais informações, contrariamente às segundas.

As *dark pools*, que podem adotar a forma de um MTF - como referido - ou de um OTF, por sua vez, definem-se como plataformas privadas de negociação, nas quais as ordens de compra e venda são enviadas anonimamente, não existindo, antes da DMIF II, transparência na pré ou na pós-negociação dos instrumentos financeiros. Geralmente, os volumes transacionados nestas plataformas são muito grandes.

A principal razão para a existência das *dark pools*<sup>259</sup> foi a de permitir, aos grandes investidores, (*p.e. hedge funds*) negociar um bloco enorme de títulos, de uma só vez e ao mesmo preço - o

---

<sup>257</sup> Bershova, Nataliya e Dmitry Rakhlin (2012), “High-Frequency Trading and Long-Term Investors: A View from the Buy-Side”, *Journal of Investment Strategies*, (II), 2, pp. 25-69 e Zhang, X. F. (2010), “The Effect of High-Frequency Trading on Stock Volatility and Price Discovery”, *Working paper Yale University*.

<sup>258</sup> A volatilidade define-se como uma medida de dispersão dos retornos de um título ou índice de mercado. Quanto maior a variação do preço de uma ação, num período curto de tempo, maior o potencial de ganho, mas também de perda, negociando esta ação.

que aumenta a liquidez<sup>260</sup> -, evitando a alteração do seu preço, sem que o vendedor sofra perdas (o que poderia acontecer se vendesse os instrumentos por tranches) e permitindo ao comprador a possibilidade de controlar parte substancial do emitente.

O facto de não existir transparência de pré-negociação, permite, aos investidores, não sofrerem com as alterações de preços, que se verificariam caso os títulos fossem negociados no mercado regulamentado.

No entanto, os inconvenientes da utilização das *dark pools* são evidentes. Desde logo, a nível da transparência, dado que os investidores não são informados das negociações nelas operadas, não lhes permitindo ter uma noção dos riscos e da realidade do mercado, originando, naturalmente, assimetrias informativas<sup>261 262</sup>. Por outro lado, a informação sobre a cotação das ações é conhecida, antecipadamente, pelos funcionários da *dark pool* e pelos investidores envolvidos nas negociações, antes do público em geral, o que naturalmente potencia o *insider trading*, mais precisamente na forma de *front-running*<sup>263</sup>.

---

<sup>259</sup> Sobre as motivações associadas às *dark pools*, vide Biais, Bruno e Paul Woolley (2011), *High Frequency Trading*, Documento disponível para consulta em <http://www.eifr.eu/files/file2220879.pdf>, p.9: “Some of the tactics used by high frequency traders are designed to mask deals and prevent other market participants from discovering and exploiting their trading intentions. This is also the motivation for the establishment of “Dark Pools””.

<sup>260</sup> Pode-se definir liquidez como a aptidão, ou facilidade, de transformar um ativo financeiro em dinheiro.

<sup>261</sup> A este propósito, Michael Lewis, no seu livro “*Flash Boys...*”, *ob. cit.*, p. 38, define as *dark pools* como sendo “(...) bolsas privadas dirigidas pelos grandes corretores, que não precisavam de revelar ao público o que acontecia dentro delas. Informavam as transações que realizavam, mas com tanto atraso que era impossível saber com precisão o que estava a acontecer no mercado como um todo no momento da transação.”.

<sup>262</sup> A falta de transparência das *dark pools* levanta a questão pertinente em saber se os próprios corretores não podem negociar contra os interesses dos próprios clientes, tal como faz notar Michael Lewis, “(...) os *dark pools* eram opacos. Não informavam as suas regras ao público. Ninguém de fora podia ver o que neles acontecia. Era plenamente possível que os próprios operadores de uma corretora estivessem a negociar contra os seus clientes na *dark pool*, não havia nenhuma regra que impedisse isso.”, *Flash Boys...*, *Ob. Cit.*, p. 67. Esta hipótese também é levantada por Fernando Gilberto, que refere que “os próprios compradores e vendedores, já de si anónimos correm também o risco de estarem a investir num mercado manipulado pelo próprio operador (...)”, *Negociação algorítmica de alta frequência...*, *ob. cit.*, p. 90.

<sup>263</sup> A propósito de práticas de abuso de mercado comuns, no âmbito das plataformas de negociação, denominadas como *dark pools*, vide Jaccard, G. (2016), *Fifty shades of lights in Dark Pools new regulations*, disponível para consulta em [http://uplaw.ch/wpcontent/uploads/2016/05/G.Jaccard\\_Dark\\_Pools.pdf](http://uplaw.ch/wpcontent/uploads/2016/05/G.Jaccard_Dark_Pools.pdf), p.5; este faz referência à venda de informação privilegiada a plataformas de negociação de alta frequência, para a prática de *front-running*: “The two most repeated constellation is the selling of (non-public information) to HFT in order to commit front-run but also the non-objective (or only partial) displaying of the platform’s mechanisms.”.

Um caso mediático de venda de informação, a plataformas de negociação de alta frequência, deu-se em 2015, com o *Credit Suisse Group AG* (que detém um dos maiores ATS - *Alternative Trading System*, denominados como MTF, na Europa), por não ter divulgado corretamente, ao público, a forma de funcionamento da sua plataforma *dark pool*. Tal atitude, motivou o estabelecimento de um acordo judicial com a SEC, no valor de 80 milhões de dólares americanos<sup>264</sup>.

Como já houve oportunidade de referir, nos últimos anos, registou-se um aumento dos volumes transacionados, fora do mercado regulamentado - nomeadamente nas plataformas ECN e *dark pools*<sup>265</sup> - o que justificou uma maior regulamentação e supervisão, refletidas, quer no MAR, quer na DMIF II. Conforme se pode ler no Relatório Anual de 2015, sobre a atividade da CMVM sobre os mercados de valores mobiliários:

“A fragmentação do mercado de valores mobiliários é, em grande medida, uma consequência da DMIF e da evolução tecnológica. Desde a entrada em vigor desta Diretiva em 2007, formas organizadas de negociação sujeitas a menores deveres regulamentares do que os mercados regulamentados mais tradicionais (e.g., os sistemas de negociação multilateral e os internalizadores sistemáticos) têm conquistado investidores, conduzindo a uma maior fragmentação dos mercados. Também se assistiu ao aumento da preferência de alguns investidores por outras estruturas de negociação menos transparentes, como as *dark pools* ou os sistemas organizados para encontros de intenções de investimento (vulgarmente denominados como transações *over-the-counter* - OTC). A maior flexibilidade e a menor transparência na realização destas operações OTC, o crescente e significativo aumento de relevância em termos financeiros e de risco, principalmente de contágio, motivaram a existência de orientações de boas práticas de negociação. (...) O peso da negociação OTC em ações aumentou de 2014 para 2015 em Portugal, Espanha e Alemanha (...) O ligeiro aumento do peso das transações de títulos do PSI 20 em *dark pools* está em linha com o verificado noutros mercados europeus”<sup>266</sup>.

---

<sup>264</sup> Outros casos também foram investigados nos EUA, levando ao pagamento de sanções pecuniárias avultadas. Nomeadamente, o BS Group AG, que pagou 14,4 milhões de dólares americanos, por falta de divulgação sobre o funcionamento da sua *dark pool* e por, alegadamente, ter atribuído vantagem aos negociantes de alta frequência, relativamente a outros participantes no mercado. Veja-se, a este propósito, a seguinte notícia, publicada a 14 de setembro de 2015: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-09-14/credit-suisse-said-nearing-80-million-settlement-over-dark-pool>.

<sup>265</sup> Nos EUA, as *dark pools* representam quase um quinto da negociação, no mercado de ações norte-americano, apresentando o valor de 23 mil milhões de dólares. Na Europa, 10,3% das ações transacionadas, em 2013, foram-no, através dessas plataformas. Vide Gilberto, Fernando, *Negociação Algorítmica de Alta Frequência...*, ob. cit., p. 84.

<sup>266</sup> Relatório Anual sobre a atividade da CMVM e sobre os mercados de valores mobiliários, p. 51 e 128, disponível para consulta em [http://www.cmvm.pt/pt/Estatisticas/EstudosEPublicacoes/Publicacoes/RelatorioAnualDaCMVM/Documents/Relat%C3%B3rio%20Anual%202015\\_%20Final\\_.pdf](http://www.cmvm.pt/pt/Estatisticas/EstudosEPublicacoes/Publicacoes/RelatorioAnualDaCMVM/Documents/Relat%C3%B3rio%20Anual%202015_%20Final_.pdf).

Com efeito, e com vista a uma maior abrangência da regulamentação nestas plataformas, o RMIF (*cf.* artigos 3.º e ss.) impõe - assim que seja aplicado, a partir de 3 de janeiro de 2018<sup>267</sup> - requisitos de transparência de pré<sup>268</sup> e pós-negociação<sup>269</sup>, a todos os tipos de plataformas de negociação (e não só a instrumentos admitidos á negociação em mercado regulamentado)<sup>270</sup> e a diferentes tipos de instrumentos financeiros (*i.e.* não só a instrumentos representativos de capital, como antes, mas também a instrumentos “*equity-like*” e não representativos de capital)<sup>272</sup>. No entanto, admite-se um conjunto de dispensas para esses deveres de transparência.

No que respeita aos deveres de transparência de pré-negociação em relação a instrumentos de capital (artigo 3.º a 5.º do RMIF), as plataformas de negociação publicam os preços correntes de compra e venda e a profundidade dos interesses de negociação, existindo a possibilidade da concessão de *waivers* por parte das autoridades competentes em determinadas circunstâncias previstas no artigo 4.º do RMIF, nomeadamente no caso de se tratarem de ordens com volume elevado.

A negociação efetuada ao abrigo das dispensas previstas no artigo 4.º do RMIF fica, no entanto, à luz do artigo 5.º do mesmo, sujeita à observância de certos limites às quantidades negociadas - conhecidos como o “*double-cap*” - numa base mensal e, como o nome sugere, definidos em duas partes. Assim, a percentagem de negociação de um instrumento financeiro, realizada numa plataforma de negociação, deve ser limitada a 4%, do volume total de

---

<sup>267</sup> Até essa data, é aplicado um regime provisório, relativamente a dispensas de aplicação de requisitos de transparência para instrumentos representativos de capital em MTF e mercados regulamentados. Este, com base no regime previsto nos artigos 44.º, n.º 2, da DMIF I, e nos artigos 18.º, 19.º e 20.º, do Regulamento da Comissão n.º 1287/2006, de 10 de agosto.

<sup>268</sup> A exemplo, a exigência de se tornarem públicos, os preços de oferta atuais e a profundidade dos interesses comerciais ao preço anunciado, através dos seus sistemas, de forma contínua e durante o horário normal de negociação.

<sup>269</sup> Deverão publicar-se as informações relativas ao preço, ao volume e à hora das transações executadas, tão próximo do tempo real, quanto seja tecnicamente possível. Deve ainda ser facultado o acesso, de forma não discriminatória, a essas informações.

<sup>270</sup> *Cfr.* Considerando 10, do preâmbulo, do referido Regulamento “Todas as negociações organizadas deverão ser realizadas em plataformas regulamentadas e ser totalmente transparentes, nas fases de pré e pós-negociação. Por conseguinte, requisitos de transparência adequadamente ajustados deverão aplicar-se a todos os tipos de plataformas de negociação e a todos os instrumentos financeiros aí negociados.” e respetivos artigos 12.º e 13.º.

<sup>271</sup> *Cfr.* considerandos 11, 12 e 13, do RMIF.

<sup>272</sup> *Cfr.* Considerando 14, do preâmbulo, do mesmo Regulamento “Requisitos de transparência pré-negociação e pós-negociação atempada que tenham em conta as diferentes características e estruturas de mercado dos tipos específicos de outros instrumentos financeiros que não ações deverão, pois, ser introduzidos e ajustados aos vários tipos de sistemas de negociação (...).”.

negociação desse instrumento, em todas as plataformas de negociação, relativamente aos 12 meses anteriores. De resto, é ainda imposta uma limitação de 8%, à negociação global da União Europeia, desse instrumento financeiro, em todas as plataformas de negociação da União Europeia, tomando a mesma referência temporal e sendo o cálculo efetuado, duas vezes por mês.

No respeitante à transparência na pós-negociação, cujos requisitos de transparência se encontram previstos no artigo 8.º, do RMIF (as plataformas de negociação publicam o preço, o volume e a hora das transações executadas, tão próximo quanto possível do tempo real quanto seja tecnicamente possível), a divulgação ao público pode ser diferida nos termos dos artigos 6.º e 7.º, do RMIF, mediante autorização da autoridade nacional competente. Nomeadamente, quando se estiver perante “transações que sejam de volume elevado relativamente ao volume normal de mercado para essa ação”.

Já no que tange aos deveres de transparência de pré-negociação e pós-negociação em relação a instrumentos não representativos de capital, aplicam-se regras estruturalmente similares aos instrumentos representativos de capital, *i.e.* dever de publicar os preços correntes de compra e venda e a profundidade dos interesses de negociação (pré-negociação) e de publicar o preço, o volume e a hora das transações executadas, tão próximo quanto possível do tempo real quanto seja tecnicamente possível (pós negociação) e um conjunto de dispensas (artigo 8.º a 11.º do RMIF).

Quanto aos internalizadores sistemáticos e empresas de investimento que negociam em OTC, prevê-se: (i) a obrigação de tornar públicas as ofertas de preço firmes relativamente a instrumentos de capital e não representativos de capital (respetivamente artigo 14.º e 18.º do RMIF); (ii) o dever de divulgação de informações pós-negociação para instrumentos de capital a instrumentos de capital e não representativos de capital (respetivamente artigo 20.º e 21.º do RMIF).

#### **4. A necessidade de criação de uma estrutura de dados essenciais e a prorrogação da DMIF II**

O novo enquadramento, introduzido pela DMIF II e pelo RMIF, exige que as plataformas de negociação e os internalizadores sistemáticos forneçam, às autoridades competentes, dados de referência dos instrumentos financeiros que descrevam, de forma uniforme, as suas características. Isto, através de uma rede de recolha eletrónica de dados, entre todas as plataformas de negociação europeias, as autoridades de regulação nacionais e a ESMA,



denominado de Sistema de Dados de Referência dos Instrumentos Financeiros (doravante, SDRIF)<sup>273</sup>.

O SDRIF cobrirá todo o leque de instrumentos financeiros, abrangidos pela DMIF II<sup>274</sup>, conforme previsto no ponto 4, do preâmbulo da Diretiva (UE) n.º 2016/1034, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de junho de 2016.

A criação da referida infraestrutura visa assegurar uma melhor transparência e supervisão dos mercados financeiros e garantir o cumprimento das regras, previstas na DMIF II e no MAR. Esta deverá abranger todos os instrumentos financeiros, cingidos no regime da DMIF II, bem como todas as plataformas de negociação (inclusive, nas negociações de alta frequência).

Sem esta infraestrutura, de dados essenciais, o fornecimento de dados referentes aos instrumentos financeiros, negociados nas diversas plataformas, é dificultado. Não sendo, conseqüentemente, alcançado o melhor controlo das negociações, nelas operadas, e a garantia da sua total transparência e supervisão.

Face às dificuldades técnicas enfrentadas, pela ESMA e autoridades competentes, na construção da referida infraestrutura - sem a qual se torna impossível a aplicação das regras do novo regime -, a aplicação de toda a DMIF II deverá, apenas, realizar-se a 3 de janeiro de

---

<sup>273</sup> Cfr. previsto no ponto 3, do preâmbulo da Diretiva n.º 2015/1034, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de junho de 2016: "O novo enquadramento jurídico exige que as plataformas de negociação e os internalizadores sistemáticos forneçam às autoridades competentes dados de referência dos instrumentos financeiros que descrevam de modo uniforme as características de cada instrumento financeiro regido pela Diretiva 2014/65/UE. Esses dados são igualmente utilizados para outros fins, por exemplo, para o cálculo dos limiares de transparência e de liquidez, bem como para a comunicação de posições de derivados de mercadorias."

<sup>274</sup> Como referiu Verena Ross, Diretora Executiva da ESMA, no discurso de 9 de maio de 2016: "As I hope you will have heard by now, ESMA will provide a central facility in relation to reference and trading data and the calculation of the comprehensive MiFIR transparency parameters. This project has been made possible by the delegation of these tasks by national competent authorities to ESMA and it is the first time that such comprehensive tasks have been delegated to a European Supervisory Authority. Work on this major project, which requires ESMA to connect to hundreds of trading venues across Europe, is on track and is planned to go live in time with the application of MiFID in 2018. This project will allow us to collect data in a more efficient and harmonised manner across Europe, thereby achieving important economies of scale and lowering costs for industry and taxpayers, and publish all transparency parameters and reference data on financial instruments in a one-stop shop." The road to MiFID II – key note speech, City week 2016: "Towards a New Era of Innovation and Competitiveness" - 9 May, 2016, The Kia Oval, London, com a referência: ESMA/2016/734). Documento disponível para consulta em: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-734\\_keynote\\_speech\\_city\\_week\\_2016.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-734_keynote_speech_city_week_2016.pdf).

2018, ao invés da data inicialmente prevista, de 3 de janeiro de 2017<sup>275</sup>. Ainda que a transposição deva ser efetuada até esta última data (*cf.* Diretiva n.º 2015/1034, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de junho de 2016).

Entretanto, e com vista à harmonização da apresentação das informações e à uniformização da linguagem de programação utilizada, essenciais ao bom funcionamento da SDRIF, foram publicados, pela ESMA, em 26 de outubro de 2016, dois documentos sobre os requisitos de apresentação de informações, por parte das plataformas de negociação. Nomeadamente, o modo como deverá ser feito o seu interface, os formatos informáticos a adotar pelas autoridades nacionais competentes e, ainda, como e quando devem ser transmitidas as informações<sup>276 277</sup>.

Creemos que este sistema, dada a sua complexidade, deveria ter sido desenvolvido atempadamente e, se possível, antes da DMIF II e NMAD terem entrado em vigor. Não se compreende como, estando previsto o desenvolvimento do referido sistema, logo no preâmbulo da DMIF II - publicada em 2014 -, o mesmo não tenha sido desenvolvido até à data, visto ter comprometido a aplicação da DMIF II e de parte da NMAD, até 2018.

## **5. O abuso de mercado na negociação de alta frequência**

### **5.1. A manipulação de mercado**

Embora o foco deste trabalho não recaia sobre a manipulação de mercado, a fim de se entender a dimensão da negociação das estratégias de alta frequência, no que concerne às práticas abusivas de mercado, nomeadamente a manipulação, é importante destacar quais as suas formas de atuação mais comuns.

---

<sup>275</sup> Na exposição dos motivos para a proposta de regulamento do parlamento europeu e do conselho que altera o RMIF e o MAR, é referido ser preferível uma prorrogação da totalidade do pacote da DMIF II, em detrimento de uma abordagem faseada (por uma questão de clareza e de poupança de recursos), de forma a evitar o risco de confusão e de consequências inesperadas. Documento para consulta em [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=C\\_ELEX:52016PC0057&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=C_ELEX:52016PC0057&from=EN).

<sup>276</sup> *Reporting Instructions FIRDS Transparency System*, disponível para consulta em: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1523\\_firds\\_transparency\\_reporting\\_instructions.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1523_firds_transparency_reporting_instructions.pdf).

<sup>277</sup> *Reporting Instructions FIRDS Reference Data System*. Documento disponível para consulta em: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1522\\_firds\\_reference\\_data\\_reporting\\_instructions.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1522_firds_reference_data_reporting_instructions.pdf).

Assim, a manipulação de mercado, através de estratégias de negociação de alta frequência, assume, normalmente, uma de três formas: “*quote stuffing*”, “*smoking*” e “*spoofing*”<sup>278</sup>. A primeira, consiste no lançamento de um grande número de ordens (que não serão executadas) para o mercado, por criadores de mercado ou grandes investidores. Estas ordens visam gerar o congestionamento do mercado, de forma a prejudicar o seu acesso aos investidores (os quais, não operam através de alta frequência), ficando estes desconhecedores do *status* atual das negociações, e, conseqüentemente, absterem-se de negociar. Deste modo, o mercado fica mais livre para a atuação dos operadores de alta frequência, conseguindo, estes, negociações rentáveis.

A segunda forma de manipulação consiste no lançamento de ordens atraentes, pelo criador de mercado, de forma a atrair investidores (com cotações abaixo da melhor oferta atual, nomeadamente, para aumentar as ordens de compra) para, logo de seguida, e mesmo antes da sua compra ou venda chegar ao mercado, alterar a ordem para valores menos atrativos (normalmente, o valor inicial), lucrando com o fluxo de entrada de ordens de investidores mais lentos. Esta forma de manipulação pressupõe que o criador de mercado tenha um sistema bastante rápido, caso contrário, as cotações atrativas serão realmente alcançadas pelos investidores e aquele poderá perder dinheiro<sup>279</sup>.

Por fim, na estratégia de “*spoofing*”<sup>280</sup>, supondo que o objetivo passa por comprar, o investidor coloca uma grande quantidade de ordens acima do melhor preço, limitadas no sentido contrário

---

<sup>278</sup> Biaisi, Bruno e Paul Woolley (2011), *High Frequency Trading*, p. 8, disponível para consulta em <http://www.eifr.eu/files/file2220879.pdf>.

<sup>279</sup> Guo, Xin, *Electrical Engineering and Computer Sciences, University of California at Berkeley*, p.10. Disponível para consulta em: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.379.3701&rep=rep1&type=pdf>.

<sup>280</sup> A CMVM, [que conseguiu posicionar-se](#), a nível europeu, como uma das primeiras autoridades de supervisão a concluir uma análise de negociação automatizada, identificou um investidor, que recorreu a esta prática de manipulação de mercado, através do Sistema Integrado de Vigilância do Mercado (SIVAM). [Este](#) permite “a supervisão em tempo real da negociação de instrumentos financeiros nos mercados regulamentados acionista”, conforme se pode ler no Relatório Anual, de 2012, da CMVM “Para viabilizar a análise deste tipo de negociação que envolve intervenções no mercado em períodos muito curtos de tempo com constantes modificações e cancelamentos de ofertas em unidades de tempo inferiores ao segundo (microsegundos), a CMVM teve que desenvolver as ferramentas informáticas necessárias e adequadas à análise de estratégias de AT e de HFT e, quando necessário, como sucedeu no caso, de apoio à demonstração da natureza irregular das mesmas. Estas ferramentas continuam a ser utilizadas para analisar estratégias de negociação de HFT, permitindo identificar as que possam apresentar sinais de irregularidade - em desenvolvimento (permanente) do sistema integrado de vigilância de mercado (SIVAM). (...) No caso investigado concluiu-se que o investidor adotou reiteradamente uma estratégia ilícita de *layering*, a qual é idónea para alterar as normais condições de funcionamento do

daquele que, na verdade, pretende assumir (neste caso, de venda), e que nunca se executarão. O objetivo passa por mover os preços em sentido favorável à compra (uma vez que o preço da melhor oferta se aproximará do preço que ele está disposto a pagar) e atrair, por conseguinte, vendedores dispostos a pagar ao melhor preço.

## 5.2. *Flash crash*

No dia 6 de maio de 2010, após as 14h00, os índices americanos de ações e de futuros, entraram numa queda acentuada, aparentemente inexplicável: em poucos minutos foi registada uma desvalorização de 9,2%, no índice de *Dow Jones*<sup>281</sup>, tendo o mercado recuperado parcialmente, até o encerramento da sessão, com uma perda de 3%.

Muito se especulou sobre o que terá causado tal queda abrupta, nomeadamente, se a mesma se teria devido a estratégias de negociação algorítmica de alta frequência. Porém, cinco meses após o acontecimento, a SEC publicou um relatório<sup>282</sup>, no qual se apontava como principal razão, a venda de uma grande quantidade de minicontratos de futuros (75.000), no valor de 4,1 biliões de dólares. Esta foi realizada através de um sistema denominado “*Sell Algorithm*”, que operava em alta frequência.

Acontece que o mencionado algoritmo se encontrava mal padronizado, dado que a ordem foi apenas concedida, com indicações relativas ao volume da transação, mas sem quaisquer

---

mercado - e internacionalmente reconhecida como manipulatória. Esta estratégia consiste na acumulação de ofertas de sentido contrário (e.g. de venda) à oferta que se pretende realmente executar (e.g. compra), tendo as primeiras carácter fictício. As ofertas de natureza fictícia dão uma falsa impressão de elevadas quantidades disponíveis para transacionar, com impacto no diferencial entre a melhor oferta de venda e a melhor oferta de compra (o designado *bid-ask spread*), fazendo-o diminuir ao aproximar o preço da melhor oferta do preço da oferta que o investidor realmente pretende executar, o que lhe permite comprar a preço mais baixo ou vender a preço mais elevado. Imediatamente após efetuar o negócio pretendido, o investidor inicia um movimento similar mas simétrico de modo a, por exemplo, vender as ações antes adquiridas. Os movimentos são curtos (normalmente de duração inferior a 30 segundos)”. Segundo o Relatório Anual de 2012, sobre a atividade da CMVM e sobre os mercados de valores mobiliários. “o investidor obtém mais-valias que, individualmente consideradas, não são expressivas mas que se tornam muito significativas quando se considera os múltiplos movimentos com as características descritas efetuadas ao longo de uma só sessão para um determinado título e se considera que o investidor atuou sobre diversos títulos e de forma continuada no tempo, característica comum às estratégias automatizadas, em especial de HFT, nos casos em que estas assumam natureza irregular.”, *cf.* Relatório Anual, de 2012, da CMVM, p. 177. Documento disponível para consulta em: <http://www.peprobe.com/wp-content/uploads/2014/02/Relat%C3%B3rio-Anual-CMVM-de-2012.pdf>.

<sup>281</sup> Um dos principais indicadores de movimentos no mercado norte-americano, a par da *Standard&Poor's* e do *NasdaqComposite*.

<sup>282</sup> Disponível em <https://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf>.

indicações sobre o preço ou o tempo. Como este algoritmo automatizado foi programado, tendo em conta, somente, o volume de transação e não o preço ou o tempo, outros algoritmos, que se encontravam funcionais, compraram contratos de futuros. Ora, dada a volatilidade do mercado, desencadearam-se várias ordens de compra e venda, levando a que a situação ficasse fora de controlo. Consequentemente, a liquidez reduziu-se abruptamente e verificou-se um aumento desmesurado de ordens de venda, inclusive das operadas manualmente<sup>283</sup>.

Mais recentemente, tem-se apontado que o *flash crash* pode ter sido causado pela prática de manipulação de mercado *spoofing*, por parte de um *trader* londrino<sup>284</sup>. Desde então, têm-se registado mini *flashes crashes* - que acabam por ser controlados - numa base, quase diária - no mercado, sobretudo americano. Tal, provavelmente, alusivo à negociação algorítmica de alta frequência.

### 5.3. O abuso de informação privilegiada

A negociação algorítmica de alta frequência pode causar impactos negativos no mercado, nomeadamente, a sua utilização em práticas de abuso de informação privilegiada. Os investidores de HFT, ao encontrarem-se mais próximos dos servidores das bolsas de valores, através de co-localização, e ao utilizarem determinados algoritmos, têm a possibilidade de captar, muito rapidamente, oportunidades de negociação e antever o sentido das ordens a ser dadas no mercado. Tal permite, com base nessas informações, executar ordens, antes dos investidores tradicionais, alcançando uma pequena margem de lucro. Nomeadamente, mediante a deteção de uma futura tendência, para a compra de determinado instrumento, e procedendo à sua aquisição e à sua alienação consecutiva, a um preço mais elevado. Assim, discute-se, se a utilização da co-localização, desta forma, não configurará uma prática de abuso de mercado, a qual se designa de *front-running*<sup>285 286</sup>.

---

<sup>283</sup> O *Bundesbank* - banco central alemão - alertou para o facto de a negociação de alta frequência potenciar o aumento de liquidez do mercado, podendo eliminá-la em momentos de elevada volatilidade e causando "*flash crashes*". Veja-se a seguinte notícia: <https://www.eco.pt/2016/10/24/bundesbank-alerta-negociacao-de-alta-frequencia-pode-causar-flash-crash/>.

<sup>284</sup> Cfr. resulta das seguintes notícias: <http://observador.pt/2015/04/22/um-londrino-pacato-tera-causado-o-flash-crash-de-2010-nos-eua/> e <http://www.independent.co.uk/news/business/news/flash-crash-explainer-how-the-hound-of-houndslow-couldhave-caused-one-of-the-scariest-days-in-stock-10198805.html>.

<sup>285</sup> A prática de *front-running* – que consubstancia uma forma de *insider trading*, desde a MAD - consiste na utilização de um conhecimento, acerca de ordens de mercado ainda pendentes, relativamente a certo cliente. Estas, influenciarão a cotação de valores, de modo a realizar operações paralelas, ou mesmo antecipadas, a essas ordens, beneficiando da oscilação dos valores, a verificar-se posteriormente.

<sup>286</sup> Mamudi, S. Charlie Munger (2013), *HFT is Legalized Front-Running?*, disponível para consulta em <http://blogs.barrons.com/stockstowatchtoday/2013/05/03/charlie-munger-hft-is-legalized-frontrunning/>,

#### **5.4. O regime trazido pela DMIF II, quanto às obrigações das empresas de investimento, que utilizam negociação de alta algorítmica de alta frequência**

Devido à crescente utilização de sistemas de negociação algorítmica, nos últimos anos, - sobretudo em produtos financeiros, como derivados e obrigações<sup>287</sup> - e às suas implicações no que concerne a práticas de mercado abusivas, o MAR, bem como a DMIF II<sup>288</sup> e o RMIF, estabelecem, relativamente a esta matéria, regras e limites, que deverão ser observados, de forma a melhorar a sua supervisão e transparência.

Assim, as práticas de manipulação de mercado que *supra* se identificaram, encontram-se previstas nas subalíneas da alínea c), do número 2, do artigo 12.º, do MAR. Esta consagração resultou da proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado, apresentada, pela Comissão, em 2011, na decorrência da avaliação da aplicação da MAD<sup>289</sup>.

---

classifica as negociações algorítmicas de alta frequência como *front-running* legal: "I think it is very stupid to allow a system to evolve where half the trading is a bunch of short-term people trying to get information one-millionth of a nano-second ahead of somebody else. It's legalized front-running; I think it's basically evil and it should never have been able to reach the size that it did...why should all of us pay a little group of people to engage in legalized front-running of our orders?"

<sup>287</sup> Cfr. se refere no artigo de Jorge Nascimento Rodrigues, *Algoritmos "assaltam" mercados de commodities depois das bolsas*, publicado em 25 de Março de 2012, no Jornal Expresso: "(...) Mas a vaga do HFT já não se fica pelas bolsas de valores. Ela salpica transversalmente outras "classes" de ativos, como as mercadorias (que se referiu acima), as divisas, os títulos e os derivados", disponível em <http://expresso.sapo.pt/economia/algoritmos-assaltam-mercados-de-icommodities-depois-das-bolsas=f714175>.

<sup>288</sup> As pessoas que utilizem técnicas de negociação algorítmica de alta frequência, não beneficiam da isenção de aplicação da DMIF II (veja-se os pontos 18, 20 e 23, do preâmbulo, da DMIF II).

<sup>289</sup> Cfr. o ponto 3.4.1.3., intitulado de "Manipulação de mercado através de negociação algorítmica e negociação de alta frequência", da Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho, relativo ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado, com a referência "COM/2011/0651 final - 2011/0295", que pode ser consultada em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=CELEX:52011PC0651>. No ponto 18, do preâmbulo, da referida proposta, pode ler-se: "O presente regulamento deve prever medidas relativas à manipulação de mercado que possam ser adaptadas a novas formas de negociação ou novas estratégias suscetíveis de serem abusivas. Para refletir o facto de a negociação dos instrumentos financeiros se basear cada vez mais em procedimento automatizados, é aconselhável aditar à manipulação de mercado exemplos específicos de estratégias abusivas que podem ser realizadas por meio da negociação algorítmica, incluindo a negociação de alta frequência. Os exemplos apresentados não pretendem ser exaustivos nem dar a entender que as mesmas estratégias executadas de outras formas não seriam igualmente abusivas."

No que concerne ao abuso de informação privilegiada, embora o *front-running* seja proibido pelo artigo 8.º, do MAR - realçando-se o ponto 30, do respetivo preâmbulo, relativamente às obrigações das entidades que utilizam a negociação de alta frequência - destaca-se o disposto no artigo 17.º, n.º 1 da DMIF II. Assim, qualquer entidade que desenvolva negociação algorítmica, deve dispor de sistemas e controlos de risco eficazes, para assegurar a resistência e capacidade dos sistemas de negociação, sujeitos a limiares e limites de negociação adequados. Tais limites visam impedir o envio de ordens erradas e que o sistema funcione de modo a criar, ou contribuir, para uma perturbação do mercado, evitando práticas abusivas.

Para além do referido dever, é de destacar outros deveres das empresas de investimento, que desenvolvam negociação algorítmica, consignados no artigo 17.º, da DMIF II e no *Regulatory Techninal Standards* 6<sup>290</sup>. Entre eles, a obrigação de comunicar tal facto às autoridades competentes; de facultar, quando seja pedido por estas, uma descrição da natureza das estratégias de negociação algorítmica e dos sistemas utilizados na negociação, assim como a conservação de registos detalhados de todas as ordens, operadas na plataforma de negociação. Ainda relativamente à segurança e resistência dos sistemas de negociação nos mercados regulamentados, o artigo 48.º, números 1 e 6, da DMIF II, vem consagrar a exigência de robustez e resistência daqueles, por forma a terem capacidade suficiente para lidar com picos de ordens e, ainda, a obrigação de realização de testes aos algoritmos.

Poderá haver, no entanto, dúvidas quanto ao sucesso destas disposições legais, atendendo ao atraso do desenvolvimento da infraestrutura de dados essenciais, a qual permitirá a supervisão de todas as plataformas de negociação europeias e que motivou a prorrogação da DMIF II – como se explanou *supra*.

## **6. O cibercrime e o abuso de informação privilegiada**

### **6.1. Nota introdutória**

Se o crescente desenvolvimento das tecnologias de informação, nas últimas décadas, conduziu a uma maior aproximação dos utilizadores e a uma maior rapidez na troca, armazenamento e transmissão de informações, entre outras vantagens, também é certo que se tem observado uma crescente utilização da informática para fins ilícitos, inclusivamente perpetrados por organizações criminosas, que operam internacionalmente.

É sabido que, quanto maior for a dependência da tecnologia, maiores serão as vulnerabilidades a ataques informáticos e tal, apenas pode ser evitado, através de medidas de segurança

---

<sup>290</sup> Disponível em: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1464\\_annex\\_i\\_-\\_draft\\_rts\\_and\\_its\\_on\\_mifid\\_ii\\_and\\_mifir.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1464_annex_i_-_draft_rts_and_its_on_mifid_ii_and_mifir.pdf)

robustas que os previnam, bem como por meio de uma maior sensibilização dos utilizadores para esta problemática.

Se questionado o que potencia esta criminalidade, a resposta passará, naturalmente, pela insuficiente prevenção, quer por parte dos particulares - falta de cuidado ou de sentido de responsabilidade em obedecer a procedimentos de cibersegurança, constituindo um crime em que, muitas vezes, a vítima não se apercebe que representa um alvo -, quer no plano das empresas - que não investem, suficientemente, em segurança informática e na formação dos seus colaboradores, nesta matéria.

O sistema financeiro está entre os alvos prediletos do crime informático, sendo vários os exemplos de cibercrime, na área financeira, alguns, consubstanciando-se em ataques, a plataformas de negociação, de alta frequência.

Os *hackers* podem utilizar a velocidade de processamento superior dos algoritmos, para acionar - e sustentar - um *flash crash*, nos mercados. Os sistemas utilizados também oferecem, aos atores da ameaça, a capacidade de atingir componentes específicos e fulcrais, do mercado de um país, destabilizando a sua economia (v.g. atacando o setor energético num país que, dele, depende).

Os mercados têm, contudo, algumas defesas contra ataques que utilizam algoritmos de alta frequência. Após o já mencionado *flash crash* de 2010, os bancos de investimento procederam à colocação de "disjuntores" regulatórios, ou seja, mecanismos que impedem os mercados de comercializar, quando os preços atingem um limiar pré-determinado. Garantindo, desta forma, tempo, para evitar um acidente como o que ocorreu em maio, daquele ano.

No entanto, e como se frisa, existe ainda uma premente lacuna de conhecimento e manuseamento de meios tecnológicos, na população em geral, e mesmo nas próprias empresas, o que impede a proteção mínima contra certo tipo de ataques. Por outro lado, houve uma perceção tardia de que a criação de um sistema de controlo e supervisão, que interligue todos os mercados e todas as autoridades de supervisão, seria fulcral para prevenir ataques informáticos.

Posto isto, destacam-se alguns casos de ciber-ataques - sobretudo os que implicam abuso de informação privilegiada - procurando-se proceder ao seu tratamento jurídico, numa perspetiva de coordenação entre os regimes aplicáveis à matéria de crimes de mercado e ao cibercrime.

## **6.2. Casos de acessos ilegítimos a informações**

Nos últimos anos, foram notícia, diversos casos de acessos ilegítimos a informações, que se encontravam nas bases de dados dos emitentes. Quer por profissionais (*hackers*), quer por



funcionários da própria empresa - voluntaria ou involuntariamente -, ou, ainda, por parte de empresas concorrentes.

Um desses casos, foi manchete de jornais, tal não foi a dimensão internacional da organização criminosa e a sofisticação do ataque informático em questão. O mesmo, envolveu um grupo de *hackers*, localizados na Ucrânia, que invadiu os sistemas de computadores<sup>291</sup> da *Newswire Association*<sup>292</sup>, *Marketwired* e *Business Wire*, utilizando os comunicados de imprensa com informações financeiras<sup>293</sup> - antes da sua divulgação ao público - para comprar ou vender ações. Estas, negociadas na *Nasdaq* e na Bolsa de Nova Iorque, de dezenas de empresas<sup>294</sup>, entre Fevereiro de 2010 e Agosto de 2015<sup>295</sup>.

Em compensação pelo fornecimento destas informações, os investidores, por vezes, pagavam aos *hackers*, uma parte dos seus lucros. Chegando mesmo, a permitir-lhes o acesso às suas

---

<sup>291</sup> As táticas utilizadas pelos hackers foram as mais variadas, conforme descrito na queixa da SEC. [Entre elas](#), a utilização ilegítima de *passwords*, retiradas dos usuários (*phishing*), a instalação de software malicioso para camuflar os ataques informáticos e a utilização de "id's" falsos, que impedissem a identificação dos dispositivos: "The hacker defendants used deceptive means to gain unauthorized access to the Newswire Services' computer systems, using tactics such as: (a) employing stolen username/password information of authorized users to pose as authorized users; (b) deploying malicious computer code designed to delete evidence of the computer attacks; (c) concealing the identity and location of the computers used to access the Newswire Services' computers; and (d) using back-door access-modules.". Este documento encontra-se disponível para consulta em <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2015/comp-pr2015-163.pdf>, p. 23.

<sup>292</sup> Diz respeito a um serviço que trata da edição e publicação das informações, de sociedades emitentes dos Estados Unidos. Antes de a informação ser divulgada, esta não é, naturalmente, conhecida do público, pelo que a *Newswire* facilita, aos emitentes, a disseminação de informações ao público, conforme se descreve na queixa apresentada pela SEC: "To facilitate the process of disseminating quarterly earnings information to the public, issuers routinely provided draft press releases to the Newswire Services. The Newswire Services then edited, prepared, and stored electronically the press release for public dissemination." p. 22. No entanto, e como facilmente se depreende, existe o que a SEC denomina de "janela de tempo", entre o momento em que a informação é fornecida pela Sociedade Emitente à *Newswire*, e o momento da disseminação dessa informação (já editada ao público) - o que pode demorar alguns minutos ou alguns dias: "For each press release, there is a window of time between when the issuer provides a draft press release to the Newswire Service and when the Newswire Service publishes the release (the "window"). This window varied between a number of minutes and a number of days."

<sup>293</sup> Conforme se pode retirar da queixa apresentada pela SEC, disponível em <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2015/comp-pr2015-163.pdf>, p.7: "The defendant traders bought or sold securities depending on their anticipation of how the market would respond to the information in the stolen press releases."

<sup>294</sup> Incluindo a *Boeing*, *Hewlett-Packard*, *Oracle* e *Caterpillar*.

<sup>295</sup> *Cfr.* resulta da queixa apresentada pela SEC, disponível para consulta em <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2015/comp-pr2015-163.pdf>, acesso a 12 de dezembro de 2016.

contas de corretagem, com o objetivo de controlar a negociação e garantir que receberiam o percentual acordado.

De forma a esconder a proveniência dos lucros gerados, os investidores criaram várias contas, em vários nomes, canalizando dinheiro para os *hackers*, como supostos pagamentos de equipamentos de construção ou com investimentos em contratos por diferença (CFD's). Estima-se que os lucros gerados com as informações privilegiadas tenham ultrapassado os 100 milhões de dólares, em três anos, sendo que as acusações feitas pela SEC identificaram diversos suspeitos, em diversos países, incluindo EUA, Rússia, Ucrânia, França e Chipre<sup>296</sup>.

A par do caso descrito, outros casos de ataques informáticos foram perpetrados nos últimos anos, visando a obtenção de informações privilegiadas para a tomada de decisões de investimento, lucrativas para os infratores (*front-running*). Entre um desses casos, conta-se um ataque de *hackers*, ao sistema do mercado de OTC Norte-Americano, denominado "*CME Clearport*", e no qual acederam a mais de 7.000 *passwords* de utilizadores desse sistema, nomeadamente de empresas<sup>297</sup>.

O crescimento das operações digitais, em mercados legítimos, é um dos principais motores do desenvolvimento económico. Contudo, nas últimas décadas, a crescente dependência da sociedade em relação às redes de informação e comunicação, está a alterar a situação dos fluxos financeiros ilícitos. Isto, porque, os mercados e o comércio, sempre atraíram criminosos na procura de benefícios em atividades ilegais, especialmente após os ataques do 11 de Setembro<sup>298</sup>.

As redes digitais tornaram-se num elemento-chave para as novas formas de obtenção e transferência de fundos ilícitos e, igualmente, num simplificador de muitas formas tradicionais de fluxos financeiros, também ilícitos<sup>299</sup>.

---

<sup>296</sup> A descrição resumida do esquema encontra-se no website da SEC: <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-163.html>, bem como nas seguintes notícias: <http://www.computerweekly.com/news/4500251548/Hacking-enabled-insider-trading-underlines-need-for-cyber-legislation> e <http://www.computerworld.com/article/2969892/security/9-charged-in-press-release-breaches-stock-trading-scheme.html>.

<sup>297</sup> A descrição resumidamente esquema pode ler-se no seguinte *link*: <https://www.finextra.com/news/fullstory.aspx?newsitemid=25442>.

<sup>298</sup> Veja-se, a este propósito, Danny Bradbury, "Financial Markets: A Playground for Cybercriminals", *Info-security Megazine*, disponível em: <https://www.infosecurity-magazine.com/magazine-features/financial-markets-a-playground-for/>

<sup>299</sup> Sendo esta, uma das preocupações demonstrada ao longo dos últimos anos, pela *International Organisation of Securities Committees* (IOSCO), organização internacional composta por reguladores de valores mobiliários, de vários países, do qual a CMVM é membro ordinário e cujos objetivos de atuação

Ora, esta problemática, levou à realização de investigações governamentais, nos EUA, de como as agências de notícias instalavam os seus equipamentos de *data-center* e sobre a possibilidade de alguns operadores de mercado terem acesso eletrónico a essas bases de dados, permitindo-lhes negociar com base em informação privilegiada.

A criminalidade *online* inclui um amplo espectro de atividades económicas fragmentadas e altamente especializadas, em que os serviços ilegais dos *hackers* e, conseqüentemente, os dados obtidos, se encontram à venda.

Se, eventualmente, ataques semelhantes aos que se descreveram *supra*, ocorressem em Portugal, a questão principal seria saber quais as disposições legais violadas, atendendo a que, para além de estar em causa um crime contra o mercado, estão, também em causa, crimes informáticos, tipificados na lei da cibersegurança (Lei n.º 109/2009, de 15 de setembro).

A este propósito, antes de mais, seria pertinente fazer referência às alusões de utilização de meios informáticos, na prática de crimes contra o mercado, constantes do preâmbulo do MAR. Neste, sublinha-se a necessidade de se abrangerem, na proibição de práticas abusivas, “(...) pessoas que desenvolvam *software*, em colaboração com um participante no mercado, a fim de facilitar o abuso de mercado”<sup>300</sup>. No mesmo preâmbulo, é também feita referência à divulgação de informações falsas pela *web*<sup>301</sup> e, no que concerne à prevenção e supervisão, é destacada a importância de se estabelecerem “(...) dispositivos, sistemas e procedimentos eficazes, destinados a prevenir e a detetar práticas de manipulação de mercado e abuso de informação privilegiada”<sup>302</sup>, não só nos mercados regulamentados, como em MTF e OTF<sup>303</sup>.

Posto isto, o acesso ilegítimo por parte de *hackers*, a informações privilegiadas de uma sociedade emitente, constitui, como é bom de ver, abuso de informação privilegiada, nos termos do artigo 8.º, n.º 1, e 4, al. d), do MAR, uma vez que, ao acederem àquelas informações, estão a fazê-lo ilicitamente.

No entanto, se é inquestionável a existência de crime de mercado, nos casos descritos, há que aferir se a sociedade emitente não incumpriu o dever de divulgação de informação privilegiada a que estava adstrita. Podendo, esta circunstância, ser potenciadora da prática do crime. Tal

---

se centram no desenvolvimento e na implementação de padrões internacionais, de regulação e de supervisão.

<sup>300</sup> Ponto 39 do Preâmbulo, do MAR.

<sup>301</sup> Ponto 48 do Preâmbulo, do MAR.

<sup>302</sup> Ponto 45 do preâmbulo, do MAR.

<sup>303</sup> Nestes dois últimos e como já foi referido, ainda não foi criada a infraestrutura necessária para o controlo de tais práticas. O que motivou a prorrogação da DMIF II e, em parte, do próprio MAR, no que concerne ao abuso de mercado praticado nestas plataformas.

problema, adquire maior acuidade, quer nas situações em que a divulgação tenha sido diferida, quer nos processos complexos - como se viu no anterior capítulo, dado que, nestes casos, poderá existir informação que, sendo do conhecimento de terceiros, seja suscetível de ser utilizada em decisões de investimento, antes da sua divulgação ao público. Nestes casos, deve ser aferido, pelo julgador, se as informações sobre as quais houve um acesso ilegítimo e, posterior abuso de informação, cumpriam todos os pressupostos para se considerarem privilegiadas (*cf.* artigo 7.º, do MAR e 248.º, do CodVM).

Em caso positivo, salvo se tiver sido utilizado o mecanismo do diferimento, haverá incumprimento do dever de divulgação, por parte da sociedade emitente (de acordo com o disposto no artigo 17.º, do MAR). Assim, deverá apurar-se a responsabilidade contraordenacional da sociedade, uma vez que se trata de uma contraordenação muito grave ou grave - consoante a informação diga ou não respeito a instrumentos financeiros negociados em mercado regulamentado - nos termos do artigo 389.º, n.º 1, al. b), e n.º 2, al. a), do CodVM, implicando a aplicação de sanções.

Porém, caso a sociedade emitente alegue que não divulgou imediatamente as informações em causa, por pretenderem utilizar o mecanismo do diferimento, previsto no artigo 17.º, n.º 4, do MAR, é necessário que prove, ao julgador, que as condições previstas nas alíneas, da referida disposição legal, se encontravam reunidas e que pretendia comunicá-las à entidade reguladora, aquando da divulgação ao público.

### **6.3. A lei do cibercrime**

Antes de se analisarem os crimes informáticos que, numa situação de abuso de mercado, possam ter servido de meio para a obtenção de informações, far-se-á uma breve descrição do regime aplicável e da lei comunitária e nacional.

A criminalidade informática encontra-se tratada dispersamente, mas tem o seu regime essencial na Lei n.º 109/2009, de 15 de setembro (Lei do Cibercrime), que adapta, ao direito interno, a Convenção de Budapeste, sobre Cibercrime do Conselho da Europa. Esta Convenção, assinada por Portugal, em 2001, e ratificada apenas em 2008, teve como principais objetivos, não só a harmonização do regime, respeitante a crimes realizados através de meios eletrónicos dos Estados-Membros signatários, mas também - e atendendo à característica de que estes crimes podem envolver a jurisdição de vários países -, a implementação de um sistema de cooperação internacional e de um regime jurídico de recolha de prova, no âmbito deste tipo de crimes.

Posto isto, o elenco de crimes previstos na lei do cibercrime é o seguinte:

- Falsidade informática;

- Dano relativo a programas e a outros dados informáticos;
- Sabotagem informática;
- Acesso ilegítimo;
- Interceção ilegítima;
- Reprodução ilegítima de programa protegido.

Embora mencionando os aspetos essenciais, escapa, ao âmbito do presente trabalho, analisar, pormenorizadamente e numa perspetiva penalista, os tipos de crime, relacionar-se-á cada um deles com os crimes de mercado, mormente, o abuso de informação.

### 6.3.1. A falsidade informática

O crime de falsidade informática encontra-se previsto no artigo 3.º, da Lei 109/2009, de 15 de setembro:

“1 - Quem, com intenção de provocar engano nas relações jurídicas, introduzir, modificar, apagar ou suprimir dados informáticos ou por qualquer outra forma interferir num tratamento informático de dados, produzindo dados ou documentos não genuínos, com a intenção de que estes sejam considerados ou utilizados para finalidades juridicamente relevantes como se o fossem, é punido com pena de prisão até 5 anos ou multa de 120 a 600 dias.

2 - Quando as ações descritas no número anterior incidirem sobre os dados registados ou incorporados em cartão bancário de pagamento ou em qualquer outro dispositivo que permita o acesso a sistema ou meio de pagamento, a sistema de comunicações ou a serviço de acesso condicionado, a pena é de 1 a 5 anos de prisão.

3 - Quem, atuando com intenção de causar prejuízo a outrem ou de obter um benefício ilegítimo, para si ou para terceiro, usar documento produzido a partir de dados informáticos que foram objeto dos atos referidos no n.º 1 ou cartão ou outro dispositivo no qual se encontrem registados ou incorporados os dados objeto dos atos referidos no número anterior, é punido com as penas previstas num e noutro número, respetivamente.

4 - Quem importar, distribuir, vender ou detiver para fins comerciais qualquer dispositivo que permita o acesso a sistema ou meio de pagamento, a sistema de comunicações ou a serviço de acesso condicionado, sobre o qual tenha sido praticada qualquer das ações prevista no n.º 2, é punido com pena de prisão de 1 a 5 anos.

5 - Se os factos referidos nos números anteriores forem praticados por funcionário no exercício das suas funções, a pena é de prisão de 2 a 5 anos.”

Apesar de não existir jurisprudência sobre falsidade informática na área financeira, é importante fazer menção ao acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 18 de dezembro de 2013<sup>304</sup>, sobre a técnica de *phishing*, para furto de informações bancárias. No respetivo sumário pode ler-se:

“ (...) (do inglês *fishing* «pesca») pressupõe uma fraude eletrónica caracterizada por tentativas de adquirir dados pessoais, através do envio de e-mails (...) a pedir determinados elementos

---

<sup>304</sup> Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 18 de dezembro de 2013, no âmbito do processo n.º 6479/09.8TBBRG.G1.S1.

confidenciais (número de conta, número de contrato, número de cartão de contribuinte ou qualquer outra informação pessoal), por forma a que este ao abri-los e ao fornecer as informações solicitadas e/ou ao clicar em links para outras páginas ou imagens, ou ao descarregar eventuais arquivos ali contidos, poderá estar a proporcionar o furto de informações bancárias e a sua utilização subsequente”.

Sabe-se que pratica este ilícito, quem, aplicando dados pessoais de outra pessoa, crie contas informáticas, nas quais produza dados de perfil, não genuínos, sobre essa pessoa<sup>305</sup>.

Supondo que o alvo deste crime seja membro da administração de uma sociedade emitente - como aconteceu nos EUA, em que um grupo de *hackers* obteve informações confidenciais, através da disposição de dados de administradores de empresas, retirados a partir da instalação de *software* malicioso, enviado através de emails<sup>306</sup> - o *hacker* pode aproveitar-se de dados para obtenção de informações confidenciais, negociando no mercado, ou procedendo à produção de documentos não genuínos<sup>307</sup>, em nome das vítimas (v.g. a produção de um documento informático falso, cuja divulgação possa influenciar as negociações de mercado e

---

<sup>305</sup> A este propósito, veja-se o Acórdão do Tribunal da Relação de Évora, de 24 de abril de 2013, no âmbito do processo n. 585/11.6PAOVR.P1, cujo sumário menciona o seguinte: “O bem jurídico tutelado pelo crime de falsidade informática p. e p. pelo artigo 3º, n.ºs 1 e 3 da Lei nº 109/2009, de 15.09, não é o património, mas antes a “integridade dos sistemas de informação”, através do qual se “pretende impedir os actos praticados contra a confidencialidade, integridade e disponibilidade de sistemas informáticos, de redes e dados informáticos, bem como a utilização fraudulenta desses sistemas, redes e dados”. Disponível em <http://www.dgsi.pt>.

<sup>306</sup> Mais pormenores sobre esta notícia em: <http://www.telegraph.co.uk/technology/internet-security/11265539/Hackers-target-top-pharmaceutical-executives-to-gain-trading-advantage.html>

<sup>307</sup> Vide o Acórdão do Tribunal da Relação de Évora, de 19 de Maio de 2015, no âmbito do processo n.º 238/12.8PBPTG.E1: “o tipo legal supõe o dolo, sob qualquer das formas previstas no artigo 14º do Código Penal, exigindo, enquanto elemento subjetivo especial do tipo, a intenção de provocar engano nas relações jurídicas, bem como, relativamente á produção de dados ou documentos não genuínos, a particular intenção do agente de que tais dados ou documentos sejam considerados ou utilizados para finalidades juridicamente relevantes como se fossem genuínos.

3. O crime de falsidade informática previsto no artigo 3.º da Lei nº 109/2009 de 15 de setembro, visa proteger a segurança das relações jurídicas enquanto interesse público essencial que ao próprio Estado de Direito compete assegurar e não a confidencialidade, integridade e disponibilidade de sistemas informáticos, de redes e de dados informáticos.

4. A utilização do nome ou de parte do nome de outrem no nome de utilizador e/ou endereço eletrónico, por parte de quem criou conta de correio eletrónico, traduz, no plano objetivo, a produção de dados ou documentos não genuínos, mediante a introdução de dados informáticos, e é idóneo a fazer crer que foi a pessoa a quem respeita o nome ou parte de nome quem efetivamente criou e utilizou a conta de correio eletrónico em causa.”.

conduza a uma alteração dos preços). Nestes casos, o bem jurídico violado, é a integridade dos sistemas de informação<sup>308</sup>.

### 6.3.2. Dano relativo a programas e a outros dados informáticos

O segundo tipo legal, encontra-se previsto no artigo 4.º, da Lei 109/2009, de 15 de setembro e, os seus números, 1, 2 e 3, dispõem o seguinte:

“1 - Quem, sem permissão legal ou sem para tanto estar autorizado pelo proprietário, por outro titular do direito do sistema ou de parte dele, apagar, alterar, destruir, no todo ou em parte, danificar, suprimir ou tornar não utilizáveis ou não acessíveis programas ou outros dados informáticos alheios ou por qualquer forma lhes afetar a capacidade de uso, é punido com pena de prisão até 3 anos ou pena de multa.

2 - A tentativa é punível.

3 - Incorre na mesma pena do n.º 1 quem ilegitimamente produzir, vender, distribuir ou por qualquer outra forma disseminar ou introduzir num ou mais sistemas informáticos dispositivos, programas ou outros dados informáticos destinados a produzir as acções não autorizadas descritas nesse número.

(...).”

Ao ler-se este normativo, cujo bem jurídico, a proteger, é o património do lesado, rapidamente o associamos à instalação de um vírus em sistemas informáticos. Os quais provocam danos no *software* e, em alguns casos, no *hardware*, dando origem a prejuízos patrimoniais.

Muitos destes ataques, pressupõem o acesso ilegítimo dos atacantes, para que a instalação do *malware* tenha sucesso. Nomeadamente, através do envio de *emails* - aparentemente confiáveis - com o propósito de o destinatário abrir um anexo malicioso ou de visitar um site malicioso, que invada o seu computador (*phishing*).

Um caso mediático, executado por um vírus criado por americanos e israelitas (denominado de *Stuxnet*<sup>309</sup>), que sabotou as centrifugadoras de uma fábrica de urânio enriquecido no Irão, em 2007 e 2008, com o intuito de impedir o desenvolvimento de armas nucleares neste país, foi aplicado através de um ataque de *phishing*. A partir do momento em que os atacantes conseguiram um ponto de apoio no sistema, estes foram capazes de explorar as redes da empresa e, eventualmente, comprometer vários sistemas, incluindo as componentes industriais na rede de produção<sup>310</sup>.

---

<sup>308</sup> Vide, a este propósito, os seguintes acórdãos: Acórdão do Tribunal da Relação do Porto, de 24 de Abril de 2013, no âmbito do processo n.º 585/11.6PAOVR.P1 e Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 30 de Junho de 2011.

<sup>309</sup> Para mais pormenores acerca deste programa, vide <https://en.wikipedia.org/wiki/Stuxnet>.

<sup>310</sup> A propósito deste caso, veja-se a seguinte notícia, disponível em: <https://www.wired.com/2015/01/german-steel-mill-hack-destruction/>.

Ao servir-se de um ataque, baseado em *malware*, o *hacker* pode intercetar dados relevantes e confidenciais, danificando, intencionalmente, o sistema informático. Acresce que, haverá mais suscetibilidades a estes ataques, caso os mecanismos de proteção forem parcos, a informação não estiver encriptada ou caso as chaves, de acesso ao sistema, forem pouco complexas.

As possíveis consequências de um ataque desta estirpe, na área financeira são: a perda de dados, a exposição de dados sensíveis ao mercado e a impossibilidade de acesso ao sistema, pelas pessoas que possuam acesso legítimo. Tal, provocando imensos prejuízos, não só para o emitente, mas também para os outros participantes do mercado<sup>311</sup>. Veja-se o caso do *flash crash*, o qual, as autoridades dos EUA, suspeitam ter sido provocado por um *trader* bolsista, que manipulou o mercado, com as consequências que *supra* identificámos<sup>312</sup>.

### 6.3.3. A sabotagem informática

Comete o crime de sabotagem informática, nos termos dos números 1 e 2 do artigo 5.º, da Lei 109/2009, de 15 de setembro:

“Quem, sem permissão legal ou sem para tanto estar autorizado pelo proprietário, por outro titular do direito do sistema ou de parte dele, entrar, impedir, interromper ou perturbar gravemente o funcionamento de um sistema informático, através da introdução, transmissão, deterioração, danificação, alteração, apagamento, impedimento do acesso ou supressão de programas ou outros dados informáticos ou de qualquer outra forma de interferência em sistema informático, é punido com pena de prisão até 5 anos ou com pena de multa até 600 dias.

2 - Na mesma pena incorre quem ilegitimamente produzir, vender, distribuir ou por qualquer outra forma disseminar ou introduzir num ou mais sistemas informáticos dispositivos, programas ou outros dados informáticos destinados a produzir as ações não autorizadas descritas no número anterior. (...)”

Muito embora o tipo de crime seja idêntico ao previsto no artigo anterior, o bem jurídico, que aqui se pretende tutelar, não é o património do lesado, mas sim, a proteção de dados, de programas informáticos e, conseqüentemente, o seu funcionamento. Daí constituir um crime público (ao invés do previsto no artigo 3.º, que é semipúblico).

A partir deste tipo de ataques, o *hacker* pode sabotar o sistema informático de uma sociedade emitente ou de uma plataforma de negociação eletrónica. Impedindo, neste último caso, a realização operações (como aconteceu com o *flash crash*, referido no ponto anterior) e gerando conseqüências, tais como: 1) a perda de dados; 2) a exposição de dados sensíveis ao

---

<sup>311</sup> Veja-se, a este propósito, um artigo sobre as principais vulnerabilidades dos sistemas e os principais tipos de ataque informático, destacando-se a área financeira como um dos principais alvos do cibercrime: <http://resources.infosecinstitute.com/the-top-five-cyber-security-vulnerabilities-in-terms-of-potential-for-catastrophic-damage/>.

<sup>312</sup> Vide, página 95 e nota de rodapé 284.



mercado; 3) impossibilidade de acesso ao sistema, pelas pessoas que possuem acesso legítimo; e 4) risco para a segurança dos seus utilizadores.

#### 6.3.4. O acesso ilegítimo

A figura do 'acesso ilegítimo', encontra-se presente no artigo 6.º, da Lei n.º 109/2009, de 15 de setembro:

“Quem, sem permissão legal ou sem para tanto estar autorizado pelo proprietário, por outro titular do direito do sistema ou de parte dele, de qualquer modo aceder a um sistema informático, é punido com pena de prisão até 1 ano ou com pena de multa até 120 dias”.

Frisa-se a não existência de jurisprudência portuguesa sobre o acesso ilegítimo, na área financeira, no entanto, pratica este ilícito, quem aceda a um sistema de uma sociedade emitente, ou intermediário financeiro, para extrair informações privilegiadas. Posteriormente, utilizando-as, para negociar com base nelas, ou fornecendo-as a terceiros e, obtendo, face à assimetria informativa favorável, lucros.

Um dos casos, descoberto em 2016, diz respeito a vários ataques de *hackers* - encomendados por três homens de nacionalidade chinesa - às bases de dados, de escritórios de advocacia, nos EUA, que continham informação privilegiada acerca de empresas, suas clientes. Com as informações privilegiadas, retiradas dos servidores das vítimas, antes da sua divulgação ao público, os *insiders* investiram no mercado, lucrando uma quantia estimada em quatro milhões de dólares americanos<sup>313</sup>.

Outro caso sobre o qual já foi feita menção<sup>314</sup>, diz respeito a um ataque de *hackers*, ao sistema do mercado de OTC Norte-Americano, denominado “*CME Clearport*”. Através deste, acederam a mais de 7.000 *passwords* de utilizadores do sistema, nomeadamente de empresas, permitindo-lhes aceder a informações *price sensitive* e, consubstanciando, um crime de acesso ilegítimo.

Outro caso, ocorrido o ano passado, nos EUA, apesar de inserido no crime de manipulação de mercado, elucida que, muitas vezes, com a prática de um crime informático, é possível manipular-se o mercado e, também, utilizar-se informação privilegiada: através do acesso ilegítimo a uma conta de *twitter* da *Associated Press*, os *hackers* colocaram um *twitter* falso a noticiar que a Casa Branca tinha sido bombardeada e o presidente ferido. Previsivelmente, o

---

<sup>313</sup> Para uma informação mais pormenorizada, consultar a seguinte notícia: <https://www.theregister.co.uk/2016/12/28/>

*trio\_charged\_with\_4m\_insider\_trading\_by\_hacking\_merger\_lawyers/*, "This case of cyber meets securities fraud should serve as a wake-up call for law firms around the world: you are and will be targets of cyber hacking, because you have information valuable to would-be criminals."

<sup>314</sup> Ver página 100.

mercado reagiu e, com isto, aniquilou 1% do valor, do mercado de ações norte-americano, em pouco mais de um segundo. À medida que os preços das ações caíram, os títulos do Tesouro norte-americano - um ativo tradicionalmente estável - aumentaram. Não se apurou, até à data, se houve um intuito, para além do apontado pelo Exército Eletrónico Sírio Pro-Assad, que reivindicou o ataque. Contudo, é inegável que poderia ter proporcionado lucros desmesurados, com a reação do mercado<sup>315</sup>.

O bem jurídico que se visa proteger é o património do lesado e a segurança dos sistemas informáticos. Ora, se atendido o facto de que este crime é cometido, com o propósito de aceder a dados confidenciais, que ainda não são conhecidos do público e cujas vantagens patrimoniais são, em princípio, consideravelmente elevadas, o procedimento criminal, nestes casos, dispensa a necessidade de queixa<sup>316</sup>.

### 6.3.5. Interceção ilegítima

Dispõe o artigo 7.º, da Lei n.º 109/2009, de 15 de setembro que:

“Quem, sem permissão legal ou sem para tanto estar autorizado pelo proprietário, por outro titular do direito do sistema ou de parte dele, e através de meios técnicos, interceptar transmissões de dados informáticos que se processam no interior de um sistema informático, a ele destinadas ou dele provenientes, é punido com pena de prisão até 3 anos ou com pena de multa.”

O acesso ilícito a dispositivos informáticos ou a instalação de *malware*, permitem a interceção de transmissão de informações confidenciais, no seio da sociedade emitente e através da captação de *e-mails* internos da sua administração e de outras comunicações confidenciais (ainda que trocadas com intervenientes externos à Sociedade - no âmbito de negociações, comunicadas à CMVM), de informação que irá ser divulgada, antes de o ser<sup>317</sup>.

O caso, já referido<sup>318</sup>, que envolveu a invasão dos sistemas da *Newswire Association*, *Marketwires* e *Business Wire*, por um grupo de hackers localizados na Ucrânia e procedeu, através da utilização ilegítima de passwords (uma vez mais, a técnica de *phishing*), da utilização de software malicioso e de “*id’s*” falsos, para impedir a identificação dos dispositivos, consubstancia um crime de acesso ilegítimo. Para além de se poderem ver preenchidos, outros crimes, previstos na Lei do Cibercrime, como é exemplo, a falsidade informática.

---

<sup>315</sup> Para mais pormenores, vide Danny Bradbury, “Financial Markets: A Playground for Cybercriminals”, *Info-security Megazine*, disponível em: <https://www.infosecurity-magazine.com/magazine-features/financial-markets-a-playground-for/>

<sup>316</sup> Cfr. Interpretação conjunta dos números 4 e 6, a *contrario*, do artigo 6.º, da Lei 109/2009, de 15 de setembro.

<sup>317</sup> Zecos, Georgios, “Logistics of Information is the antidote against Insider Trading”, *Hertfordshire Law Journal* 6, (1), p. 49-72, disponível no seguinte link: [https://www.herts.ac.uk/\\_\\_data/assets/pdf\\_file/0006/38679/HLJ\\_V611\\_Zecos.pdf](https://www.herts.ac.uk/__data/assets/pdf_file/0006/38679/HLJ_V611_Zecos.pdf).

<sup>318</sup> Vide página 98 e nota de rodapé 291.

Aqui, o bem jurídico tutelado é a segurança e privacidade das comunicações eletrónicas, constituindo um crime público.

### **6.3.6. O concurso efetivo de crimes**

Se o abuso de informação privilegiada ou a manipulação de mercado forem cometidos, com recurso a qualquer uma das condutas tipificadas como crime na Lei n.º 109/2009, de 15 de setembro, está-se perante um concurso real ou efetivo de crimes.

Estabelece, a norma prevista no artigo 30.º, do Código Penal, que “o número de crimes determina-se pelo número de tipos de crime efetivamente cometidos, ou pelo número de vezes que o mesmo tipo de crime for preenchido pela conduta do agente”. Resulta do normativo transposto, que o critério determinante do concurso é, assim, a consideração dos tipos legais efetivamente violados. Por conseguinte, existe concurso real, sempre que o agente pratique vários atos que preencham, autonomamente, vários crimes ou, várias vezes, o mesmo crime (pluralidade de ações). Considerando-se haver concurso ideal ou aparente, quando, pela prática de uma ação, várias normas penais são violadas<sup>319</sup>.

Realçando a prática de crimes de mercado e, como já houve oportunidade de referir, o crime de abuso de informação, previsto no artigo 378.º, do CodVM, abrange as situações em que o agente disponha de informação privilegiada, “através de um facto ilícito ou que suponha a prática de um facto ilícito”. Cabendo, aqui, os casos em que o agente obtenha informações privilegiadas, através de um crime informático.

Ora, a razão teleológica para determinar as normas efetivamente violadas ou os crimes efetivamente cometidos, só pode encontrar-se na referência a bens jurídicos, que sejam efetivamente violados. O critério do bem jurídico, numa violação plural, torna-se, portanto, essencial.

Assim, viola dois bens jurídicos quem - por hipótese - aceda ilegítimamente a um sistema informático e retire, da respetiva base de dados, informações confidenciais com carácter privilegiado. Pelo que, existindo duas violações distintas - o cometimento de um crime (ou mais) previsto na Lei n.º 109/2009, de 15 de setembro, para obtenção de informações privilegiadas e a sua posterior utilização - e, por conseguinte, dois bens jurídicos distintos afetados - a viabilidade e transparência do próprio mercado e, conforme o crime informático em causa, a segurança e privacidade das comunicações eletrónicas e da integridade do sistema informático ou o património do lesado -, a pena aplicável, terá em conta, as penas singulares para cada um dos crimes em causa. É importante atender aos critérios da culpa e da

---

<sup>319</sup> Cfr. acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 27 de maio de 2010, no âmbito do processo n. 474/09.4PSLSB.L1.S1, disponível em <http://www.dgsi.pt>.

prevenção, dos factos concretos em causa<sup>320</sup>, e à personalidade do arguido<sup>321</sup>, conforme resulta dos artigos 40.º e 71.º, n.º 1, e 2, do Código Penal. Dando-se, por isso, prevalência à pena não privativa de liberdade, conforme resulta do artigo 70.º, do mesmo diploma legal.

## 7. A importância da segurança informática

Outro fator a ter em conta, é a natureza do ataque, face ao sistema de segurança informático do emitente. Uma vez que deverá ser protegida a confidencialidade dos seus dados, e assim, impedir ataques e acessos ilegítimos. Este aspeto é tão relevante, que pode determinar a existência de responsabilidade do emitente para com os seus clientes, ou mesmo, para com os acionistas, caso se conclua que o ataque se deveu a uma falha de segurança.

Esta poderá ser uma das razões pelas quais os ataques não são conhecidos do público em geral, nem comunicados pelas vítimas: porque o conhecimento público pode implicar consequências ainda mais nefastas, que as proporcionadas pelo ataque em si, tais como a descredibilização e falta de confiança.

As empresas e, especialmente, o sector bancário e financeiro, bem como os respetivos clientes, estão particularmente expostos a este tipo de criminalidade. A prevenção é central, posto que o cibercrime está relacionado com hábitos quotidianos, que relativizam a sua perigosidade ou os cuidados de cibersegurança, a praticar, tanto pelos indivíduos, como no âmbito das empresas.

No plano das empresas existe, muitas vezes, carência de investimento em segurança, nomeadamente, em análise de risco, em consciencialização para questões de segurança informática ou para os perigos envolvidos, bem como, na formação dos colaboradores.

Acresce a tudo isto, que a atividade das autoridades públicas, em especial daquelas com atribuições de regulação e supervisão, não terá ainda atingido o grau de preparação e

---

<sup>320</sup> *Cfr.* Refere Figueiredo Dias: “Tudo deve passar-se como se o conjunto dos factos fornecesse a gravidade do ilícito global perpetrado, sendo decisiva para a sua avaliação a conexão e o tipo de conexão que entre os factos concorrentes se verifique”, *As Consequências Jurídicas Do Crime*, Coimbra, Editorial de Notícias, p. 291.

<sup>321</sup> Acerca deste fator de ponderação, veja-se *O Cúmulo Jurídico Na Doutrina e na Jurisprudência do STJ*, disponível para consulta em [http://www.stj.pt/ficheiros/estudos/rodrigues\\_costa\\_cumulo\\_juridico.pdf](http://www.stj.pt/ficheiros/estudos/rodrigues_costa_cumulo_juridico.pdf), p. 5.: “Na avaliação desta personalidade unitária do agente, releva, sobretudo «a questão de saber se o conjunto dos factos é reconduzível a uma tendência (ou eventualmente mesmo a uma “carreira”) criminosa, ou tão-só a uma pluriocasionalidade que não radica na personalidade: só no primeiro caso, já não no segundo, será cabido atribuir à pluralidade de crimes um efeito agravante dentro da moldura penal conjunta”.

envolvimento adequado, sendo necessária a adoção de ações de difusão de esclarecimentos e campanhas de formação às populações, no sentido de identificar massivamente as perigosidades deste fenómeno criminoso e adotar comportamentos de cibersegurança, direcionados ao sector financeiro.

## 8. Desafios para o futuro

Os crimes, que implicam a utilização de meios informáticos, contam com algumas dificuldades assinaláveis. Desde logo, a identificação dos infratores, dada a possibilidade de os mesmos encobrirem a sua identidade - por meio de identidades virtuais ou na alteração do IP do dispositivo. Acresce ainda que, a indeterminação do local da prática dos factos - uma vez que o crime pode ser cometido em qualquer lugar em que a *internet* esteja disponível (sobretudo, através da possibilidade de *cloud computing*<sup>322</sup>) -, levanta questões de competência jurisdicional. Outra das dificuldades, relaciona-se com a fácil destruição ou encobrimento de indícios do crime - *v.g.* na modificação das horas da prática dos factos.

Face às suas características, o cibercrime, nos mercados de valores mobiliários, tem sido encarado como potencial gerador de um risco sistémico<sup>323</sup>. Dada a interligação dos mercados financeiros, o impacto financeiro, de um ataque informático, pode gerar um efeito em cadeia e consequências além-fronteiras, provocando a perda de confiança por parte dos investidores e prejudicando a integridade do mercado - muitas vezes, sendo esta, a motivação dos ataques e não propriamente, a obtenção de lucro.

Embora a deteção de ciberataques seja quase imediata, impedindo que os impactos tenham tido, até agora, maiores repercussões, por vezes, a cibersegurança, acaba por ser ilusória.

---

<sup>322</sup> *Cloud computing*, refere-se à utilização da memória e capacidade de armazenamento online, de computadores e, especialmente, servidores compartilhados e interligados por meio da Internet. O armazenamento de dados é feito em serviços, que podem ser acedidos a partir de qualquer lugar do mundo, a qualquer hora, não havendo necessidade de instalação de software ou de armazenamento dados. O acesso a programas, serviços e arquivos é remoto, através da Internet - daí a alusão à nuvem. O uso desse modelo (ambiente) é mais viável do que o uso de unidades físicas.

Num sistema operacional, disponível na Internet, a partir de qualquer computador e em qualquer lugar, podemos ter acesso a informações, arquivos e programas num sistema único, independente de plataforma. O requisito mínimo é um computador compatível com os recursos disponíveis na Internet.

O computador torna-se apenas num chip ligado à Internet - a "grande nuvem" de computadores, *cfr.* A definição constante da Wikipédia, disponível em <http://pt.wikipedia.org/>).

<sup>323</sup> Esta questão é abordada nos relatórios da IOSCO - organização internacional de reguladores de valores mobiliários. Fundada em 1983, conta atualmente com cerca de 200 membros (autoridades de supervisão e outros participantes no mercado, como bolsas de valores e organismos financeiros e regionais internacionais), da qual Portugal faz parte, *vide* <http://www.cmvm.pt/pt/Cooperacao/iosco/Pages/o-que-e-a-IOSCO.aspx>

Posto isto, as atuais medidas preventivas e de recuperação de desastres, podem não ser capazes de resistir a todos os ataques, sobretudo, quando coordenados e em larga escala. Por outro lado, um ataque que adote um padrão desconhecido, pode não ser detetado por muito tempo, especialmente se for adaptado às suas vítimas e às características de cibersegurança das instituições alvo<sup>324</sup>.

O ciberespaço, não tendo fronteiras, e proporcionando a oportunidade de cometer crimes sem se estar fisicamente presente no local (onde é verificado), constitui um ambiente perfeito, tendo em conta que os criminosos podem operar em países que não possuam quadros legais e capacidades técnicas para investigações digitais. As diferentes disposições existentes, em matéria de partilha de informações, nos diferentes ordenamentos, podem não ser eficazes na rápida comunicação de uma ameaça emergente, ou na criação de uma rápida resposta transfronteiriça. Tal, representa uma ameaça particular e acrescida, tornando, necessária, a adoção de quadros jurídicos adequados e o mais harmonizados possível, de forma a não haver uma distinção tão vincada, entre os diferentes ordenamentos jurídicos nesta matéria, bem como a criação de infraestruturas de controlo de segurança adequadas, que sejam, se possível, compatíveis em todos os países envolvidos<sup>325</sup>, de maneira a atenuar as fronteiras e as diferenças dos respetivos ordenamentos jurídicos.

---

<sup>324</sup> Este tem sido um dos tópicos mais discutidos pela IOSCO, vide o relatório “Cybercrime securities markets and systemic risk” <http://www.iosco.org/research/pdf/swp/Cyber-Crime-Securities-Markets-and-Systemic-Risk.pdf>, que aponta como objetivos, nesta temática, a serem tidos em conta pelas entidades reguladoras: “ (...) 1.Updating/implementing regulation and standards (in collaboration with other authorities); 2.Identifying and providing guidance on best practice, principles and/or frameworks for cyber-security and cyber-resilience; 3.Building, partaking in and promoting information sharing networks; 4.Acting as a repository of knowledge for securities market participants to tap into (e.g. keep up to date with trends, house technical expertise to answer industry questions, collect and record cases, identify biggest risks).”

<sup>325</sup> Tropina, Tatiana (2016), Do digital Technologies facilitate illicit financial flows?, *World Development report 2016*, disponível para consulta em <http://pubdocs.worldbank.org/en/396751453906608518/WDR16-BP-Do-Digital-Technologies-Facilitate-Illicit-Financial-Flows-Tropina.pdf>.



## Conclusão

A simetria informativa no mercado é um ideal utópico, porém, a regulamentação do abuso de informação privilegiada, contribui para estabelecer uma maior confiança nos investidores e, também, para a obtenção de maior sucesso, por parte dos mercados de valores mobiliários. Considera-se que o principal objetivo da regulamentação, nesta matéria, é o da tutela da igualdade informativa que, tendencialmente, influirá na igualdade entre os vários agentes de mercado e, conseqüentemente, na salvaguarda dos investidores e das suas decisões.

Em primeiro lugar, crê-se que, para promover a transparência informativa no mercado, no qual assentam as decisões dos investidores, é necessário que se atinja um maior nível de literacia financeira para, desta forma, as informações disponíveis ao público, serem interpretadas pelo maior número de investidores possível. Com base nelas, será exequível formular juízos próprios e fundamentados sobre as decisões a tomar, relativamente ao investimento em valores mobiliários.

Neste ponto, é pertinente referir que os vários estudos, promovidos pela CMVM, ao longo dos últimos anos, acerca do “Perfil do Investidor Português”, refletem que os investidores continuam a basear as suas decisões nos conselhos dos gestores de contas e dos intermediários financeiros. Com efeito, os resultados do inquérito à literacia financeira, realizado em 2015, pela CMVM, apesar de demonstrarem alguma evolução positiva - em relação ao primeiro inquérito, realizado em 2009 - realçam que, embora os entrevistados procedam à leitura da informação disponibilizada pelas instituições, esta nem sempre é o elemento chave na tomada de decisões. Os conselhos, nomeadamente dos funcionários ao balcão, tendem a ser o fator determinante para a escolha dos produtos financeiros, tal como o aconselhamento junto de familiares e amigos. Estes resultados, conforme é evidenciado no próprio relatório:

“Reforçam a importância da promoção da formação financeira para que a informação disponibilizada pelas instituições, seja compreendida e efetivamente utilizada na comparação de produtos financeiros alternativos – isto é, a importância de reforçar a capacidade do cidadão de entender, comparar e decidir por si próprio”<sup>326</sup>.

Por essa razão, a formação dos investidores é tão importante quanto assegurar a divulgação de informações, devendo até precedê-la. Isto, porque um maior conhecimento especializado dos investidores, conduz, naturalmente, a uma melhor avaliação da informação. Levando-os a tomarem decisões de investimento mais racionais e reduzindo, simultaneamente, a sua dependência, relativamente a intermediários financeiros. Torna-se, portanto, numa forma de

---

<sup>326</sup> “Todos Contam”, 2.º Inquérito à Literacia Financeira da População Portuguesa, realizado em 2015, no âmbito do Plano Nacional de Formação Financeira, disponível em: <http://www.todoscontam.pt/SiteCollectionDocuments/Relatorio2InqueritoLiteraciaFinanceira.pdf>.



mitigar as consequências de eventuais violações dos deveres de lealdade, diligência e transparência (nomeadamente deveres de informação), por parte destes.

O desenvolvimento de ações formativas, disponíveis ao público, e levadas a cabo pelos órgãos reguladores<sup>327</sup> - nomeadamente através da *internet* e de sessões de esclarecimento - afiguram-se importantes, na superação das desigualdades informativas, existentes entre os vários participantes no mercado. Tal, também se aplica ao papel dos intermediários financeiros, no fornecimento de informações aos seus clientes, em especial, aos menos experientes e menos conhecedores do funcionamento do mercado.

Em segundo lugar, é importante destacar que, a utilização de tecnologias de negociação, aumentou a complexidade e a velocidade com que os investidores negoceiam no mercado. Entre as vantagens trazidas, pela tecnologia, à negociação no mercado, destaca-se a facilidade de negociação, através do acesso eletrónico direto, por parte dos clientes aos mercados, o aumento da liquidez, a menor volatilidade a curto prazo e uma melhor execução das ordens dos clientes. De um modo geral, pode-se afirmar que as tecnologias de negociação proporcionaram benefícios ao mercado e aos participantes no mercado.

No entanto, a utilização das novas tecnologias, na negociação, também potencia os riscos relacionados com os erros nos algoritmos e na sobrelotação de ordens. Impedindo o seu processamento, podendo levar à interrupção das negociações e, por fim, incrementando o risco de práticas de abuso de mercado, nomeadamente, do *front-running*.

Por tais razões, considera-se que a regulamentação, nesta matéria, se demonstra essencial. Embora, por vezes, quando o Direito não anda de mãos dadas com o progresso, a regulamentação se revele ineficaz, se desacompanhada de meios que garantam, não só a difusão de informação por todos os mercados europeus, como o controlo das negociações neles operadas. Permite-se, desta forma, uma mais eficaz prevenção de práticas abusivas - como aliás parece ser uma das preocupações espelhadas na Diretiva da Transparência, na DMIF II e no MAR.

Face à disponibilidade de meios tecnológicos, que permitem o acesso ilegítimo e a rápida disseminação da informação, deverão ser desenvolvidos meios eficazes de logística da informação, entre as empresas, os mercados e as entidades reguladoras. Estes, com o intuito

---

<sup>327</sup> À luz do seu Estatuto, a formação dos investidores deverá ser prosseguida pela CMVM: “Na prossecução das atribuições de promoção do mercado, a CMVM deve, nomeadamente:

- a) Difundir e fomentar o conhecimento das normas legais e regulamentares aplicáveis.
- b) Desenvolver, incentivar ou patrocinar, por si ou em colaboração com outras entidades, estudos, inquéritos, publicações, ações de formação e outras iniciativas semelhantes.” (artigo 5.º do Estatuto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 473/99, de 8 de novembro. Alterado pelo Decreto-Lei n.º 232/2000, de 25 de setembro e pelo Decreto-Lei n.º 183/2003, de 19 de agosto).

de detetar práticas abusivas no mercado, servindo de prevenção, tal como, aliás, tem vindo a ser sugerido a nível internacional<sup>328</sup>. A criação de tais meios deverá ser uma das prioridades da comunidade europeia pois, sem a mesma, a respetiva legislação passará a ser ineficaz, no combate contra o abuso de mercado.

A par destas medidas, é fundamental que as próprias empresas invistam na segurança dos seus sistemas informáticos, para poderem melhor salvaguardar as informações confidenciais, constantes nas suas bases de dados. Nesta matéria, crê-se ser fundamental, a responsabilização das empresas por eventuais falhas de segurança nos sistemas, desde que tal dependa de uma apreciação casuística, bem como, uma maior sensibilização para a importância da segurança informática, na abordagem prática desta problemática, principalmente em sectores específicos da sociedade, como é o caso do sector financeiro.

Entende-se, igualmente, ser essencial uma interligação entre as áreas da Informática e do Direito e entre o Direito da Informática - em especial, o Direito da cibercriminalidade - e as restantes áreas jurídicas. É uma evidência que, o parco desenvolvimento jurisprudencial e doutrinário nesta matéria, se deve mais à dificuldade técnica e especificidades linguísticas da informática (impeditivas de uma acessível perceção pelo legislador) - fulcral para a criação de legislação - do que à novidade do tema.

Existe, portanto, um grande caminho a percorrer, no que concerne à articulação entre as duas áreas e que, seguramente, e futuramente, será percorrido.

Por fim, cumpre notar que, se não existem fronteiras para a negociação nos mercados, devido aos meios tecnológicos, torna-se necessária - sobretudo no contexto comunitário - a harmonização entre as legislações. Isto, porque um regime eficaz, contra o abuso de informação privilegiada, não pode existir sem um quadro jurídico comum e o desenvolvimento de meios de monitorização do mercado, que garantam o seu regular funcionamento.

---

<sup>328</sup> Esta constitui uma das preocupações, revelada ao longo dos últimos anos, pela IOSCO, e que motivou diversos relatórios acerca da problemática da segurança informática, na negociação no mercado. Estes, motivados por estudos com abrangência internacional e pela necessidade de se desenvolverem infraestruturas eletrónicas internacionais de supervisão financeira. Vejam-se os seguintes relatórios (2016) “World Federation of Exchanges Publishes Results of Distributed Ledger Technology Survey”, disponível em: <https://www.iosco.org/about/amcc/pdf/WFE%20IOSCO%20AMCC%20DLT%20press%20release%2025.0.8.16.pdf>; e (2013) “Final Report”, disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>



## Bibliografia

### 1. Doutrina

- Aguiar, Conceição (2008), “Sobre a Perda de Qualidade de Sociedade Aberta”, *Cadernos de Valores Mobiliários*, (30), pp. 79-90;
- Aldridge, Irene (2010), *High Frequency Trading – A Practical Guide to Algorithmic Strategies an Trading Systems*, Wiley;
- Almeida, António Pereira de (2011), “Sociedades Comerciais – Valores Mobiliários e Mercados”, Lisboa, Coimbra Editora;
- Ascensão, José de Oliveira (1997), “Valor Mobiliário e Título de Crédito”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex;
- Augusto, Ana Micaela Pedrosa (2004), “*Insider Trading*: Perspetiva sobre o enquadramento jurídico-societário no ordenamento português”, *O Direito*, V. 136, (5), p. 999-1042;
- Bastos, Miguel Brito (2009), “*Scalping*: Abuso de Informação Privilegiada ou Manipulação de Mercado”, *Revista de Regulação & Concorrência*, III, (9);
- Bershova, Nataliya e Dmitry Rakhlin (2012), High-Frequency Trading and Long-Term Investors: A View from the Buy-Side, *Journal of Investment Strategies*, (II), 2, pp. 25-69, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2066884](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2066884) ;
- Bias, Bruno e Paul Woolley (2011), *High Frequency Trading*, Toulouse School of Economics, (Online), disponível para consulta em: <http://www.eifr.eu/files/file2220879.pdf> ;
- Bolina, Helena Magalhães (2015), A Revisão das Diretivas do Abuso de Mercado: Novo Âmbito, o Mesmo Regime, *Cadernos de Valores Mobiliários*, (51), II, pp. 11-28;
- Bolina, Helena Magalhães (2004), A Manipulação e o Abuso de Informação Privilegiada na Nova Diretiva sobre Abuso de Mercado (2003/6/CE), *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, (18), pp. 62-71
- Brochado, Ana (2010), A Indemnização por Abuso de Informação Privilegiada no Código das Sociedades Comerciais, *Cadernos de Valores Mobiliários*, (36), pp. 32-48;
- Câmara, Paulo (2011), *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Livraria Almedina;
- Câmara, Paulo (1998) “Os deveres de informação e a formação de preços no Mercado de Valores Mobiliários”, *Caderno de Valores Mobiliários*, (2), pp. 87;

Os deveres de informação ao mercado, o *insider trading* e o paradigma da negociação eletrónica

- Câmara, Paulo (1997), "A Oferta de Valores Mobiliários Realizada Através da Internet", *Cadernos de Valores Mobiliários*, (1);
- Castro, Carlos Osório de (1997), "A informação no Direito dos Valores Mobiliários", *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex;
- Costa, José de Faria e Maria Elisabete Ramos (2006), *O crime de abuso de informação privilegiada*, Coimbra, Coimbra Editora;
- Dias, Figueiredo (2009), *As Consequências Jurídicas do Crime – Parte Geral*, II, Coimbra, Coimbra Editora;
- Dimson, Elroy e Massoud Mussavian (2000), "Market Efficiency", *The Current State of Business Disciplines*, (Online), (3), pp. 959-970, disponível em [http:// e-m-h.org/DiMu00.pdf](http://e-m-h.org/DiMu00.pdf);
- Fama, Eugene (1970), "Efficient Capital Markets: a Review of theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, (Online), (25), disponível em: <http://efinance.org.cn/cn/fm/Efficient%20Capital%20Markets%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work.pdf> ;
- Ferreira, Renata Rodrigues de (2014), *Insider Trading: A Repressão Penal do Uso de Informação Privilegiada no Mercado de Valores Mobiliários*, Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídico-Criminais, Coimbra, Faculdade de Direito de Coimbra;
- Franco, Sousa (1997), *Atas do Conselho Nacional do Mercado de Valores Mobiliários, edição do Ministério das Finanças e da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*, Lisboa;
- Gilberto, Fernando (2015), *Negociação Algorítmica de Alta Frequência – Negócios à Velocidade da Luz*, Lisboa, Vida Económica;
- Gomes, Fátima (1996), *Insider Trading*, Lisboa, APDMC;
- Gonzalez, Pedro Boulosa (2009), "Deveres de Comunicação de Participações Qualificadas", *Cadernos de Valores Mobiliários*, (34), pp. 88-109;
- Guo, Xin (2012), *Electrical Engineering and Computer Sciences*, University of California at Berkeley, (Online), disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/5d45/3c9e5c98ff18cde5113d6c7413541058b112.pdf> ;
- Hansen, Jesper Lau (2016), "Say When: When Must an Issuer Disclose Inside Information?", *Nordic & European Company Law*, disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2795993](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2795993) ;
- Hayek, F.A. (1945), "The use of knowledge in society", *The American Economic Review*, (online), XXXV (4), disponível em: [http://www.kysq.org/docs/Hayek\\_45.pdf](http://www.kysq.org/docs/Hayek_45.pdf) ;

- Henning, See (1990), "Between Chiarella and Congress: A Guide to the Private Cause of Action for Insider Trading Under the Federal Securities Laws", *The University of Kansas Law Review*, (Online), disponível para consulta em: <http://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/ukalr39&div=8&id=&page> ;
- Huffman, G. (1992), *Information, Asset Prices and the Volume of Trade*, (Online), disponível em <http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v47y1992i4p1575-90.html> ;
- Jacquard, G. (2016), *Fifty Shades of Lights in Dark Pools New Regulations*, (Online), disponível em: [http://uplaw.ch/wp-content/uploads/2016/05/G.Jaccard\\_Dark\\_Pools.pdf](http://uplaw.ch/wp-content/uploads/2016/05/G.Jaccard_Dark_Pools.pdf) ;
- Jong, Bas J. (2016), *Can Fluctuations in Prices or Volumes of a Security Trigger a Duty for Listed Companies to Disclose Inside Information?*, disponível em : [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2747433](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2747433) ;
- Keynes, John M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, Londres;
- Kimura, Herbert e Leonardo Fernando Cruz Basso, Paradoxos em Finanças: Teoria Moderna versus Finanças Comportamentais, (Online), disponível em <http://www.scielo.br/pdf/rae/v46n1/v46n1a05.pdf> ;
- Lee, Charles M.C. (2001), "Market efficiency and accounting research: a discussion of 'capital market research in accounting' by S.P. Kothari", *Journal of Accounting and Economics* 31 pp. 233–253, disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/d921/c2a1e8a42465fdff2c121d2e89a0e7d6afaa.pdf>
- Lewis, Michael (2014), *Flash Boys – A Revolta em Wall Street*, Editora Lua de Papel;
- Mamudi, S. Charlie Munger (2013), *HFT is Legalized Front-Running?*, (Online), disponível para consulta em: <http://blogs.barrons.com/stockstowatchtoday/2013/05/03/charlie-munger-hft-is-legalized-front-running/> ;
- Manne, Henry G. (2005), *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets and the Dog that Did Not Bark*", (Online), disponível em: <http://ssrn.com/abstract=679662> ;
- Manne, Henry G. (1966), *Insider Trading and the Stock Market*, (Online), disponível em [https://www.jstor.org/stable/3479488?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/3479488?seq=1#page_scan_tab_contents) ;
- Manne, Henry G. (1991), *Economic Mysteries in Insider Trading*, (Online), disponível em: <http://europainstitut.de/fileadmin/schriften/240.pdf> ;
- Marques, Mafalda Gouveia e Mário Freire (1998), "A informação no Mercado de Capitais", *Cadernos de Valores Mobiliários*, (3), pp.111-123;

- Martins, Fazenda (2000), “Deveres dos intermediários financeiros, em especial, os deveres para com os clientes e o mercado”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, (Online), (7), disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/C07FazendaMartins.pdf>
- Miller, Geoffrey p. (2016), “Essential Papers on the Economics of Securities Law”, (Online), disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2738577](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2738577);
- Noia, Carmine Di e Mattero Gargantini (2009), The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practise: Some Margins for Future Actions, *Rivista delle Società*, (4), pp. 782-835;
- Ogando, José João de Avillez (2004), “Os deveres de informação permanente no mercado de capitais”, *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 64, (I/II);
- Posner, Richard A. (2015), “Hayek, Law and Cognition”, (Online), (I), disponível em: [http://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2913&context=journal\\_articles](http://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2913&context=journal_articles);
- Pina, Carlos Costa (1999), *O Dever de Informação e Responsabilidade pelo Prospecto no Mercado Primário de Valores Mobiliários*, Lisboa, Coimbra Editora;
- Pinto, Frederico de Lacerda da Costa (2000), *O Novo Regime dos Crimes e Contraordenações no Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina;
- Reis, Célia (2007), “A Essencialidade da Qualidade da Informação Prestada ao Regulador”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, (26), pp. 82-94;
- Ribeiro, Cláudia (2000), Corretagem Online: Quem? Como? Porquê? Onde?, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, (9);
- Rodrigues, Jorge Nascimento (2012), “Algoritmos “Assaltam” Mercados de *Commodities* Depois das Bolsas”, *Jornal Expresso*, 25 de Março de 2012, (Online), disponível em: <http://expresso.sapo.pt/economia/algoritmos-assaltam-mercados-de-icommoditiesi-depois-das-bolsas=f714175> ;
- Rodrigues, Sofia Nascimento (2001), “A proteção dos investidores em valores mobiliários”, *Estudos sobre o Mercado de Valores Mobiliários*, Lisboa, Almedina;
- Salgueiro, Ana Cláudia (2016), “Abuso de Informação Privilegiada - O Especial Caso dos Instrumentos de Remuneração dos Administradores”, *Cadernos de Valores Mobiliários*, (53), pp. 37-57
- Santos, Filipe Matias (2010), “Divulgação de Informação Privilegiada”, *Estudos sobre o Mercado de Valores Mobiliários*, Livraria Almedina;

Os deveres de informação ao mercado, o *insider trading* e o paradigma da negociação eletrónica

- Santos, Filipe Matias (2009), “O carácter preciso da informação privilegiada”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, (32), pp. 145-170;

- Santos, Gonçalo Castilho dos (2002), “O Dever dos Emitentes de Valores Mobiliários Admitidos à Negociação em Bolsa de Informar sobre Factos Relevantes”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, (15);

-Simões, Teresa e Margarina Abreu (2012), “O efeito disposição nos investidores individuais portugueses”, *Caderno dos Valores Mobiliários*, (42), pp. 94-105

- Skidelsky, Robert (2011), “A vingança de Keynes sobre Hayek”, *Jornal de negócios*, 2 de Setembro de 2011, (Online), disponível em

[http://www.jornaldenegocios.pt/opiniaodetalhe/a\\_vinganccedila\\_de\\_keynes\\_sobre\\_hayek.html](http://www.jornaldenegocios.pt/opiniaodetalhe/a_vinganccedila_de_keynes_sobre_hayek.html)

- Silva, Paula Costa (2004), “Domínio de sociedade aberta e respectivos efeitos”, *Direito dos Valores Mobiliários*, (V), Lisboa, Coimbra Editora;

- Tropina, Tatiana (2016), “Do Digital Technologies Facilitate Illicit Financial Flows?”, *World Development Report 2016*, (Online), disponível em: <http://pubdocs.worldbank.org/en/396751453906608518/WDR16-BP-Do-Digital-Technologies-Facilitate-Illicit-Financial-Flows-Tropina.pdf>

- Verdelho, Pedro (2009), “Infrações no Mercado Financeiro: Crimes de Abuso de Informação Privilegiada e de Manipulação de Mercado”, em Maria Fernanda Palma e Augusto Silva Dias (coord.), *Direito Sancionatório das Autoridades Reguladoras*, Coimbra, Livraria Almedina;

- Zecos, Georgios (2008), *Logistics of Information is the Antidote Against Insider Trading*, *Hertfordshire Law Journal*, (Online), 6, (1), pp. 49-72, disponível em: [https://www.herts.ac.uk/\\_\\_data/assets/pdf\\_file/0006/38679/HLJ\\_V6I1\\_Zekos.pdf](https://www.herts.ac.uk/__data/assets/pdf_file/0006/38679/HLJ_V6I1_Zekos.pdf) ;

- Zhang, X. F. (2010), “The Effect of High-Frequency Trading on Stock Volatility and Price Discovery”, *Working paper Yale University*.

## 2. Documentos

- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), *O Perfil do Investidor Particular Português*, de 26 de Outubro de 2009, Disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/Estudos/EM%20Arquivo/Documents/EstudoCMVM0320093.pdf> ;

- Todos Contam, 2.º *Inquérito à Literacia Financeira da População Portuguesa*, realizado em 2015, no âmbito do Plano Nacional de Formação Financeira, disponível em: <http://www.todoscontam.pt/SiteCollectionDocuments/Relatorio2InqueritoLiteraciaFinanceira.pdf>;



- European Commission, *Call for Evidence on Market Abuse Directive*, de 20 de Abril de 2009, disponível em: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2009/market\\_abuse/call\\_for\\_evidence.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/market_abuse/call_for_evidence.pdf) ;
- Comité Europeu de Reguladores de Valores Mobiliários (CESR), *Linhas de Orientação do Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários*, de Julho de 2007, ref. CESR/06-562b, disponível em <http://www.cesr.eu/> ;
- Comité Europeu de Reguladores de Valores Mobiliários (CESR), *Press Release - identifies the Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD)*, de 22 de Novembro de 2007, disponível em: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07\\_762.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_762.pdf) ;
- Comité Europeu de Reguladores de Valores Mobiliários (CESR), *Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD)*, Novembro de 2007, disponível em: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07\\_693\\_u\\_2\\_.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_693_u_2_.pdf) ;
- Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA), *Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation*, relatório sobre a aplicação da Diretiva 2003/6/CE, de 6 de Julho de 2007,;
- Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA), *Final Report ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation*, relatório final sobre atos delegados de 3 de Fevereiro de 2015;
- Relatório da Conferência sobre a Revisão da Diretiva de Abuso de Mercado realizada em Bruxelas, *Report of the Conference "reviewing market abuse regime"*, 12 de Novembro de 2008, disponível em [http://www.eurocapitalmarkets.org/system/files/Report\\_MAD%20Conference.pdf](http://www.eurocapitalmarkets.org/system/files/Report_MAD%20Conference.pdf) ;
- *Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo ao Abuso de Informação Privilegiada e à Manipulação de mercado (abuso de mercado)*, ref.COM/2011/0651 final - 2011/0295, disponível para consulta em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52011PC0651&from=EN>;
- Parlamento Europeu e do Conselho, *Proposta de Diretiva relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado)*, ref.COM/2011/0654 final - 2011/0297, disponível para consulta em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52011PC0654>;
- Parlamento europeu e Conselho Europeu, *Proposta a prorrogação da aplicação da DMIF II, até 3 de Janeiro de 2018*, disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52016PC0057&from=EN>;

### 3. Jurisprudência

- Sentença do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa, 1.º Juízo – 3.º secção, de 15 de Junho de 2006 (processo n.º 12220/04.4TFLSB);
- Sentença do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa, 1.º Juízo – 3.º secção (Processo n.º 500/08.4TFLSB);
- Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, 5.º Juízo, Secção Criminal, de 26 de Janeiro de 2016 (Processo n.º 5043/13.1TDLSB-1);
- Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 19 de Fevereiro de 2013 (Processo n.º 575/10.6TFLSB.L2-5);
- Acórdão do Tribunal de Justiça da União Europeia, 3.º secção, de 23 de Dezembro de 2009, (Processo n.º C-45/08)- Caso *Spector Photo Group*;
- Acórdão do Tribunal de Justiça da União Europeia, 3.º secção, de 28 de Junho de 2012, (Processo n.º C-19/11) – Caso *Gelt*;
- Processo *Dirks vs. SEC*, 463 U.S., 646, de 1 de Julho de 1983;
- Processo *Chiarella vs. United States*, 445 U.S., 222, de 18 de Março de 1980;