



Ana Breitenfeld Granadeiro

Nº 003086

O ABUSO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA (INSIDER TRADING): ANÁLISE
DOS PRESSUPOSTOS DO TIPO LEGAL À LUZ DO ARTIGO 378.º Cod.VM

Dissertação com vista à obtenção do
grau de Mestre em Direito forense

Orientadora:

Professora Doutora Margarida Lima Rego, Professora da Faculdade de Direito da Universidade
Nova de Lisboa

Julho de 2015

Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa

Mestrado em Ciências Jurídicas Forenses

2014/2015

O abuso de informação privilegiada (*insider trading*): Análise dos pressupostos do tipo legal à luz do artigo 378.º Cod.VM

Ana Breitenfeld Granadeiro – 003086

Orientador: Professora Doutora Margarida Lima Rego

Lisboa, Julho de 2015

Declaração de Compromisso Anti Plágio

Declaro por minha honra que o trabalho que apresento é original e que todas as minhas citações estão corretamente identificadas, ao abrigo do artigo 20.º-A do Regulamento do Segundo Ciclo de Estudos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa. Tenho consciência de que a utilização de elementos alheios não identificados constitui uma grave falta ética e disciplina.

Ao Professor Amadeu Ferreira,

Pelo carinho e simpatia, pela inspiração. O meu fascínio pelo mundo dos instrumentos financeiros nasceu na sua aula, e comigo ficará.

Aos meus pais, pela preocupação desmedida

Ao Pedro, por todo o tempo que me dedicou,
Por ter acreditado em mim quando nem eu acreditava.

Ao Martim, pela motivação e apoio incondicional.

À Ana Carolina, pela amizade de sempre, para sempre.

Agradecimentos

Agradeço à Professora Margarida Lima Rego,

Por todo o apoio e paciência inesgotável. Por não ter desistido de mim.

À minha mãe, por me dar disciplina quando esta me faltou, e por não me
permitir que baixasse os braços.

À minha família e amigos, pela preocupação e confiança que sempre depositaram
em mim.

Abreviaturas, acrónimos e siglas

AMF	Autorité des marchés financiers
Cfr.	Conferir
CP	Código Penal
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
Cod.VM	Código dos Valores Mobiliários
Cod.MVM	Código do mercado de valores mobiliários
CSC	Código das Sociedades Comerciais
DL	Decreto-Lei
i.e.	id est (isto é)
MAD	Market Abuse Directive
N.º	Número
OPA	Oferta Pública de Aquisição
p.	Página
pp.	Páginas
SEA	Securities Exchange Act
SEC	Securities Exchange commission
Sec.	Secção
ss.	Seguintes
TJUE	Tribunal de Justiça da União Europeia
TRS	Total Return Swaps
U.E.	União Europeia

V.g.

Verbi gratia (por exemplo)

Vide

Ver

Vol.

Volume

Limite de caracteres

O corpo da presente dissertação, incluindo espaços e notas, ocupa um total de 121.809 caracteres.

Sumário

Nos mercados de capitais, a informação assume especial relevância devido à sua atualização permanente e à grande fluidez de informação existente nesses mercados. À semelhança de quaisquer outras negociações, a parte que está melhor informada tem vantagem comercial, uma vez que está em condições de tomar decisões comerciais mais vantajosas. No entanto, ao contrário da maior parte dos mercados, o bom funcionamento do mercado de capitais está em grande parte dependente da confiança dos investidores. A partir do momento em que há investidores que, devido a qualquer condição ou cargo que exerçam têm acesso a informação relevante que não está acessível ao público em geral, nasce uma desconfiança nos mercados e, conseqüentemente, o investimento nos mesmos retrai-se. Surge assim a necessidade reprimir os comportamentos de quem, sendo detentor de informação privilegiada a usa de forma abusiva. Em Portugal, o crime de abuso de informação privilegiada é previsto e punido pelo artigo 378.º do Cod.VM.

Nesta dissertação propus-me, numa primeira parte a analisar os pressupostos inerentes ao crime de abuso de informação privilegiada, e numa segunda parte a analisar dois casos conhecidos, ocorridos e julgados noutras jurisdições, e tentar perceber que enquadramento teriam à luz do artigo 378.º do Cod.VM.

Enquanto no primeiro caso, *Chiarella v. United States*, foi possível fazer o enquadramento face ao 378.º do Cod.VM, já no segundo, *Lafonta v. AMF* acabámos por concluir que estava em causa a prática de um crime distinto.

Esta análise permitiu, por um lado, a aplicação a um caso concreto de pressupostos e conceitos explanados numa primeira aproximação, de forma mais teórica. Por outro lado permitiu o aprofundamento de aspetos específicos, nomeadamente a diferença entre *insider* e *tippee*, e os contornos específicos do carácter preciso da informação.

Abstract

In the stock market, information takes on special relevance, due to the market's permanent updating and the great fluidity of information existent therein. Just as in any other negotiations, the party with the better information has a bargaining advantage, as it is able to make more advantageous business decisions. However, unlike most other markets, the proper functioning of the stock market is greatly dependent on investors' trust in the market itself. As such, if there are investors who, due to any condition they possess or office they hold, have access to relevant information which is not accessible to the general public, distrust is bred within the market and, consequently, investment is lessened. Thus, there is a need to prevent those who hold privileged information from using it in abusive ways. In Portugal, abuse of privileged information is set out and punished criminally in Article 378. of the Portuguese Securities Code ('Código dos Valores Mobiliários').

In this dissertation, I have set out, firstly, to analyze the inherent conditions for there to be a crime of abuse of privileged information; secondly, to analyze two well-known cases, which took place and were decided in other jurisdictions, and attempt to understand how these cases would fall under Article 378. of the Portuguese Securities Code.

Whereas the first case, *Chiarella v. United States*, was scrutinize under Article 378 of the Portuguese Securities Code, in the second, *Lafonta v. AMF*, the conclusion arrived at was that the crime taken place was different.

This analysis allowed, on one hand, the application to a particular case of prerequisites and concepts which were explained, at a first approach, from a more theoretical perspective; on the other hand, it also allowed the further development of specific aspects of the regime, namely the difference between an insider and a tippee, as well as to more clearly set out the limits to the precise character of the information at hand.

INTRODUÇÃO	13
HISTÓRIA E ORIGENS	14
PARTE I	19
1. Informação privilegiada	19
1.1. Caráter não público da informação	20
1.2. Caráter preciso	22
1.3. Caráter específico;	24
Informação direta	24
Informação indireta e market information	25
Dever de divulgação de informação por parte dos emitentes	26
1.4. Idoneidade para influenciar sensivelmente a cotação dos valores mobiliários no mercado.	28
2. Prevenção do abuso de informação privilegiada	30
2.1. Comunicação de transações	31
2.2. Listas de <i>insiders</i>	31
2.3. Divulgação de informação	32
3. O Crime de Abuso de Informação Privilegiada	33
3.1. As qualidades típicas dos agentes	34
Insiders	35
Tipees	37
3.2. A prática de um dos factos descritos	38
Transmissão da informação a outrem	38
Aconselhamento de alguém a negociar valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros com base na informação privilegiada	40
Negociação e emissão de ordens	40
3.3. A relação entre a posse da informação privilegiada e a conduta proibida	42
3.4. O elemento subjetivo geral, o dolo (artigos 13.º e 14.º do CP)	43
PARTE II - ANÁLISE DE ACÓRDÃOS	44
CHIARELLA V. UNITED STATES	44
Síntese do caso	44
Legislação aplicável	45
Decisão e argumentos	45
Análise do Caso	47
Informação Privilegiada	47
Caráter não público	47
Caráter preciso	48
Caráter específico	49
Idoneidade para influenciar sensivelmente a cotação dos valores mobiliários no mercado	50
Abuso de Informação privilegiada	51
Qualidades típicas dos Agentes	51
Prática de um dos factos descritos	53
Relação entre a posse da informação e a conduta proibida	53
Dolo	54
Conclusão	54
LaFonta V AMF	55
Síntese do caso	55

Legislação aplicável _____	57
Decisão e argumentos _____	57
Análise do Caso _____	58
Informação Privilegiada _____	58
Informação não pública _____	58
Informação precisa _____	59
Informação específica _____	60
Idoneidade de influenciar preço no mercado _____	60
Conclusão _____	61
<i>PARTE III – CONCLUSÃO</i> _____	61
<i>Bibliografia</i> _____	64

INTRODUÇÃO

Nos mercados de capitais, em que se negociam valores mobiliários e outros instrumentos financeiros, a informação assume um papel fundamental. O investidor mais bem informado estará necessariamente numa melhor posição negocial, ou seja, o investidor com mais informação e mais recente está em melhores condições para tomar decisões negociais mais vantajosas. Embora esta premissa seja verdadeira na maior parte dos mercados e negociações, nos mercados de valores mobiliários assume especial relevância devido à sua atualização permanente e grande fluidez de circulação de informação¹.

Neste contexto, a obtenção de uma informação relevante que seja desconhecida pelos restantes investidores pode revelar-se uma autêntica mina de ouro. Senão vejamos: imaginemos que um investidor obtém a informação de que determinada empresa petrolífera, em difícil situação financeira, descobre uma enorme jazida de petróleo. Pelo facto de a informação não ser ainda do conhecimento público, o investidor consegue adquirir uma grande quantidade de ações a um valor muito abaixo do seu valor real, leia-se, o valor que teria se o mercado já tivesse reagido à informação. Assim, quando a informação for publicada, as ações compradas “ao preço da chuva” valorizam em flecha, representando um ganho para o investidor. Em contrapartida, temos o investidor que vende as ações ao primeiro desconhecendo essa informação e com isso sofre um grande prejuízo.

Queremos com este exemplo demonstrar que a importância que a informação tem nos mercados de valores pode levar a abusos por parte de quem tem mais rapidamente acesso à informação. Há pessoas que, pela natureza da sua profissão, ou por qualquer outra qualidade, têm acesso a informação antes de esta ser publicada e têm por isso a vantagem de poderem negociar antecipando-se à reação que se prevê que o mercado terá a essa informação. A informação relevante não pública denomina-se de “informação privilegiada”.²

Estes comportamentos praticados por quem beneficia da assimetria informativa, para além de serem alvo, de modo geral, de uma reprovação social, têm também efeitos nocivos, fragilizando a integridade dos mercados. Os mercados estão em grande parte dependentes

¹ Neste sentido vide Fátima Gomes (1996), “*Insider trading*” p.3

² Vide Carvalho, F. P., e Loureiro, F. (2010). “O crime de abuso de informação...”. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, N.º 27, p. 111

da confiança dos investidores, sem a qual o investimento retrai-se podendo causar graves problemas de financiamento das empresas.

Assim torna-se necessária a tomada de medidas contra o abuso de informação privilegiada. No regime jurídico português, a proteção da informação privilegiada passa, em grande parte pela criminalização do abuso de informação privilegiada, prevista no artigo 378.º do Cod.VM.

Partindo de uma análise dos pressupostos e contornos deste tipo criminal, propomo-nos nesta dissertação, a estudar dois casos conhecidos, ocorridos e julgados noutras jurisdições, e tentar perceber que enquadramento teriam à luz do artigo 378.º do Cod.VM

Escolhemos para o efeito dois casos que consideramos interessantes por motivos bastante distintos.

Em primeiro lugar temos o caso *Chiarella V. United States*, cujo interesse se prende, primariamente por ter lugar nos Estados Unidos, o que em princípio nos permitirá uma aproximação ao tema mais desafiante, dado que todo o enquadramento do caso se baseia num sistema bastante diferente do nosso. Não tencionamos, no entanto, fazer um estudo comparativo entre os dois regimes legais, embora nos pareça inevitável uma ou outra nota comparativa.

Propomo-nos também analisar o enquadramento à luz do artigo 378.º do Cod.VM, o caso *Lafonta V. AMF*. Este caso tem lugar em França, que, como Estado-Membro da EU terá um regime em matéria de informação privilegiada mais aproximado do nosso, por estar sujeita às mesmas regras comunitárias. Este caso suscitou interesse por parecer apresentar uma discussão interessante quanto à definição de informação privilegiada.

Numa primeira parte do nosso trabalho procederemos à análise dos pressupostos do crime de abuso de informação privilegiada, previsto e punido pelo artigo 378.º Cod.VM e, numa segunda parte, munidos desses pressupostos e contornos, analisaremos os casos mencionados, com objetivo de se descobrir que enquadramento teriam à luz desse artigo.

HISTÓRIA E ORIGENS

Já desde o século XVIII se denuncia o comportamento de acionistas que, beneficiando de informações reservadas e fora do conhecimento público, usam tal assimetria informativa em

decisões negociais sobre ações, causando o seu enriquecimento e, necessariamente o empobrecimento da contraparte nas referidas negociações.

Tais relatos evidenciam que já não é recente a censura destas práticas conhecidas internacionalmente por *insider trading*. Nesta fase não se fala de uma censura social generalizada, mas já havia quem se sentisse lesado por tais práticas, que à data eram comumente realizadas.³

Compreende-se o descontentamento a partir do momento em que existe um grupo restrito de pessoas que, por terem acesso a informações sensíveis e não públicas, têm uma vantagem (de outra forma injustificada) na negociação de ações. Por contraposição, há que ter em conta o prejuízo sofrido por quem, não beneficiando da mesma informação, toma decisões negociais desinformadas e desvantajosas, não se podendo por isso, na nossa opinião falar de um “*victimless crime*”.

Acentua-se durante o século XX, de modo insistente e reiterado, a exposição e denúncia do *insider trading*, auxiliado pelos mecanismos de *mass media*. No entanto, havia uma resistência à intervenção governamental nos mercados de valores, sendo por isso a sua proibição relativamente recente. A mudança de mentalidade⁴ foi motivada pela necessidade de reconquistar a confiança dos investidores nos anos 30, após o *crash* da bolsa de valores em 1929⁵.

O primeiro passo no sentido de proibir o *insider trading* surgiu com a aprovação nos Estados Unidos do *Securities Act* em 1933 e do *Securities Exchange Act* em 1934 que simultaneamente criaram um organismo responsável pela regulação dos mercados de valores e pela proteção dos investidores, a *Securities Exchange Commission* (doravante SEC), e estabeleceram uma primeira barreira ao *insider trading*. No entanto, ao invés de atacar diretamente o problema do *insider trading*, a SEC promove a divulgação de informação verdadeira, completa e fidedigna aos investidores, de modo a garantir a existência de um mercado justo e ético que pudesse reconquistar a confiança dos investidores⁶. Não queremos com isto duvidar da bondade destas medidas. De facto, a obrigatoriedade da divulgação de informação permite reduzir a quantidade de informação privilegiada e equilibra a informação a que ambas as partes têm

³ Neste sentido vide Costa, J. F., e Ramos, M. E., (2006) “*O crime de abuso de informação privilegiada...*” pp. 18-19

⁴ Não é ainda pacífica a punibilidade do *insider trading*, podemos encontrar os principais argumentos em defesa da liberalização do *insider trading* em Fátima Gomes (1996), “*Insider trading*” pp. 11-13

⁵ Neste sentido Dolgoplov, S. em *The concise Encyclopedia of economics : Insider Trading*

⁶ Neste sentido vide *Fair to All People: The SEC and the Regulation of Insider trading*

acesso, mas nada faz no sentido de impedir ou punir a utilização abusiva da informação que permanece privilegiada.

Assim, não se pode ainda falar numa verdadeira proibição ao *insider trading*, o *Securities Exchange Act*, na sua versão original regulava a matéria nas secções 10-b sob a epígrafe “*Regulation of the use of manipulative and deceptive devices*”⁷ e 16(b) sob a epígrafe “*Directors, officers, and principal stockholders*”⁸.

A abordagem efetuada na secção 10(b) acima referida era ainda insuficiente. Pese embora este preceito contenha proibições relativamente a fraude e manipulação de mercado, a sua abordagem face ao *insider trading* é meramente indireta. Da mesma não se consegue retirar qualquer definição de *insider trading*, ou referência a condutas específicas que se visam punir.

Na verdade, o *Securities Exchange Act* versa diretamente a questão do *insider trading*, quando muito, apenas na Secção 16-b, que permite ao emitente recuperar lucros gerados por “*short-swing*”, i.e. os lucros auferidos sobre compras e vendas que ocorrem dentro de seis meses uma da outra.

A disposição da secção 16(b) revela-se também insuficiente para reprimir a prática do *insider trading* por ser, na nossa opinião, demasiado específica. Uma vez que só se aplica a administradores, diretores ou acionistas que detenham mais de 10% das ações da empresa,

⁷ “*Sec. 10. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means (...) (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security (...) any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors*”

⁸ “*Sec. 16. (b) 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 and 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. Suit to recover such profit may be instituted at law or in equity in any court of competent jurisdiction by the issuer, or by the owner of any security of the issuer in the name and in behalf of the issuer if the issuer shall fail or refuse to bring such suit within sixty days after request or shall fail diligently to prosecute the same thereafter; but no such suit shall be brought more than two years after the date such profit was realized. This subsection shall not be construed to cover any transaction where such beneficial owner was not such both at the time of the purchase and sale, or the sale and purchase, of the security or security-based swap agreement or a security-based swap involved, or any transaction or transactions which the Commission by rules and regulations may exempt as not comprehended within the purpose of this subsection.*”

relativamente a negociações efetuadas com as ações do emitente em questão, deixa fora do seu âmbito de atuação muitas das práticas que consubstanciam *insider trading*.⁹

A secção 10(b)(5) foi acrescentada para implementar as secções 10(b) e 16(b). Antes de se adicionar esta secção, a SEC não tinha autoridade para reprimir atos que não fossem praticados pelos agentes acima descritos. Os princípios delimitadores da secção 10(b)(5) derivam primariamente do caso concreto, sendo maioritariamente determinados pelos tribunais.¹⁰

Os efeitos nos mercados da perda de confiança dos investidores também se fizeram sentir na Europa, e com ela, a preocupação com a regulação do bom funcionamento dos mercados. Dada a simbiose existente entre os Estados Membros, surge a necessidade de harmonizar as legislações dos Estados na matéria. Os esforços em estabelecer um nível mínimo europeu de proteção dos mercados culminaram na adoção em 1989 da Diretiva 89/592/CEE, relativa à coordenação das regulamentações respeitantes às operações de iniciados. Esta Diretiva veio proibir a utilização de informação privilegiada quer por *insiders*¹¹, quer por quem tenha adquirido a informação pelos primeiros, sendo estes últimos denominados *tipees*¹². Veio também impor um dever às sociedades com valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulados, de divulgar logo que possível, informações relevantes relativas ao próprio emitente ou aos valores por si emitidos.

A Diretiva 89/592/CEE foi substituída em 2003 pela Diretiva 2003/6/CE relativa ao abuso de mercado (também conhecida por *MAD Directive*). Esta Diretiva representa o primeiro exemplo da implementação do processo *Lamfalussy*, que foi criado com o objetivo de alcançar um maior nível de harmonização entre os Estados Membros em matéria de repressão do abuso de mercado. Este processo consiste numa abordagem de quatro níveis de Diretivas.¹³ A *MAD Directive* foi mais recentemente considerada obsoleta e substituída pelo Regulamento UE n.º 596/2014 do parlamento europeu e do conselho de 16 de abril de 2014.¹⁴

⁹ Neste sentido vide *Fair to All People: The SEC and the Regulation of Insider trading* 3.º Parágrafo

¹⁰ Cfr. Historical Timeline - History of Insider Trading, 1611-2012, with an Emphasis on Congressional Insider Trading, obtido de insidertrading.procon.org

¹¹ Vide Infra ponto 3.1. relativo a *insiders*

¹² Vide Infra ponto 3.1. relativo a *tipees*

¹³ Sobre o processo *Lamfalussy* Vide “ESME Report - Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation”, Julho de 2007 e José Brito Anunes em “Notas pessoais sobre o processo *Lamfalussy*”, Cadernos do Mercado de valores mobiliários, n.º 18, agosto de 2004, pp 48-61

¹⁴ Vide Considerandos 3 e 5 do Regulamento (UE) N.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014 relativo ao abuso de mercado.

A primeira norma em Portugal que incriminou o abuso de informação foi o artigo 524.º do CSC, introduzido pelo DL n.º 184/87, de 21 de Abril. Esta norma foi revogada pelo DL n.º 142-A/91 de 10 de Abril, que aprovou o Cod.MVM, o qual previa o crime de abuso de informação no seu artigo 666.º. Este foi por sua vez revogado com a entrada em vigor do Cod.VM, que prevê e pune o crime de abuso de informação no seu artigo 378.º e prevê o dever de divulgação de informação privilegiada nos artigos 248.º e seguintes.¹⁵ O Cod.VM sofreu desde a sua entrada em vigor várias alterações, sendo de assinalar a alteração provocada pelo DL52/2006 de 15 de Março que transpõe para o regime jurídico português a Diretiva de abuso de mercado e respetivas Diretivas de execução, nomeadamente a Diretiva 2003/124/CE e a Diretiva 2003/125/CE.

¹⁵ Cfr. Santos, F. M. (2011), “*Divulgação de Informação Privilegiada*” p.46

PARTE I

1. Informação privilegiada

No nosso ordenamento jurídico temos nos n.ºs 3 e 4 do artigo 378.º do Cod.VM uma noção de informação privilegiada. Segundo o n.º3 do referido artigo, tem-se por informação privilegiada “ (...) toda a informação não tornada pública que, sendo precisa e dizendo respeito, direta ou indiretamente a qualquer emitente ou a Valores Mobiliários ou a outros Instrumentos Financeiros, seria idónea, se lhe fosse dada publicidade, para influenciar de maneira sensível o seu preço no mercado.”. O n.º 4 do mesmo artigo acrescenta que, relativamente aos instrumentos derivados sobre mercadorias se considera informação privilegiada “ (...) toda a informação com carácter preciso, que não tenha sido tornada pública e respeite, direta ou indiretamente, a um ou mais desses instrumentos derivados e que os utilizadores dos mercados em que aqueles são negociados esperariam receber ou teriam direito a receber em conformidade, respetivamente, com as práticas de mercado aceites ou com o regime de divulgação de informação nesses mercados.”.

Note-se que neste n.º4 a pedra de toque encontra-se, não na idoneidade da informação para alterar o preço no mercado, como acontece no número anterior, mas na proteção da expectativa baseada nas práticas de mercado aceites ou no regime de divulgação de informação nesses mercados, que os utilizadores dos mercados em que estes são transacionados legitimamente têm. Parece-me que aqui, o legislador se preocupa especialmente com os utilizadores destes mercados, porventura devido à maior complexidade destes instrumentos financeiros. Ao invés, no n.º 3 o foco parece estar na proteção do mercado em si e, conseqüentemente dos investidores, cuja confiança no mercado é fulcral para o funcionamento do mesmo.

Do conceito legal de informação privilegiada constante do n.º3 do artigo 378.º retiram-se quatro requisitos cuja não observância de qualquer um deles desqualifica a informação como privilegiada: i) carácter não público; ii) carácter preciso; iii) ter por objeto entidades emitentes de instrumentos financeiros ou instrumentos financeiros¹⁶; iv) idoneidade de influenciar preço no mercado.

¹⁶Embora em rigor se devesse falar de “valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros”, numa lógica de articulação e fluidez de discurso, referimos apenas instrumentos financeiros mas compreendamos valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros.

1.1. Carácter não público da informação

A informação só é privilegiada enquanto não tiver sido tornada pública. A informação é pública quando está acessível à generalidade dos investidores.¹⁷ Esta ideia, embora simples numa primeira abordagem, mais complexa se torna num esforço de tentar perceber qual o nível¹⁸ de publicidade que torna uma informação pública. Sabemos que¹⁹, se se transmitir a informação a uma pessoa, ainda que a um interessado, essa pessoa pode vir a ser considerada *típea* e a informação mantém o carácter não público. Não basta, portanto transmitir a informação a uma pessoa, a informação tem de se tornar acessível a um grupo de pessoas. Mas bastará publicar a informação num jornal local, ou, num extremo oposto, será necessário publicá-la num meio de *mass media*?²⁰ Cumpre então aferir qual a divulgação necessária para fazer cessar a índole não pública da informação.

Em primeiro lugar, não deverão ser considerados informação privilegiada, conforme esclarece o considerando (28) do Regulamento (UE) n.º 596/2014²¹ relativo ao abuso de mercado “os estudos e as estimativas baseados em dados do domínio público (...) e o mero facto de uma operação ser efetuada com base nesses estudos ou estimativas não deverá ser considerado, por si só, utilização de informação privilegiada. (...)”.

O considerando (25) do Regulamento acima referido desconsidera também que “ (...) as ordens colocadas antes de uma pessoa dispor de informação privilegiada constituam abuso de informação privilegiada. No entanto, quando uma pessoa passa a dispor de informação privilegiada, deverá presumir-se que qualquer alteração subsequente que ligue essa informação a ordens colocadas antes de a pessoa dispor de tal informação, incluindo o cancelamento ou a alteração de uma ordem, ou uma tentativa de cancelar ou alterar uma ordem, constitui abuso de informação privilegiada. Esta presunção poderá, contudo, ser ilidida se a pessoa demonstrar que não utilizou a informação privilegiada na execução da operação.”

¹⁷ “Entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes...” (2008) Ponto 24

¹⁸ Vide Santos, F. M. (2011), “Divulgação de Informação Privilegiada” pp. 74-75

¹⁹ Cfr. Infra Ponto 3.1. sobre *típeas*

²⁰ Vide Costa, J. F., e Ramos, M. E., (2006) “O crime de abuso de informação privilegiada...” pp. 43-46

²¹ Regulamento (UE) n.º 596/2014 do parlamento europeu e do conselho de 16 de abril de 2014 relativo ao abuso de mercado que revoga a Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e as Diretivas 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE da Comissão

Compreende-se que assim seja, vejamos uma situação em que um investidor já colocou a ordem de compra/venda de ações quando obtém informação privilegiada que vem atribuir à ordem previamente dada um benefício maior que o inicialmente esperado. Não é expectável que o investidor em causa retire/altere a ordem ao aperceber-se que tem lucro garantido. Claro que na prática, esta ressalva pode dificultar o controlo pelas autoridades do abuso de informação privilegiada. Se é difícil provar que determinado investidor usou informação privilegiada nas suas decisões negociais, mais difícil será provar o exato momento da obtenção das informações.

Feitos os esclarecimentos prévios, voltamo-nos para o n.º1 do artigo 248.º Cod.VM, segundo o qual os emitentes que tenham valores Mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado ou que tenham requerido a respetiva admissão a um mercado dessa natureza têm o dever de divulgar imediatamente qualquer informação privilegiada ou qualquer alteração a esta informação depois de tornada pública. Acrescenta o n.º3 do mesmo preceito que os emitentes asseguram que a divulgação de informação privilegiada é realizada de forma simultânea junto aos investidores e aos mercados em que os seus valores estejam admitidos à negociação.

Não basta uma qualquer partilha de informação para satisfazer este requisito, parece necessária a utilização de um meio que propicie a divulgação da mesma junto aos investidores e ao mercado onde os valores estão admitidos à negociação em geral.

Segundo o n.º1 do artigo 5.º do Regulamento CMVM n.º 5/2008 relativo aos deveres de informação²², os emitentes podem utilizar um dos seguintes meios para satisfazer o requisito de publicidade: a) sistema de difusão de informação da CMVM²³; b) meio que permita aos investidores de toda a Comunidade Europeia o acesso rápido e sem custos específicos a essas informações numa base não discriminatória, nos termos da alínea a) do n.º 4 e no n.º 5 do artigo 244.º do Cod.VM; c) sítio do emitente na Internet, nos termos dos n.ºs. 7 e 8 do artigo 244.º do Cod.VM.

Considera-se assim qualquer um destes meios como idóneos para dar publicidade suficiente à informação, fazendo cessar o seu carácter privilegiado²⁴. No entanto, quando o emitente optar

²² Regulamento CMVM N.º 5/2008 com as alterações introduzidas pelo Regulamento CMVM N.º 5/2010

²³ Segundo o artigo 367.º do Cod.VM, a CMVM organiza um sistema informático para difusão de informação acessível ao público, que pode integrar quer informação de divulgação obrigatória ao abrigo do artigo 248.º, quer demais informação de relevo.

²⁴ Mencionámos apenas os meios gerais de divulgação, poderão estar previstas em lei ou regulamento da CMVM exigências específicas a cada tipo de informação.

por um dos meios referidos nas alíneas b) ou c) referidas anteriormente, deve ainda remeter a informação a publicar à CMVM para efeitos da sua divulgação no sistema de difusão de informação, o mais tardar até ao momento do seu envio para publicação²⁵. O dever de informação considera-se cumprido no momento da primeira divulgação da informação.

1.2. Carácter preciso

Considera-se²⁶ que uma informação tem carácter preciso se fizer referência a um conjunto de circunstâncias existentes (ou acontecimentos verificados) ou razoavelmente previsíveis, e se essa informação for concreta o suficiente que permita concluir a sua idoneidade para afetar significativamente a cotação dos valores mobiliários com ela relacionados.

A existência ou não do carácter preciso da informação deve ser analisada numa base casuística. No entanto, há elementos que se podem ter em conta na tentativa de criação de uma regra. Em primeiro lugar, quando se fala de factos ocorridos, a informação é precisa sempre que seja constituída por elementos concretos, por oposição a rumores ou especulação²⁷. Se se tratar de rumores, a CMVM recomenda²⁸ que os emitentes divulguem um comunicado de forma a evitar que os equívocos persistam no mercado.²⁹

Pode também ocorrer que a informação concreta circule fora do grupo de intervenientes no processo criador de informação privilegiada (por exemplo preparação de uma OPA) por meio de uma quebra do dever de sigilo de algum dos intervenientes no processo, caso em que poderemos estar perante informação que potencia a prática de *insider trading*. Esta situação exige uma confirmação ou desmentido pela entidade visada, de modo a cumprir o dever legal de divulgação imediata de informação privilegiada, havendo nesta situação um dever específico de divulgação nos termos do n.º5 do artigo 248.º-A do Cod.VM, de modo a pôr cobro a uma assimetria informativa ilícita causada pela violação de um dever de segredo.

²⁵ N.º 3 do artigo 5.º Regulamento CMVM N.º 5/2008 com as alterações referidas na nota de rodapé n.º22

²⁶ Vide Artigo 7.º n.º2 do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do parlamento europeu e do conselho de 16 de abril de 2014 na sua versão portuguesa.

²⁷ Neste sentido vide Costa, J. F., e Ramos, M. E., (2006) “O crime de abuso de informação privilegiada...” pp. 47-48

²⁸ Sobre a natureza das recomendações da CMVM, vide Pinto & Veiga, 2001, Natureza, Limites e Efeitos Das Recomendações e Pareceres Genéricos da CMVM em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* n.º 12 pp. 273-285

²⁹ Cfr. “Entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes...” (2008) Pontos 13-15

O n.º1 do artigo 248.º-A do Cod.VM permite aos emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulado ou, aos que tenham requerido a sua admissão em mercado dessa natureza, a possibilidade de diferir a divulgação de informação privilegiada se se verificarem cumulativamente os requisitos previstos nas alíneas de a) a c) do n.º1 deste artigo. Esta faculdade de diferimento perde-se se, nos termos do n.º 5, um emitente ou alguém que atue em nome ou por conta deste, comunicar no âmbito do exercício das suas funções, informação privilegiada a um terceiro que não esteja sujeito ao dever de segredo. Perde-se também, nos termos da alínea c) do n.º4 do presente artigo, se houver violação do dever de confidencialidade fora do âmbito de exercício das funções de quem comunica a informação. Em ambos os casos tal informação é tornada pública, ou seja, tem de ser divulgada imediatamente.

A informação precisa não tem de ser necessariamente completa. Num processo negocial podem existir vários momentos, várias fases. A informação relativa a cada uma dessas fases de um processo negocial complexo, pode ser, por si só, informação precisa^{30 31}.

Para determinar o carácter preciso da informação como elemento típico da informação privilegiada, podemos recorrer a determinados indicadores: i) a informação está sujeita a um dever de segredo pelo emitente. Esta sujeição indica que a informação é, de algum modo, sensível e não é do conhecimento do público em geral, sendo que apenas um número restrito de pessoas envolvidas com o processo negocial, lhe tem acesso; ii) permite a um investidor razoável tomar decisões de investimento com um risco reduzido; iii) informação com previsível impacto no mercado. Os comerciantes passariam a negociar com base nesta informação a partir do momento em que fosse tornada pública.

Qualquer avaliação do carácter preciso da informação deverá ser feita no momento em que esta é obtida (ex ante) e não num momento posterior, quando essa informação possa ter sido concretizada com a publicação ou, dependendo do caso, com a evolução das negociações.³²

Quando se fala em factos futuros, o critério distintivo consiste em saber se no momento da avaliação é razoável a conclusão, com base na informação disponível, de que os factos em questão ocorrerão.

³⁰ Cfr. *Abuso de Informação Privilegiada – Conceitos, Comportamentos Proibidos, Consequências Legais, Linhas de Orientação e Decisões Judiciais*, CMVM, 2008, ponto 2

³¹ Em sentido contrário vide Costa, J. F., e Ramos, M. E., (2006) “O crime de abuso de informação privilegiada...” pp. 49-50

³² Cfr. “Entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes...” (2008) Pontos ponto II-C

1.3. Carácter específico;

Para uma informação ser privilegiada tem de ser específica. A especificidade da informação reporta-se ao terceiro requisito da definição legal. Decorre do n.º3 do artigo 378.º Cod.VM que a informação deve versar, direta ou indiretamente sobre emitentes, valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros.³³

Distingue a CMVM, através das suas recomendações³⁴, entre informação específica direta e informação específica indireta. Sendo que apenas sobre a primeira recai o dever de divulgação previsto no artigo 248.º n.º1. Cumpre por ora esclarecer esta distinção.

Informação direta

Informação direta abrange os factos diretamente relacionados com um ou mais emitentes, e os factos diretamente relacionados com um ou mais valores mobiliários emitidos por um ou mais emitentes.

Tipicamente, relacionam-se de modo direto com o emitente, as informações que respeitam i) à posição financeira; ii) à estratégia e desenvolvimento do negócio; iii) à estrutura de capital e o respetivo controlo; iv) e às decisões de âmbito particular de autoridades de supervisão ou regulação comunicadas aos emitentes³⁵.

Por sua vez, a informação que habitualmente se relaciona de modo direto com os valores mobiliários emitidos diz respeito i) às condições de emissão e ii) ao conteúdo dos mesmos.³⁶

Falamos aqui em “*corporate information*”, informação que maioritariamente provém do emitente. Como espelham os exemplos supra referidos, trata-se de informação resultante de decisões e atos internos que, como tal, é o emitente quem está em melhores condições de a divulgar. Na mesma situação estão informações que, embora não provenham do emitente, lhe dizem diretamente respeito, como é o caso das decisões de autoridades de supervisão ou

³³ Santos, F. M. (2011), “*Divulgação de Informação Privilegiada*” pp. 58-61

³⁴ Cfr. “*Entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes...*” (2008) Pontos II-A e B

³⁵ Cfr. “*Entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes...*” (2008) Pontos ponto II/3

³⁶ Cfr. “*Entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes...*” (2008) Pontos ponto II/4

regulação de âmbito particular, leia-se decisões destas entidades em relação ao emitente ou emitentes em causa.

Não levanta dificuldades de maior concluir que a “*corporate information*”, caso preencha os demais requisitos do conceito, consubstancia informação privilegiada quer nos termos do n.º3 do artigo 378.º do Cod.VM, quer para efeitos do dever de divulgação de informação, nos termos do artigo 248.º do Cod.VM.

Informação indireta e market information

A *market information* diz respeito a informação sobre as condições de mercado ou sobre o mercado em si³⁷ e como tal, é um fator externo aos emitentes e valores mobiliários por si emitidos, mas de grande importância no desenvolvimento dos mercados.

A informação privilegiada indiretamente relacionada com o emitente tem por exemplos³⁸ i) informações estatísticas divulgadas por organismos públicos; ii) a publicação iminente de relatórios de notação de risco; iii) decisões do banco central relativas a taxa de juro; iv) decisões governamentais relativas a enquadramento fiscal, regulação sectorial, etc.; v) decisões da autoridade responsável pelo controlo da concorrência nos mercados relevantes em que se insira o emitente; vi) decisões relevantes do governo e outros organismos públicos.

Relativamente aos valores mobiliários emitidos, temos como exemplos de informação que apenas indiretamente se relaciona com estes: i) decisões relativas à alteração das regras sobre composição de índices de mercado; ii) decisões relativas a regras aplicáveis nos mercados em que os instrumentos financeiros sejam negociados; iii) alteração no modo de negociação ou das condições de negociação.

Coloca-se assim a questão de averiguar se a *market information*, cuja relação com o emitente e valores mobiliários por este emitidos é apenas indireta, apresenta uma conexão suficiente com estes para poder ser abrangida pelo crime de abuso de informação. O legislador parece resolver a questão, alargando a noção de informação privilegiada à informação que diga direta ou indiretamente respeito aos emitentes, valores mobiliários e outros instrumentos financeiros. Compreende-se esta solução, dado que caso contrário a proibição do *insider*

³⁷ Cfr. Costa, J. F., e Ramos, M. E., (2006) “*O crime de abuso de informação privilegiada...*” p.51

³⁸ Exemplos retirados dos “*Entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes...*” (2008) pontos II/7 e II/8

trading não abrangeria práticas como a do *front-running*³⁹. Esta prática consiste no comportamento de um agente (*insider*⁴⁰) que, munido de informação de mercado relevante, por exemplo, tendo conhecimento de uma ordem de compra de determinado valor mobiliário em quantidade idónea para alterar o valor do mesmo, se aproveita desse conhecimento para realizar negócios prévios ou paralelos às operações ordenadas.

Podemos seguramente concluir que a informação indireta, pelo menos em parte, está dentro da previsão legal de informação privilegiada. Fica no entanto a questão de gradação. Que nível de conexão com os emitentes e valores mobiliários tem de existir para uma informação ser privilegiada?

Julgamos que a análise do regime do dever de divulgação de informação por parte do emitente, previsto no artigo 248.º do Cod.VM, pode ajudar a clarificar a questão.

Dever de divulgação de informação por parte dos emitentes

Embora a informação específica indireta diga respeito ao emitente, aos valores mobiliários por este emitidos ou a ambos, foge ao controle do emitente. Ao contrário do que ocorre com a informação específica direta, aqui o emitente não determina o momento da sua ocorrência nem tampouco o seu conteúdo.

Resulta do artigo 248.º, n.º1 al. a), relativo ao dever de divulgação de informação por parte dos emitentes, que estes apenas têm o dever de divulgar informação que “ (...) lhes diga diretamente respeito ou aos valores mobiliários por si emitidos, (...)”, numa lógica *à contrario* esse dever não se estende à informação indireta. Compreende-se que assim seja, uma vez que o emitente não controla o momento nem a forma de divulgação desta informação. Pode ocorrer que apesar de o emitente ter conhecimento da informação, encontrar-se impedido de a divulgar publicamente por se antecipar à fonte. Mais comumente o emitente apenas tem conhecimento da informação com o restante público, aquando da divulgação pública da mesma.⁴¹

³⁹ Costa, J. F., e Ramos, M. E., (2006) “O crime de abuso de informação privilegiada...” pp. 51-52

⁴⁰ Vide supra ponto 3.1. sobre *insiders*

⁴¹ Cfr. “Entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes...” (2008), ponto II/B

A informação que apenas indiretamente se relaciona com emitentes ou valores mobiliários por estes emitidos está, em primeira análise, excluída do dever de divulgar informação que recai sobre os emitentes. No entanto, a partir do momento em que, desta informação, se apurem consequências diretas na atividade do emitente ou nos valores mobiliários por si emitidos, passa a haver informação direta. Não falamos aqui em informação indireta que se “transforma” em informação direta, mas sim nas consequências da informação indireta que, se consubstanciarem informação que preencha os demais requisitos do n.º1 do artigo 248.º Cod.VM, fazem com que passe a existir um dever de divulgação imediata dessa informação.

De modo a ilustrar a situação acima descrita, servir-me-ei do exemplo típico do aumento das taxas de juro por parte do banco central, que por si, gera informação que não diz diretamente respeito ao emitente ou aos valores mobiliários por si emitidos. As consequências desta decisão do banco central por outro lado, sejam elas a dificuldade acrescida de obter financiamento, o aumento de encargos, ou outros danos concretos verificados, já são informação que diz diretamente respeito ao emitente e aos valores mobiliários por si emitidos, gerando assim na esfera do emitente um dever de divulgação imediata, nos termos do artigo 248.º Cod.VM.⁴²

“ (...) não é necessário que a informação tenha origem no próprio emitente ou que seja por este provocada (v.g. que se trate de uma decisão do seu conselho de administração). A informação pode, também, ter origem externa e, tendo impacto no emitente, ser privilegiada (...).” (Santos, 2011)

Como sabemos, a noção de informação privilegiada não se esgota no artigo 248.º. Esta análise permitiu-nos concluir que a informação relevante para a previsão do crime de abuso de informação privilegiada presente no n.º3 do artigo 378.º do Cod.VM, não se confunde com a informação que origina o dever de divulgação, sendo esta última menos abrangente. A informação que origina dever de informação limita-se à informação que tem potencialidade de impactar o emitente diretamente ou os valores mobiliários por si emitidos, enquanto a informação relevante para o abuso de informação é toda aquela que pode ser usada em benefício próprio com prejuízo para o mercado, estando aqui incluída a informação que apenas indiretamente se relaciona com os emitentes ou valores mobiliários por si emitidos.

⁴² Santos, F. M. (2011), *“Divulgação de Informação Privilegiada”* pp. 60-61

1.4. Idoneidade para influenciar sensivelmente a cotação dos valores mobiliários no mercado.

Reunidos os demais pressupostos, só é privilegiada a informação que, se lhe fosse dada publicidade, seria idónea para influenciar o preço dos valores mobiliários em causa ou dos instrumentos financeiros com estes relacionados. Falamos aqui em informação *price sensitive*, na expressão anglo-saxónica.

A idoneidade para influenciar a cotação dos valores mobiliários no mercado ou *price sensitivity* (recorrendo mais uma vez à mais sintética expressão anglo-saxónica), é crucial para a definição de informação privilegiada. Ao intérprete exige-se um exercício de prognose, no qual deve perguntar-se: Será que um hipotético “investidor razoável”, com o intuito de maximizar o seu interesse económico utilizaria a informação em causa para fundamentar, no todo ou em parte, as suas decisões de investimento (ou desinvestimento)?⁴³

Esclarece o Regulamento (UE) n.º 596/2014⁴⁴ que “Os investidores razoáveis baseiam as suas decisões de investimento nas informações colocadas à sua disposição, isto é, informações disponíveis *ex ante*. Por conseguinte, a questão de saber se um investidor razoável, ao tomar a sua decisão de investimento é suscetível de ter em conta uma dada informação, deverá ser apreciada com base na informação disponível *ex ante*. Esta avaliação deve ter em conta o impacto previsível das informações, à luz do conjunto das atividades do emitente com elas relacionadas, a fiabilidade da fonte de informação e quaisquer outras variáveis do mercado que, nas circunstâncias em causa, possam afetar os instrumentos financeiros, os contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou os produtos leiloados com base nas licenças de emissão.”

A avaliação da idoneidade de determinada informação para influenciar a cotação dos valores mobiliários ou instrumentos financeiros no mercado deve ser, assim, auferida num momento *ex ante*, ou seja num momento anterior à sua utilização na tomada de decisões de investimento. Ao obter ou criar (no caso dos emitentes) a informação, deve-se saber se se trata de informação privilegiada, e conseqüentemente se é de uso ilícito ou não, independentemente da verificação posterior de efeitos na cotação causados por essa informação.

⁴³ Vide Artigo 7.º n.º 4 do Regulamento (UE) n.º 596/2014

⁴⁴ Cfr. considerando (14) do Regulamento (UE) n.º 596/2014

Apesar de esta avaliação aparentemente não levantar problemas de maior, é um exercício de prognose que se pode revelar extremamente difícil. Tentar prever o impacto de determinada informação na cotação dos valores imobiliários e instrumentos financeiros associados, pode em certos casos ser linear para qualquer investidor minimamente informado, como é o exemplo da notícia de uma fusão ou cisão, cujo impacto na cotação dos valores não pode ser ignorado. Noutras situações, no entanto, pode ser muito difícil, se não impossível, avaliar o impacto que a informação per si poderá ter no mercado. A informação é munida de um contexto, que deve ser usado na categorização da informação como *price sensitive*.

De modo a facilitar a interpretação e a diminuir a insegurança, a CMVM aconselha⁴⁵ a utilização de alguns critérios na avaliação da idoneidade: i) a magnitude esperada do facto ou assunto em questão, no contexto da atividade global do emitente; ii) a relevância da informação, no que respeita aos principais factos determinantes dos preços dos instrumentos financeiros; iii) a fiabilidade da fonte da informação; iv) as variáveis de mercado que afetam o preço do instrumento financeiro em questão. Estas variáveis podem incluir retornos, volatilidades, liquidez, relações de preço entre instrumentos financeiros, quantidade, oferta, procura, entre outras.

Devem ainda ser tidos em conta na avaliação da idoneidade, embora com cautela, uma vez que não são critérios absolutamente decisivos: i) se o tipo de informação é idêntico a informação que no passado teve um impacto sensível nos preços; ii) a existência de relatórios de analistas de opiniões indicando que o tipo de informação em questão é idóneo para influenciar o preço; iii) ter o emitente tratado antes factos semelhantes como informação privilegiada.

O significado da informação pode ainda variar, como *supra* referido, consoante o contexto em que surge. A dimensão do emitente, a opinião pública face ao emitente e ao setor em que opera, e ainda o tipo de instrumento financeiro que está em causa⁴⁶ são fatores que podem alterar o impacto que a informação virá a ter no mercado, quando publicada.

A classificação da informação como privilegiada não está dependente da verificação de uma alteração efetiva nos preços dos valores em causa. Pode ocorrer que a informação seja apta a influenciar sensivelmente os preços mas, ao ser publicada, esse resultado não se verifique.

⁴⁵ “Entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes...” (2008) Ponto 31

⁴⁶ Determinada informação pode ser idónea para influenciar significativamente o preço de uma ação, e já não o preço de uma obrigação.

Embora estes casos sejam mais difíceis de identificar, uma vez que não há algum ganho, ou que há ausência de prejuízo notórios, a informação não perde a força de informação privilegiada. Tal ocorre uma vez que a informação é apta a influenciar os preços, independentemente de essa influência se ter verificado ou não.

No mesmo sentido, sempre que haja uma oscilação significativa dos preços após ser divulgada determinada informação, não se deve assumir, por esse facto, que a informação é apta a criar esse efeito no preço.

“Dois eventos que ocorram em sequência cronológica não têm de estar necessariamente interligados através de uma relação causa-efeito” (Santos, 2011)

Alerta também o autor para o efeito do fenómeno que designa de “*self-fulfilling prophecies*”. Por ser de conhecimento comum entre os ditos investidores razoáveis que a idoneidade para alterar os preços é um dos requisitos da informação privilegiada, acontece que o facto de se divulgar informação privilegiada, como tal, torna-a potencialmente apta a desencadear, independentemente da sua real idoneidade, decisões de investimento conduzindo à efetiva alteração dos preços. Os investidores tendem a dar relevância às informações que os próprios emitentes consideram relevantes, ou pelo menos que estes últimos apresentam como tal⁴⁷.

1. Prevenção do abuso de informação privilegiada

A punibilidade do abuso de informação privilegiada, tal como a punibilidade de qualquer prática, tem um efeito preventivo, ao desincentivar investidores que possuam informação privilegiada de fazer uso dessa informação e, com isso, anteciparem-se ilicitamente ao mercado que, por não ter tido acesso, ainda não reagiu a essa informação.

No entanto, a prevenção do abuso de informação privilegiada não se esgota, nem se deve esgotar, na punição das práticas abusivas. Ainda com o intuito de prevenir o abuso de informação privilegiada, estão previstas no Cod.VM:

⁴⁷ Pode ocorrer que os emitentes, cientes desse fenómeno, divulguem informação como relevante embora não o seja, numa tentativa de manipular o mercado.

1.1. Comunicação de transações⁴⁸

O artigo 248.ºB do Cod.VM exige aos dirigentes de emitentes que informem a CMVM, no prazo de 5 dias, sobre todas as transações efetuadas por conta própria ou de terceiro, e ainda as transações efetuadas por terceiros por conta do emitente, que tenham como objeto ações dessa entidade emitente ou instrumentos financeiros com elas relacionados.

Segundo o n.º 2 do artigo em análise, a comunicação das transações à CMVM deve conter informação relativa à natureza da transação, a data da sua celebração, o local, o preço, o volume, o emitente em causa, o instrumento financeiro que dela é objeto, o motivo da obrigação de comunicação e o número de ações do emitente de que o dirigente passou a ser titular após a transação.

O n.º 3 do referido preceito esclarece ainda que são tidos como dirigentes, para efeitos da divulgação de transações e, como tal, sujeitos desta obrigação, não só os membros dos órgãos de administração e de fiscalização do emitente, como também quaisquer responsáveis que, não sendo membros daqueles órgãos, possuam um acesso regular a informação privilegiada e participem nas decisões sobre a gestão e estratégia negocial do emitente.

A comunicação sobre transações efetuadas pelos emitentes e seus dirigentes à CMVM tem um efeito preventivo em relação ao abuso de informação privilegiada, uma vez que são estes os agentes com acesso regular a informação privilegiada e, ao ter monitorizadas as suas transações, mais dificilmente incorrerão nestas práticas.

1.2. Listas de *insiders*⁴⁹

Os n.ºs 6 e 7 do artigo 248.º do Cod.VM prevê a criação pelos emitentes, e pessoas que atuem em seu nome ou por sua conta, de uma lista de todos os trabalhadores ou colaboradores que, a qualquer título ou por virtude de um qualquer vínculo, tenham acesso, ainda que ocasional, a informação privilegiada.

⁴⁸ Cfr. *Abuso de Informação Privilegiada – Conceitos, Comportamentos Proibidos, Consequências Legais, Linhas de Orientação e Decisões Judiciais*, CMVM, 2008, ponto 4

⁴⁹ Cfr. *Abuso de Informação Privilegiada – Conceitos, Comportamentos Proibidos, Consequências Legais, Linhas de Orientação e Decisões Judiciais*, CMVM, 2008, ponto 4

Os responsáveis pela criação desta lista têm também o dever, ao abrigo do n.º 6, de comunicar às pessoas visadas a inclusão do seu nome nesta lista, e as consequências legais decorrentes da divulgação ou utilização abusiva de informação privilegiada.

A lista de *insiders* deve conter, ao abrigo do n.º 7, a identidade das pessoas, os motivos pelos quais constam da lista, a data da mesma e qualquer atualização relevante.

Esta lista deve ser mantida rigorosamente atualizada e ser imediatamente remetida à CMVM quando solicitado.

A criação e manutenção de listas de *insiders* permite a preservação da confidencialidade da informação. Quanto menor for o número de pessoas com acesso a informação privilegiada, menor a probabilidade de haver abusos. A criação de listas de *insiders* tem um efeito preventivo semelhante à comunicação de transações, uma vez que a CMVM sabe à partida que estas pessoas têm acesso a informação privilegiada, o que as desincentiva de usar abusivamente essa informação, dado que o grupo de suspeitos está, à partida, identificado.

1.3. Divulgação de informação⁵⁰

A forma mais eficiente de prevenir o abuso de informação privilegiada é garantir que todos os investidores têm acesso à mesma informação, eliminando-se a assimetria informativa. A forma de evitar que a informação privilegiada circule entre os investidores de forma desigual passa pela imediata divulgação da informação.

Se se conseguisse, utopicamente falando, a eliminação de todos os segredos, desapareceria o conceito de informação privilegiada e, com ele, o abuso de informação. Não sendo possível, pela própria natureza das coisas, ter toda a informação disponível simultaneamente a toda a gente, o Cod.VM, no seu artigo 248.º, prevê o dever de divulgação imediata de informação privilegiada pelos emitentes.⁵¹

⁵⁰ Santos, F. M. (2011), “*Divulgação de Informação Privilegiada*” pp. 41-43

⁵¹ Não explicaremos em profundidade neste trabalho o regime da divulgação de informação privilegiada uma vez que isso daria material para toda uma dissertação. No entanto temos, ao longo da nossa exposição, especialmente no ponto referente ao carácter específico da informação, umas luzes sobre que informação deve ser divulgada.

2. O Crime de Abuso de Informação Privilegiada

Para que se preencha o tipo legal do crime de abuso de informação privilegiada, previsto no artigo 378.º do Cod.VM, não basta o simples conhecimento de informação privilegiada. O artigo referido proíbe determinadas condutas, de determinados agentes, em determinadas circunstâncias. O legislador inseriu, sob a mesma designação – “abuso de informação privilegiada” – vários comportamentos distintos, que têm em comum o uso abusivo de informação privilegiada com o intuito de obtenção de uma vantagem ilícita face aos demais investidores sem acesso a essa informação. Esta vantagem pode traduzir-se quer na obtenção de um lucro, quer na prevenção de um prejuízo.

Podemos usar como exemplo típico desta vantagem, sem que para isso tenhamos de adiantar demasiado o tema, o caso do investidor que, tendo acesso a informação privilegiada, sabe que um valor mobiliário irá valorizar no momento em que essa informação for divulgada junto ao público em geral e, adiantando-se a esse fenómeno, compra quantidades significativas desse valor mobiliário, obtendo assim um lucro indevido. Em sinal oposto, se a informação privilegiada indicar que certo tipo de valor mobiliário vai desvalorizar, e o investidor vender os valores mobiliários que tiver na sua carteira desse tipo, evita um prejuízo, prejudicando quem lhe comprou esses valores sem saber da sua desvalorização iminente.

De modo a esquematizar o raciocínio nesta matéria, servir-nos-emos dos requisitos identificados por CARVALHO e LOUREIRO em “O CRIME DE ABUSO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA (...)” p.113. Assim, a criminalização do crime de abuso de informação privilegiada, nos termos do artigo 378.º do Cod.VM, depende da verificação dos seguintes requisitos:

- i) As qualidades típicas dos agentes;
- ii) A prática de um dos factos descritos;
- iii) A relação entre a posse da informação e a conduta proibida; e
- iv) O elemento subjetivo geral, o dolo (artigos 13.º e 14.º do CP).

Esta organização da matéria permite-nos analisar todos os elementos do crime de abuso de informação privilegiada de forma sistemática, identificando em primeiro lugar os potenciais agentes do crime, aprofundando as suas qualidades típicas. Por motivos de facilidade e

clareza do discurso, a relevância da distinção entre os tipos de agentes, especificamente a distinção entre os *insiders* e *típees*, apenas será revelada à medida que descortinarmos as diferenças de regime entre ambos. De notar que a nossa análise será mais aprofundada nos primeiros dois pontos referentes, em primeiro lugar, à identificação dos agentes e, em segundo lugar, à identificação das condutas que consubstanciam o crime de abuso de informação privilegiada, devido à sua importância neste trabalho. Relativamente aos dois últimos pontos referentes aonexo de causalidade e ao dolo, não poderíamos deixar de fazer sobre eles uma nota explicativa, sob pena de ficar o enquadramento do crime de abuso de informação privilegiada incompleto, mas esta será sensivelmente mais breve.

2.1. As qualidades típicas dos agentes

Em primeiro lugar, cumpre analisar os potenciais agentes deste tipo de crime. Para esse efeito partiremos da letra da lei, especificamente dos n.ºs 1 e 2 do artigo 378.º do Cod.VM:

“Artigo 378.º do Cod.VM

1 - 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.”

Insiders

Estão descritos, nas diversas alíneas do artigo supra transcrito, os agentes que doravante denominaremos de *insiders*. *Insiders*⁵² são os principais sujeitos do crime de *insider trading*. Esta nomenclatura anglo-saxónica diz respeito a um grupo de pessoas que, devido à sua posição, função ou profissão, tem acesso direto a informação privilegiada, pela especial relação que detem com os emitentes. É comum ainda fazer-se a distinção entre os chamados *corporate insiders* e *temporary insiders*⁵³; distinção esta que explanaremos adiante, com a análise das alíneas do n.º 1 do artigo 378.º acima transcrito.

Temos como potenciais *corporate insiders*, na alínea a), os titulares dos órgãos de administração e de fiscalização do emitente. Estes serão quem, por força das funções que exercem, estarão em melhores condições de aceder livremente à *corporate information*⁵⁴. O legislador atribui também, na parte final desta alínea, a qualidade de *insider* aos titulares de participações no capital social do emitente, por se considerar que a simples qualidade de acionista pode atribuir ao seu titular uma vantagem informativa perante os demais interessados. De reparar que não se faz qualquer referência à dimensão da participação, sendo *insider* quer o detentor de uma participação maioritária, quer o eventual investidor ocasional, detentor de meia dúzia de ações.

Numa leitura mais descuidada, esta solução parece injusta, uma vez que os acionistas maioritários têm acesso a mais informação do que os pequenos acionistas⁵⁵.

⁵² Também o artigo 449.º do CSC enumera os *insiders*.

⁵³ Cfr. Carvalho, F. P., e Loureiro, F. (2010). “O crime de abuso de informação...”. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, N.º 27, p. 113.

⁵⁴ Sobre *corporate information* vide supra o ponto iii).

⁵⁵ A título exemplificativo da assimetria informativa entre os sócios, cfr. os artigos 288º e ss do CSC relativos ao direito à informação.

Devemos, no entanto, ter em atenção que, independentemente da dimensão da participação que detém no capital do emitente, a relação de um acionista com o emitente pode dar-lhe acesso a informação privilegiada. O acionista só tem a qualidade de *insider* relativamente à informação que obtém devido a essa relação. Se obtiver a informação privilegiada por qualquer outro modo, nomeadamente através de conversas informais, já não é, perante a lei, um *insider*, dado que não existe nesta situação uma especial relação entre a sua participação social e o motivo pelo qual obteve a informação privilegiada.⁵⁶

Estão previstos como *corporate insiders*, nas alíneas b) e c), as pessoas que disponham de informação privilegiada por virtude do exercício permanente de uma função ou profissão, ainda que de natureza pública. Estão aqui incluídos, a título de exemplo, os funcionários, assistentes, contabilistas, entre outros. Ainda incluídos nas referidas alíneas, temos os *temporary insiders*, que são os agentes que obtêm informação privilegiada devido à relação que mantêm com o emitente, em virtude do exercício de uma profissão ou de uma prestação de serviços com carácter esporádico. São exemplos de potenciais *temporary insiders* os advogados, consultores ou outros serviços que a entidade delegue a terceiros.

Por último, o legislador decidiu incluir como *insiders*, na alínea d) do referido preceito, quem adquira informação privilegiada através de um facto ilícito, ou através de facto que pressuponha a prática de um facto ilícito. Podemos distinguir aqui duas situações: em primeiro lugar, situações em que o facto ilícito é a fonte da informação privilegiada – por exemplo, o furto de documentos, ou ameaça à integridade física de quem detenha licitamente a informação; em segundo lugar, previstas na parte final da alínea d), estão situações em que a ilicitude está na própria informação, e não na forma como esta foi adquirida – o agente terá conhecimento de um facto ilícito que irá acontecer, caso em que o próprio conhecimento do facto ilícito consubstancia informação privilegiada, na medida em que tiver consequências previsíveis nos preços dos mercados financeiros. Podemos ilustrar esta situação com, por exemplo, o conhecimento de planos para um ataque terrorista, ou o conhecimento de planos de assassinato de uma figura-chave de determinado emitente. Em ambos os casos, é razoavelmente previsível uma reação dos mercados e, sem esta alínea, existiria uma lacuna que poderia beneficiar financeiramente quem tenha conhecimento de atos criminosos, ou os próprios criminosos, retirando-lhes o desvalor acrescido (por já terem o desvalor próprio da prática do crime em causa) atribuído ao abuso de informação privilegiada por *insiders*.

⁵⁶ Cfr. Fátima Gomes (1996), “*Insider trading*” p. 69.

Típees

Paralelamente aos insiders, são também potenciais agentes do crime de informação privilegiada os *típees*, também conhecidos por *insiders* secundários⁵⁷ ou *insiders* externos⁵⁸, cujo regime está previsto no n.º 2 do artigo 378.º do Cod.VM. A categoria dos *típees* abrange aqueles que, não sendo *insiders* (primários), tenham tido acesso a informação privilegiada.

Nas versões do Cod.VM anteriores a 2006 (quando foram transpostas para o regime português as diretivas sobre abuso de mercado), exigia-se que o conhecimento da informação privilegiada chegasse ao agente, direta ou indiretamente, através de um *insider* (primário)⁵⁹. Na versão atual do Cod.VM, o n.º 2 do artigo 378.º não tem qualquer exigência relativamente à fonte da informação, bastando o conhecimento da informação privilegiada para se adquirir qualidade de *típee*, como demonstra o n.º 2 do referido preceito, ao identificar os agentes do seguinte modo: “*Qualquer pessoa não abrangida pelo número anterior que, tendo conhecimento de uma informação privilegiada (...)*”. Esta construção alarga assim a aplicabilidade do artigo, onde se exigia que a informação proviesse de um *insider* diretamente, ou através de sucessivos elos. Na atual versão, basta que o agente saiba, ou não devesse desconhecer, a natureza privilegiada da informação.

Esta é a solução dada, embora de modo mais claro, no Regulamento (UE) N.º 596/2014⁶⁰ relativo ao abuso de mercado, no último parágrafo do n.º 4 do artigo 8.º: “*O presente artigo aplica-se igualmente a qualquer pessoa que disponha de informação privilegiada em circunstâncias distintas das especificadas no primeiro parágrafo (circunstâncias qualificadoras dos insiders, supra explanadas) e quando essa pessoa saiba ou deva saber que se trata de informação privilegiada.*”

A inexistência de especial relação de confiança ente o *típee* e o emitente, ao contrário do que ocorre com os *insiders*, fundamenta uma reprovação social de menor grau⁶¹, traduzida, em

⁵⁷ vide Carvalho, F. P., e Loureiro, F. (2010). “O crime de abuso de informação...”. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, N.º 27, p. 113.

⁵⁸ vide Fátima Gomes (1996), “*Insider trading*” p.67.

⁵⁹ *Abuso de Informação Privilegiada – Conceitos, Comportamentos Proibidos, Consequências Legais, Linhas de Orientação e Decisões Judiciais*, CMVM, 2008, ponto 4.

⁶⁰ Regulamento (UE) n.º 596/2014 do parlamento europeu e do conselho de 16 de abril de 2014 relativo ao abuso de mercado (regulamento abuso de mercado) e que revoga a Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e as Diretivas 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE da Comissão.

⁶¹ vide Fátima Gomes (1996), “*Insider trading*” p. 71.

termos legais, por uma sanção mais suave do que a aplicável aos *insiders*. Os *típees* só serão punidos se, não ignorando a natureza da informação, tirarem proveito dela.

2.2. A prática de um dos factos descritos

Depois de analisados os agentes do crime de abuso de informação privilegiada, cumpre agora analisar as condutas que se visam reprimir. Clarificar-se-á, neste ponto, a diferença de regime, traduzindo o diferente grau de desvalor jurídico que o legislador optou por atribuir aos *insiders* e *típees*.

Relativamente aos *insiders*, as condutas penalmente típicas são as seguintes: i) transmissão da informação a outrem fora do âmbito normal das suas funções; ii) negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros com base na informação privilegiada; iii) aconselhamento de alguém a negociar valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros com base na informação privilegiada; iv) emissão de ordem de subscrição, aquisição, venda ou troca, diretamente ou por interposta pessoa, em benefício próprio ou de terceiros.

Do lado dos *típees*, as condutas penalmente típicas são as seguintes: i) transmissão da informação a outrem; ii) negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros com base na informação privilegiada; iii) aconselhamento de alguém a negociar valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros com base na informação privilegiada; iv) emissão de ordem de subscrição, aquisição, venda ou troca, diretamente ou por interposta pessoa, em benefício próprio ou de terceiros.

Transmissão da informação a outrem

Numa primeira nota, podemos verificar que o legislador não penaliza a simples posse de informação privilegiada. Compreende-se que assim seja, dado que o detentor da informação poderá não ter qualquer controlo sobre a sua obtenção, ou poderá ainda ter obtido a informação legitimamente, o que não justifica uma penalização. A razão de ser desta norma é proteger o mercado contra abusos de informação privilegiada, e a simples detenção de informação não consubstancia qualquer abuso, não prejudica o mercado.

Por outro lado, a transmissão de informação pode, ou não, consubstanciar o crime de abuso de informação privilegiada, dependendo se a transmissão for ou não feita no âmbito normal

das funções dos *insiders*. Com esta construção, o legislador visou excluir, da proibição do abuso de informação privilegiada, condutas lícitas. Uma vez que estamos a avaliar condutas de *insiders*, temos de ter em conta que, dependendo da profissão, cargo, serviço ou função que exercem, podem ter de lidar com informação privilegiada, e o desempenho normal dessas atividades pode envolver a transmissão de informação privilegiada, ainda que perante grupos restritos de pessoas vinculadas legal ou contratualmente a deveres de sigilo⁶².

À semelhança do previsto relativamente aos *insiders*, a primeira conduta vedada aos *tipees* é a transmissão da informação a outrem. No entanto, ao contrário do que ocorre com os *insiders*, aqui não há qualquer ressalva; logo qualquer transmissão da informação privilegiada é punível nos termos do n.º 2 do artigo 378.º Cod.VM. Não tendo os *tipees*, de modo geral, intervenção no processo de criação de informação privilegiada, não se justifica a necessidade de a transmitir ao ponto de retirar a essa transmissão o desvalor jurídico inerente a esta prática. Embora pareça de algum modo duro para o *tipee* ser punido por uma qualquer transmissão de informação privilegiada, torna-se necessário, na nossa opinião, este desvalor jurídico, de modo a desincentivar a divulgação da informação privilegiada de forma irregular, geralmente de “boca em boca”, que pode ter efeitos nefastos para o sensível mercado de valores.

As demais condutas vedadas aos *insiders* e *tipees* são idênticas, tendo o legislador usado a mesma formulação em ambas as previsões. Não quer isto dizer que o regime aplicável a uns e a outros se confunde; mantém-se a importância da distinção entre *insiders* e *tipees*, uma vez que a lei atenua a responsabilidade dos *tipees*, atribuindo às suas condutas um desvalor menor, que se traduz na prática em penas mais suaves pela prática dos mesmos atos.

As restantes condutas típicas distinguem-se da transmissão da informação na medida em que pressupõem a obtenção ou a intenção de obter um benefício para o agente ou terceiros. Tendo em conta que o objetivo de penalizar o abuso de informação privilegiada é, em termos simplistas, o de proteger o mercado, este benefício será, necessariamente um benefício material.⁶³ Para este efeito, é irrelevante que o agente atue no intuito de obter um benefício moral, social ou ainda político, desde que tal atuação não prejudique o mercado. Compreende-se que assim seja, uma vez que há uma panóplia de crimes previstos no CP e noutros diplomas que poderão abarcar estas condutas, como, por exemplo, o crime previsto no artigo 335.º do C.P., relativo ao tráfico de influência.

⁶² Neste sentido Cfr. Fátima Gomes (1996), “*Insider trading*” pp. 81-82.

⁶³ vide Fátima Gomes (1996), “*Insider trading*” p.80.

Relativamente ao benefício material, que é o relevante para o crime de abuso de informação privilegiada, pode este traduzir-se numa vantagem patrimonial, ou seja, num ganho para o agente ou terceiros através do uso da informação privilegiada, ou na prevenção de um prejuízo.

Aconselhamento de alguém a negociar valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros com base na informação privilegiada

Embora esta seja a terceira conduta penalmente típica no elenco feito pelo legislador, e também na nossa identificação destas condutas, será analisada em segundo lugar, pela necessidade de distinção entre a transmissão de informação e o aconselhamento de operações com base na informação privilegiada.

O aconselhamento de alguém a negociar em valores mobiliários e outros instrumentos financeiros com base na informação privilegiada é uma conduta considerada abusiva pela lei, e que tem na base o conhecimento por parte do agente da informação privilegiada. Aparente embora ser uma ideia redundante, visamos com ela esclarecer que, ao contrário da conduta anteriormente exposta, não há aqui lugar a transmissão de informação privilegiada. De acordo com o defendido por FÁTIMA GOMES⁶⁴, a grande diferença entre recomendar e transmitir a informação a terceiros encontra-se na falta de fundamentação. Embora a transmissão de informação esteja, em parte, implícita na recomendação, o recetor da recomendação não tem acesso à informação privilegiada, apenas tendo acesso aos presumíveis efeitos da mesma sob forma de recomendação. Pode ser tida, por exemplo, a situação em que o agente com conhecimento de informação privilegiada aconselha um terceiro a comprar determinados valores mobiliários, enquanto o recetor apenas sabe que é um bom investimento, sem saber o porquê da iminente valorização do valor mobiliário; conhecimento este que terá aquando da divulgação da informação, com o público em geral.

Negociação e emissão de ordens

⁶⁴ vide Fátima Gomes (1996), “Insider trading” p.82.

Assim que esteja na posse de informação privilegiada, é vedado ao agente tirar proveito dela, por via de negociação em valores mobiliários e outros instrumentos financeiros.

Está também vedado ao agente ordenar, para si ou para outrem, diretamente ou por interposta pessoa, a subscrição, aquisição, venda ou troca de valores mobiliários e outros instrumentos financeiros a que a informação privilegiada respeite.

Podemos daqui destacar as operações realizadas indiretamente ou por interposta pessoa, dos quais se podem retirar diversos comportamentos. Em primeiro lugar, a terceira pessoa pode ser um intermediário financeiro que, como membros, estão autorizados a negociar em mercados regulados e em sistemas de negociação multilateral, nos termos do artigo 206.º e ss do Cod.VM. Os intermediários financeiros podem também atuar por conta própria e em benefício próprio – caso em que se trata de uma operação direta, salvo se utilizarem, por intermédio, um outro intermediário financeiro. No entanto, a intervenção de um intermediário financeiro não esgota o universo de operações realizadas indiretamente.⁶⁵ Devemos também aqui considerar as situações em que a interposição é fictícia ou simulada, como, por exemplo, no caso em que o agente, numa tentativa de afastar da sua esfera jurídica a conduta penalmente típica, utiliza um terceiro sem acesso a informação privilegiada para realizar a operação, numa tentativa de defraudar a lei.

Das operações realizadas de forma direta pelo agente, devem também considerar-se, como condutas abusivas, não só a subscrição, aquisição, venda ou troca de valores mobiliários e outros instrumentos financeiros, como também a alteração ou cancelamento de ordens previamente colocadas em função da obtenção posterior de informação privilegiada, de modo a ganhar um benefício ou, mais comumente nestes casos, a evitar um prejuízo.⁶⁶

Neste ponto, parece-nos necessário fazer também uma delimitação negativa, reconhecendo determinadas condutas como legítimas. Como temos vindo a mencionar ao longo deste trabalho, a característica fundamental do abuso de informação privilegiada consiste na obtenção pelo agente de um benefício indevido a partir de informação privilegiada, em detrimento de terceiros que desconhecem tal informação, fragilizando a integridade dos mercados e a confiança dos investidores. Com o intuito de evitar a proibição indevida de formas de atividade financeira que são legítimas, nomeadamente por não se verificar qualquer efeito de abuso de mercado, o Regulamento (UE) N.º 596/2014 relativo ao abuso de

⁶⁵ vide Fátima Gomes (1996), *“Insider trading”* pp. 77 e ss.

⁶⁶ Considerando n.º (25) do Regulamento (UE) n.º 596/2014.

mercado reconhece, nos seus considerandos⁶⁷ e no seu artigo 9.º, determinadas condutas como legítimas:

- Não se deve considerar que, pelo mero facto de um agente dispor de informação privilegiada, a tenha utilizado, caso esse agente efetue uma operação de aquisição ou alienação de valores mobiliários e outros instrumentos financeiros, se agir de boa-fé em cumprimento de uma obrigação.
- O mero facto de os emitentes se limitarem a exercer a sua atividade legítima de compra ou venda de valores mobiliários e outros instrumentos financeiros não deve ser considerado por si só utilização de informação privilegiada.
- O mero facto de os intermediários financeiros se limitarem a cancelar ou alterar devidamente uma ordem não deve ser considerado por si só utilização de informação privilegiada. Devem, no entanto, estes agentes abster-se de práticas abusivas, como é exemplo o “*front-running*”.
- A atuação com base em planos e estratégias de negociação próprios não deve, por si, consubstanciar abuso de informação privilegiada, se a decisão contratual anteceder a obtenção de informação privilegiada.

O artigo 378.º do Cod.VM, no seu n.º 5, exclui do seu âmbito de aplicação e, conseqüentemente, despenaliza determinadas operações realizadas pelos agentes descritos na lei. São estas i) as operações realizadas pelo Banco Central Europeu, por um Estado, pelo seu banco central ou por qualquer outro organismo designado pelo Estado, por razões de política monetária, cambial ou de gestão da dívida pública; e ii) as transações sobre ações próprias, efetuadas no âmbito de programas de recompra realizados nas condições legalmente permitidas.

2.3. A relação entre a posse da informação privilegiada e a conduta proibida

Como poderemos conferir com as condutas legítimas acima elencadas, não basta, para se falar em crime de abuso de informação privilegiada, que um dos agentes descritos no ponto I, sejam eles *insiders* ou *tippers*, pratique uma das condutas identificadas no ponto II; e tampouco é proibida a simples obtenção de informação privilegiada. Para determinado

⁶⁷ Considerandos n.ºs (25), (28), (29), (30) e (31) do Regulamento (UE) n.º 596/2014.

agente incorrer em crime de abuso de informação privilegiada, tem de se verificar um nexo de causalidade entre a informação privilegiada e a conduta praticada. Enquanto em determinadas condutas seja simples apurar esta relação, como é o exemplo da transmissão de informação privilegiada – caso em que sem a informação não poderá haver transmissão – noutros casos, essa relação não se apresenta tão simples de demonstrar, como será o exemplo da aquisição de valores mobiliários. A simples aquisição de valores mobiliários não é, por si, uma conduta proibida; ainda que o agente tenha informação privilegiada, apenas consubstanciará abuso de informação privilegiada se o agente usar essa informação para tomar a decisão negocial.

2.4. O elemento subjetivo geral, o dolo (artigos 13.º e 14.º do CP)

Para um sujeito incorrer no crime de abuso de informação privilegiada, não basta a prática da conduta penalmente típica; é também necessária uma relação entre essa conduta e a informação privilegiada, e ainda a intenção de praticar o ato.

A disposição do artigo 378.º do Cod.VM não menciona a exigência de dolo para uma conduta consubstanciar crime de abuso de informação privilegiada. No entanto, não se deve daqui assumir que condutas não dolosas serão punidas. A menção do elemento subjetivo do dolo no artigo 378.º do Cod.VM torna-se desnecessária, uma vez que os artigos 13.º e 14.º do CP já preveem a imputação do agente a título doloso como elemento essencial da punibilidade do agente.⁶⁸

Ficam, deste modo, excluídas situações em que o agente (geralmente *típee*) ignora que possui informação privilegiada e a usa em benefício próprio. Podemos ilustrar a situação com o exemplo de alguém que, inadvertidamente, escuta uma conversa de café e aprende que determinada empresa celebrou um contrato que vai mudar radicalmente o volume de negócios da mesma. Ignorando que se trata de uma informação privilegiada, por não ser um investidor regular, resolve investir na aquisição de ações da empresa em causa. Esta situação preenche os requisitos anteriormente mencionados, ou seja, trata-se de um agente previsto na lei, que obteve de algum modo informação privilegiada e a usa em benefício próprio. No entanto, ao ignorar que a informação não era pública, não teve intenção de usar a informação

⁶⁸ Vide Carvalho, F. P., e Loureiro, F. (2010). “O crime de abuso de informação...”. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, N.º 27, p. 113.

de forma abusiva; não houve dolo na sua conduta. A inexistência de dolo implica assim a não punibilidade do agente.

De referir também que é também punível a tentativa de abuso de informação privilegiada, nos termos do n.º 1 do artigo 23.º do CP, segundo o qual: “*Salvo disposição em contrário, a tentativa só é punível se ao crime consumado respetivo corresponder pena superior a 3 anos de prisão.*” Sabemos, pela leitura dos n.ºs 1 e 2 do artigo 378.º do Cod.VM acima transcritos, que o abuso de informação privilegiada é punível até 5 anos no caso dos *insiders*, e até 4 anos no caso dos *tipers*. Podemos concluir que, em ambas as situações, a tentativa é punível.

PARTE II - ANÁLISE DE ACÓRDÃOS

Nesta parte da nossa dissertação partiremos da análise de dois casos mediáticos – são eles *Chiarella v. United States* e *LaFonta v. AMF* – numa tentativa de perceber que enquadramento teriam à luz do crime de abuso de informação privilegiada, tal como previsto no artigo 378.º do Cod.VM, por nós analisado na primeira parte desta dissertação.

CHIARELLA V. UNITED STATES

A exposição que se segue parte da análise do acórdão *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980), obtido de supreme.justia.com. Parte também da consulta das notas de Douglas W. Hawes⁶⁹ e do artigo de Patricia E. Stern⁷⁰, sobre o caso em apreço.

Síntese do caso

Em janeiro de 1978, Vincent Chiarella foi acusado e, mais tarde, condenado pelo *Trial Court* por 17 crimes de violação do dever de divulgação de informação, ao abrigo do disposto na

⁶⁹ Hawes, D. W. (1981) “A Development In Insider Trading Law In The United States: A Case Note On CHIARELLA v. UNITED STATES”. *Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation*, nº3, pp. 193-197

⁷⁰ Stern, P. E. (1981) “CHIARELLA V. UNITED STATES: the supreme court's common law catch to market insider liability under 10b-5”. *The John Marshall Law Review*, Vol.14, pp 847-872

secção 10(b) e 10(b)(5) do *Securities Exchange Act* de 1934. O *Court of Appeals* confirmou a condenação, sendo a decisão posteriormente revertida pelo *United States Supreme Court*.

Chiarella era tipógrafo numa empresa de impressão de documentos financeiros na *Wall Street*, a '*Pandick Press*'. Nessa categoria, teve acesso a documentos que anunciavam que determinadas empresas seriam objeto de lançamento de Ofertas Públicas de Aquisição (doravante designadas por OPA's). Os nomes das empresas visadas estavam rasurados por se tratar de informação confidencial, ainda não acessível ao público. No entanto, Chiarella conseguiu deduzir os nomes das empresas através de informações constantes nos documentos e da análise do tamanho dos espaços censurados. Com essa informação, Chiarella comprou ações das empresas alvo, ações estas que vendeu logo após o anúncio público das OPA's, ganhando cerca de 30.000 dólares americanos no processo. Em maio de 1977, Chiarella acordou com a SEC (*Securities Exchange Commission*) a devolução dos lucros aos vendedores das ações, o que não o impediu de vir a ser acusado e condenado por abuso de informação privilegiada.

Legislação aplicável

Após o caso *Texas Gulf Sulphur*, a secção 10(b) do *Securities Exchange Act* ('SEA') de 1934 é interpretada no sentido de se exigir uma relação de confiança entre as partes que fundamente um dever específico de divulgação de informação. A secção 10(b)(5) proíbe o uso de qualquer meio para defraudar ou enganar qualquer investidor.

Decisão e argumentos

Chiarella foi condenado pelo *Trial Court* pela violação da secção 10(b) do SEA, apesar de não ser um *corporate insider*, nem ter recebido informação confidencial relativa às **empresas-alvo** da OPA. A informação em que se baseou nas suas transações dizia respeito às intenções da **empresa adquirente** na OPA, não às operações ou situação das empresas-alvo.

A conduta efetuada pelo arguido apenas constitui fraude ao abrigo da secção 10(b)(5) se se identificar um dever específico, que lhe seja imputável, de divulgação de informação aos vendedores previamente à compra das ações. Ocorreu que as instruções dadas ao júri não especificaram esse dever. O *Trial Court* instruiu o júri que existia dever de divulgação perante

qualquer pessoa, perante todos os vendedores e perante o mercado como um todo, e que a falha no cumprimento desse dever constituía fraude no âmbito do 10(b)(5), uma vez que a igualdade de acesso à informação é necessária para os investidores formarem as suas decisões de investimento de forma informada e justa. Ficou apenas por decidir, pelo júri, se o arguido usou informação relevante e não pública, sabendo que os demais investidores a negociar no mercado de valores não tinham acesso à mesma informação.

Perante estas instruções, a decisão do *Trial Court* foi a de condenar, tendo essa decisão sido confirmada pelo *Court of Appeals*. No entanto, nenhum dos referidos tribunais conseguiu identificar uma relação entre o arguido e os vendedores das ações, que pudesse justificar a existência na esfera jurídica do mesmo de um dever específico de divulgação da informação.

No sumário do caso apresentado perante o *United States Supreme Court*, a acusação apresenta uma teoria alternativa com o intuito de reforçar a condenação dos tribunais anteriores. Segundo a mesma, o arguido violou um dever específico de lealdade perante a empresa adquirente quando usou informação obtida em virtude de ser um empregado da tipografia contratada pela dita empresa. A violação deste dever caía no âmbito de aplicação da sec. 10(b), consubstanciando fraude contra quer a empresa adquirente, quer os vendedores das ações.

Apesar de esta teoria estar, na nossa opinião, munida de todo o mérito, foi desconsiderada pelo *United States Supreme Court*, por não estar no âmbito das suas funções apreciar questões que não foram submetidas ao júri.

As instruções dadas ao júri demonstram que Chiarella foi condenado apenas por violar o dever de divulgar informação relevante e não pública aos vendedores aquando da aquisição das ações. Não foi pedido ao júri que apreciasse os deveres prescritos na sec. 10(b) e 10(b)(5) face a qualquer outro agente. Uma vez que não se conseguiu estabelecer nenhum dever específico perante os vendedores que pudesse ser violado e, dada a impossibilidade de se confirmar uma condenação com base numa teoria que não fora apresentada a júri, o *United States Supreme Court* não teve outra solução senão revogar a decisão das instâncias anteriores.

Apesar da absolvição, no acórdão do caso em análise, o *United States Supreme Court* deixou claro que não aprovava a conduta de Chiarella.

De modo a aplicar a regra do 10(b)(5), é necessário começar por identificar os deveres violados. Foram identificados nas condutas de Chiarella dois deveres alegadamente violados com a compra de ações utilizando informação privilegiada:

i) O dever de divulgar informação aos investidores que lhe venderam as ações – concluiu-se que não se pode daqui retirar um dever específico, uma vez que, num mercado impessoal, como é o mercado de valores mobiliários, não se demonstrou defensável a quebra de um dever de confiança, visto que Chiarella não era alguém em quem os vendedores tivessem depositado especificamente a sua confiança; este não era seu intermediário financeiro, nem sequer era alguém com quem já tivessem negociado antes. Tampouco se demonstrou a existência de um vínculo que justificasse um dever fiduciário para com estes;

ii) Em segundo lugar, temos o dever de silêncio perante a empresa adquirente – aqui já se encontra um inquestionável dever de lealdade e confidencialidade para com o seu empregador – a *Pandick Press* – e, conseqüentemente, para com os seus clientes, que foi violado com a utilização da informação em benefício próprio.

No entanto, apenas a primeira teoria foi apresentada para apreciação pelo júri, facto que impediu o *United States Supreme Court* de confirmar a condenação. Este tribunal deparou-se com um duplo impedimento: por um lado, o de não poder condenar o arguido com base num dever a que este não estava sujeito e, por outro lado, por não poder condená-lo com base numa teoria que não fora apresentada ao júri.

Análise do Caso

Informação privilegiada

Caráter não público

A informação de que Chiarella se serviu ao tomar a decisão de comprar as ações era confidencial. Nesta matéria não há controvérsia; o tribunal deu como facto assente o carácter não público da informação, e Chiarella não contestou essa decisão. Esta não foi, portanto, uma questão que tenha levantado discussão no caso em análise.

Compreende-se que assim seja, tendo em consideração o esforço efetuado por Chiarella para descodificar, nos documentos, o nome das empresas-alvo, de onde se retira que a informação não era de livre acesso.

Como concluímos *supra* no lugar apropriado⁷¹, para a informação ser do conhecimento público, é necessário que a mesma seja divulgada através de um meio que permita acesso pelo menos aos investidores e ao mercado onde os valores estão admitidos à negociação em geral. Tal não se verificou e, como resultado, os investidores que venderam as ações sentiram-se lesados por não terem tido a oportunidade de tomar a decisão comercial munidos da mesma informação que levou Chiarella a ter um ganho injustificado.

Caráter preciso

Com o objetivo de determinar se a informação usada por Chiarella tem caráter preciso, servirme-ei dos indicadores identificados no ponto 1.2 *supra*. Como foi nesse ponto referido, a análise do caráter preciso da informação não se basta com a simples subsunção do caso a uma regra geral; apenas casuisticamente poderemos concluir se, de facto, a informação é ou não precisa, para efeitos de categorização como informação privilegiada nos termos do regime jurídico português.

Relembremos os indicadores: i) A informação está sujeita a um dever de segredo pelo emitente – esta sujeição indica que a informação é, de algum modo, sensível, e que não é do conhecimento do público em geral, sendo que apenas um número restrito de pessoas envolvidas com o processo comercial lhe têm acesso; ii) A informação permite a um investidor razoável tomar decisões de investimento com um risco reduzido; iii) A informação tem um previsível impacto no mercado – ou seja, que os investidores passariam a negociar com base nesta informação, a partir do momento em que fosse tornada pública.

Como se pode conferir, estes indicadores obrigam a ter em conta outros requisitos da categorização da informação como privilegiada, nomeadamente o caráter não público, que tratámos no ponto anterior, e a idoneidade da informação para influenciar o valor das ações no mercado. Tentaremos chegar a uma conclusão satisfatória, sem adiantar demasiado a análise referente à idoneidade.

Relativamente ao primeiro indicador, já tivemos oportunidade de ver que a informação estava sujeita a um dever de confidencialidade, uma vez que a intenção de lançamento da OPA ainda não teria sido publicada e, como tal, não era informação do domínio público. Chiarella

⁷¹ Cfr. *supra* ponto 1.1.

teve acesso à informação por virtude do serviço que prestava à empresa adquirente e, ao usar a informação, violou o dever de sigilo que detinha, por força do seu vínculo laboral.

Analisaremos os indicadores seguintes em conjunto, de modo a não adiantar demasiado o que se tenciona analisar mais à frente. Assim, a informação deve ser concreta o suficiente para daí se retirar, com alguma segurança, que terá impacto na cotação dos valores no mercado.

O caso em mãos aparenta não ser particularmente desafiante neste ponto, dado que uma operação da dimensão de uma OPA terá, necessariamente, impacto na cotação dos valores das entidades envolvidas. Inclusivamente servimo-nos do exemplo da OPA para ilustrar os vários níveis de complexidade que a informação poderá ter, sendo que apenas a informação que permita concluir pela efetiva realização da operação, com razoável certeza, se considera informação precisa, para efeitos da categorização como informação privilegiada. No entanto, para determinar se a informação é precisa, deveríamos fazer a análise *ex ante*, ou seja, no momento em que foi obtida. Tal análise mostra-se difícil, uma vez que já sabemos o impacto que a informação teve no mercado quando foi publicada.

Conclui-se assim, facilmente, que a informação de que Chiarella se serviu é precisa, uma vez que dela conseguiu retirar com razoável certeza que a operação iria ter impacto no mercado, permitindo até concluir em que sentido iria influenciar o valor das ações. Ainda que se faça um esforço de recuar ao momento em que Chiarella obteve a informação, cremos que a conclusão será idêntica, uma vez que quando se fala em factos futuros, o critério distintivo consiste em saber se é razoável a conclusão, com base na informação disponível, de que os factos em questão ocorrerão. Parece-nos que, neste caso, a resposta a essa questão terá de ser afirmativa.

Caráter específico

No regime jurídico português, para a informação ser considerada privilegiada, tem também de ser específica. Passando a redundância, isto quer dizer que não é o uso de uma qualquer informação que pode consubstanciar abuso de mercado. A informação privilegiada versa necessariamente, ainda que indiretamente, sobre um ou mais emitentes ou valores mobiliários por si emitidos.

A informação em análise versa diretamente sobre vários emitentes, mais especificamente, trata-se de informação relativa à estratégia e desenvolvimento da atividade do mesmo. A intenção de realizar uma OPA respeita diretamente, quer à empresa adquirente, quer às empresas alvo.

Está aqui em causa o tema da informação – neste caso, a intenção de realização de uma OPA, da qual facilmente se conclui que está diretamente relacionado com os emitentes. É, por isso, informação específica, nos termos do n.º 3 do artigo 378.º do Cod.VM.

Idoneidade para influenciar sensivelmente a cotação dos valores mobiliários no mercado

Após termos verificado o preenchimento dos demais requisitos, apenas podemos considerar a informação como privilegiada se esta for apta a influenciar sensivelmente a cotação dos valores mobiliários no mercado, ou seja, se for *price sensitive*.

À semelhança do requisito da especificidade da informação, também aqui devemos recorrer a um juízo de prognose de modo a determinar se a informação é ou não *price sensitive*. Porém, ao contrário do que ocorre no referido requisito, na determinação da idoneidade, o conhecimento de que se verificou efetivamente uma alteração no valor das ações após o anúncio público da OPA em nada prejudica a nossa análise. Em abstrato, não se deve assumir, pelo facto de se ter verificado uma oscilação significativa nos preços, que a informação é apta a criar esse efeito – tal como poderíamos estar perante uma informação *price sensitive*, ainda que não se tivesse verificado qualquer alteração nos preços. O exercício que se nos apresenta é o de estabelecer uma ligação entre a informação e o efeito verificado, reportando-nos a um momento anterior à tomada de decisão por Chiarella de comprar as ações.

O critério distintivo é o de saber se um investidor razoável utilizaria a informação a que Chiarella teve acesso para tomar as suas decisões de investimento.

Utilizando como referência um investidor razoável⁷², a magnitude esperada do lançamento de uma OPA é indiscutível; a alteração de algo tão fulcral na vida de uma empresa como o seu controle irá, com um confortável grau de certeza, ter um impacto na cotação das suas ações.

⁷² Vide supra no ponto 1.4 o que se considera um investidor razoável.

Para a informação apropriada por Chiarella ser tida por *price sensitive*, tem de ser relevante; ou seja, deve estar de alguma forma relacionada com a OPA, num grau que permita saber algum facto determinante do processo. Tendo em conta que a informação em causa provém de um documento proveniente da empresa adquirente, contendo a intenção da mesma de lançar a OPA, parece-nos razoável afirmar que a informação em causa é tanto relevante como fidedigna.

Embora estejamos já em condições de concluir pela idoneidade da informação para influenciar os preços das ações, devemos também ter em consideração o facto de este tipo de informação, i.e. o anúncio do lançamento de OPAs, ter, na grande generalidade das situações, impacto na cotação das ações. Este critério, ligado ao facto de o emitente ter tentado manter a confidencialidade da informação, não é sempre determinante; mas, neste caso, ajuda a afastar qualquer dúvida que ainda pudesse persistir sobre a idoneidade da informação para influenciar os preços das ações.

Verificados todos os pressupostos, podemos concluir que a informação utilizada por Chiarella na formação da sua decisão negocial é, também no regime jurídico português, tida como informação privilegiada.

Abuso de informação privilegiada

Estabelecido que estamos perante informação privilegiada, cumpre averiguar se a conduta de Chiarella preenche os requisitos legais, consubstanciando abuso de informação privilegiada, nos termos do ordenamento jurídico português; mais especificamente, nos termos do artigo 378.º do Cod.VM.

Qualidades típicas dos Agentes

Em primeiro lugar, cumpre determinar em que categoria de agente se insere Chiarella. Esta análise prende-se com a forma como foi obtida a informação privilegiada. Não está aqui em causa se Chiarella é um potencial agente de abuso de informação privilegiada; pelo simples facto de ser detentor de informação privilegiada é, à partida, potencial agente do crime. Interessa-nos, sim, esclarecer em que qualidade típica se insere.

Os tipos de agentes estão previstos na lei, nas alíneas de a) a d) do n.º 1 do artigo 378.º Cod.VM, e na parte inicial do n.º 2 do mesmo preceito. Uma vez que a norma do n.º 2 é meramente residual, veremos primeiro se Chiarella se insere em alguma das situações descritas no n.º 1.

Podemos excluir, à partida, as alíneas a) e c), dado que Chiarella não é titular de um órgão de administração ou fiscalização; nem é, tanto quanto podemos averiguar, titular de uma participação no capital da empresa adquirente. Tampouco exerce uma função ou profissão pública, pelo que podemos excluir estas como as fontes pelas quais Chiarella obteve a informação.

Também não nos parece que Chiarella tenha cometido uma ilicitude penal na forma como obteve a informação. Os documentos foram-lhe entregues voluntariamente e, embora tenha feito um esforço extraordinário para deduzir a informação que faltava e, por isso, ter obtido conhecimento de factos que “não eram para os seus olhos” – isto é, que o emitente tencionava manter num círculo restrito – não há aqui a prática de qualquer ilícito penal. Poderá dizer-se que a atitude de Chiarella não foi ética; que ele não tinha qualquer direito àquela informação. No entanto, neste ponto, excluimos a alínea d). Consideramos que o ilícito relevante para efeitos desta alínea terá de ser um ilícito penal. Não nos parece que o legislador tenha intencionado aqui incluir situações em que são cometidos outros ilícitos, dado que tal interpretação alargaria o âmbito de aplicação desta alínea para além do razoável.

Como referimos anteriormente, Chiarella teve acesso à informação privilegiada por virtude da sua profissão como tipógrafo. Pode-se considerar que Chiarella se insere na categoria dos *temporary insiders*, que são os agentes que obtêm informação privilegiada devido à relação que mantêm com o emitente, em virtude do exercício de uma profissão ou de uma prestação de serviços com carácter esporádico. Nesse caso, Chiarella seria um *insider*, enquadrando-se na previsão da alínea b). Por outro lado, se considerarmos que a relação que lhe permitiu o acesso à informação é, não com o emitente, mas com o seu empregador, a *Pandick Press*, poderá já não caber na previsão da alínea b) como *insider*. Nesta perspetiva, Chiarella seria um *tippee*, nos termos do n.º 2 do preceito em análise. Não nos parece que esta teoria tenha mérito, uma vez que a informação foi confiada à *Pandick Press* como um todo, incluindo aos seus funcionários, que foram informados que deviam manter a confidencialidade dos documentos com que lidavam, e que a utilização dessa informação constituía fraude.

Ao excluir esta teoria, concluímos então que Chiarella se insere na qualidade típica prevista na alínea b) do n.º 1 do artigo 378.º Cod.VM, estando também sujeito à inclusão das suas informações numa lista de *insiders*, nos termos do artigo 248.º-B do Cod.VM.

Prática de um dos factos descritos

Para se falar em crime de abuso de informação privilegiada, não basta que o agente tenha acesso a informação privilegiada; é necessário que pratique uma das condutas proibidas pelos n.ºs 1 e 2 do artigo 378.º do Cod.VM. Após termos classificado Chiarella como *insider*, enquadrando-se na previsão da alínea b) do n.º 1 do referido preceito, é também no n.º 1 deste artigo, no seu último parágrafo, que estão previstas as condutas que lhe seriam proibidas no nosso ordenamento jurídico.

Da leitura do referido preceito, podemos retirar que, por estar em posse de informação privilegiada, uma das condutas que lhe eram vedadas é a negociação em valores mobiliários com base nessa informação.

Ao comprar ações, estando na posse de informação privilegiada, podemos concluir que Chiarella praticou uma das condutas que consubstanciam abuso de informação privilegiada.

Relação entre a posse da informação e a conduta proibida

Chiarella usou a informação para tomar a decisão negocial de comprar as ações. A informação permitiu-lhe reduzir os riscos associados ao investimento no mercado de valores mobiliários. O nexos de causalidade entre a informação e a decisão negocial é necessário, de modo a excluir da ilicitude comportamentos que não têm qualquer efeito abusivo no mercado – como é o exemplo de um investidor que, estando de boa-fé, atue em cumprimento de uma ordem previamente dada, ou no seguimento de estratégias de investimento previamente estabelecidas, não sendo nestes casos exigível que esse investidor altere essa ordem/estratégia ao se aperceber que tem ganho certo. Os comportamentos que se visam reprimir são aqueles em que as decisões são tomadas devido à informação privilegiada. Chiarella tomou a sua decisão negocial por ter informação da iminência de uma OPA. Prevendo o efeito dessa informação no mercado, adiantou-se a esse efeito, comprado as ações logo que a informação foi publicada, de modo a obter uma vantagem ilícita.

Dolo

No que respeita à responsabilidade criminal, relativa ao abuso de informação privilegiada, o regime jurídico português exige que, para o agente ser punível, tenha agido com dolo. Partindo dos factos dados como provados pelos tribunais americanos, somos levados a concluir que, à luz do direito português, Chiarella terá agido dolosamente. Em primeira linha, por ter usado informação que sabia ser privilegiada, na tomada de decisão da compra das ações, obtendo assim uma vantagem injusta. Dado que a *Pandick Press* era uma empresa tipográfica especializada em documentos financeiros, era do conhecimento de Chiarella que, quer os vendedores das ações, quer o mercado em geral não tinham acesso a essa mesma informação; sendo precisamente por isso que se apressou a comprar as ações logo que a informação chegou ao domínio público, mas antes de os mercados poderem reagir.

CONCLUSÃO

A interpretação restritiva das secções 10(b) e 10(b)(5) levou à revogação, pelo *Supreme Court*, da condenação de Chiarella, considerando que não existia nenhuma relação especial entre este e os vendedores das ações que justificasse o dever de divulgar informação. O desfecho deste caso levou a SEC a adotar a regra prevista na secção 10(e)(3), que proíbe qualquer pessoa que detenha informação privilegiada relativa a uma OPA, independentemente das relações fiduciárias a que possa ou não estar sujeito, de negociar em valores mobiliários da empresa alvo, se a empresa adquirente tiver tomado passos significativos no sentido de iniciar a oferta.

A implementação da regra da secção 10(e)(3) representou um passo importante na evolução da regulamentação do *insider trading* nos Estados Unidos. Ao abdicar da exigência de uma relação fiduciária entre as partes da negociação, permitiu combater mais eficazmente o *insider trading*, abrangendo na sua proibição mais condutas abusivas, e abrindo portas, na nossa opinião, para eventuais posteriores alterações legislativas que abarquem uma visão mais abrangente do abuso de informação.

O caso à luz da lei portuguesa atual revela-se de simples análise. Além da diferença de regimes relativa à previsão das condutas proibidas, também a qualificação do agente conduz a

diferentes resultados. Chiarella foi considerado *típee* e julgado como tal, enquanto a nossa análise levou-nos a qualificar o agente como *insider* por ter obtido a informação privilegiada em virtude da sua profissão.

Não temos aqui a ambição de fazer uma análise comparativa entre os regimes, mas pareceu-nos relevante fazer esses esclarecimentos.

No que toca ao regime português, a análise deste caso permitiu-nos percorrer os conceitos teóricos explanados na primeira parte do trabalho e perceber como se aplicam na prática. Permitiu-nos especialmente aprofundar a distinção entre *insider* (entendido como os sujeitos previstos no n.º 1 do artigo 378.º do Cod.VM) e *típee* (entendido como os sujeitos previstos no n.º 2 do artigo 378.º do Cod.VM).

LAFONTA V AMF

Para a análise que se segue, partimos do acórdão do tribunal de justiça *Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers (Lafonta v. AMF)*, C-628/13 (2013), obtido de curia.europa.eu. A exposição do caso parte da leitura do referido acórdão e do comunicado de imprensa n.º 33/15 do TJUE.

Síntese do caso

Entre dezembro de 2006 e junho de 2007, Wendel SA, uma sociedade francesa especializada em investimento, contratou com 4 instituições de crédito (doravante designadas por bancos) contratos de *Total Return Swaps* (TRS) tendo por ativo subjacente ações da Saint-Gobain SA, uma sociedade produtora de materiais de construção.

Numa transação deste tipo, uma das partes, geralmente uma instituição de crédito, assume a obrigação de pagar ao investidor, por um determinado período de tempo, os rendimentos gerados pelo ativo subjacente. Por sua vez, o investidor paga à instituição de crédito uma renda pelo serviço prestado e, no evento de o ativo subjacente desvalorizar na pendência do contrato, paga também o decréscimo de valor verificado. Este mecanismo permite ao investidor beneficiar da valorização de um ativo subjacente, bem como dos rendimentos gerados, sem que este tenha de adquirir o ativo em questão. Assim, o investidor obtém os

efeitos financeiros do ativo subjacente sem que seja necessária a transferência de propriedade, ficando numa situação de simples exposição económica face aos ativos.

No término do contrato, seja por caducidade do mesmo, seja por iniciativa do investidor, calcula-se a diferença entre o “preço de referência”, i.e. o preço do ativo subjacente à data da celebração do contrato, e o “preço de liquidação”, i.e. o preço do ativo aquando do término do contrato. Caso o preço de liquidação seja superior ao preço de referência, o banco paga ao investidor a mais-valia; no caso de o preço de liquidação ser inferior ao preço de referência, o investidor terá de pagar ao banco a diferença.

Neste caso, tal como *supra* referido, os contratos que a Wendel celebrou com os 4 bancos teriam por ativo subjacente ações da Saint-Gobain. Para esse efeito, os bancos adquiriram 85 milhões de ações da Saint-Gobain.

Paralelamente à celebração das TRS, Wendel obteve, junto dos bancos e de uma outra instituição de crédito, financiamento no valor aproximado dos contratos.

Ao decidir, em 3 de setembro de 2007, liquidar progressivamente os TRS, Wendel adquiriu entre essa data e 27 de novembro de 2007 mais de 66 milhões de ações, representando 17,6% do capital da Saint-Gobain. No período compreendido entre 26 de setembro de 2007 e 26 de março de 2008, Wendel informou a *Autorité des marchés financiers* (“AMF”)⁷³, no cumprimento das suas obrigações legais, que tinha ultrapassado as barreiras de 5%, 10%, 15% e 20% do capital social da Saint-Gobain.

Apesar de o conselho de administração da Wendel ter tomado oficialmente a decisão de transformar a exposição económica à empresa Saint-Gobain na aquisição de uma participação significativa no capital desta, em 3 de setembro de 2007, foi do entender da AMF que a Wendel teria essa intenção desde a celebração dos TRS.

A prova contida no relatório de investigação da direção das investigações e da supervisão dos mercados da AMF sobre as condições de aumento de capital da Saint-Gobain pela Wendel, bem como a coincidência temporal entre a celebração dos TRS e da obtenção de financiamento, que mais tarde viria a ser usado na aquisição das ações, demonstra que a intenção de adquirir uma participação significativa no capital da Saint-Gobain antecede os próprios TRS, que teriam sido celebrados com o objetivo de facilitar a aquisição de ações.

⁷³ A AMF é a autoridade francesa reguladora dos mercados financeiros, correspondente à CMVM em Portugal.

Legislação aplicável

Artigos 2.º a 4.º da *Market Abuse Directive* (“MAD”), que proíbe os participantes no mercado de negociar, divulgar e fazer recomendações de investimento com base em informação privilegiada.

Artigo 6.º da MAD, que exige aos emitentes o dever de divulgar quaisquer informações privilegiadas que lhes digam diretamente respeito, a menos que tal divulgação possa prejudicar os interesses legítimos dos emitentes.

Decisão e argumentos

Como consequência, a AMF acusou Wendel de violar o dever de divulgar as principais características da operação financeira, que tinha por objetivo permitir à Wendel a aquisição de uma percentagem significativa do capital social da Saint-Gobain; e de violar o dever de divulgação da execução dessa operação financeira. Por decisão da comissão de sanções da AMF, em 13 de dezembro de 2010, que considerou estas acusações como provadas, foram aplicadas duas coimas de 1,5 milhões de euros, respetivamente, à Wendel e a Jean-Bernard Lafonta, presidente do seu conselho de administração.

Lafonta interpôs recurso de anulação contra a decisão da AMF no *Cour d’Appel* de Paris, que negou provimento ao mesmo. Não se conformando com essa decisão, Lafonta interpôs recurso de revista desse acórdão.

Lafonta defende que não havia qualquer dever de divulgar a informação relativa às características da operação financeira em questão, uma vez que a informação não era precisa o suficiente para que se pudesse dela retirar em que sentido (valorização ou desvalorização) afetaria as ações da Wendel.

A AMF responde que para a informação ser considerada como tendo o “caráter preciso”, não é necessário que permita prever em que sentido vai influenciar a cotação os valores mobiliários – bastando, para tal, que se consiga prever uma alteração nos preços dos valores mobiliários em causa.

Dada a aparente insuficiência da letra das diretivas europeias⁷⁴ para resolver esta divergência, o *Cour de Cassation* francês, tribunal onde o processo foi submetido em última instância, decidiu suspender a instância e pedir esclarecimentos quanto a este aspeto ao Tribunal de Justiça da União Europeia.

O pedido de reenvio prejudicial foi feito nos seguintes termos: “Devem os artigos 1.º (ponto) 1 da Diretiva 2003/6/CE e o n.º 1 do artigo 1.º da Diretiva 2003/124/CE ser interpretados no sentido de que só podem constituir informações com carácter preciso, na aceção dessas disposições, as informações das quais seja possível deduzir, com um suficiente grau de probabilidade que, uma vez tornadas públicas, a sua potencial influência nos preços dos instrumentos financeiros em causa se exercerá num determinado sentido?”⁷⁵

O Tribunal de Justiça decidiu no sentido de considerar como precisa toda a informação que permita prever uma alteração na cotação dos instrumentos financeiros visados, ainda que não permita determinar o sentido dessa alteração.

Análise do Caso

Informação privilegiada

Informação não pública

Ao contrário do que se verificou no caso *Chiarella V. United States*, não há aqui apropriação de informação alheia. A informação em causa diz respeito às operações financeiras realizadas pela empresa Wendel, e o caso em questão prende-se pela falha na divulgação de características essenciais dessas operações.

Como tivemos oportunidade de referir anteriormente, para uma informação se tornar pública, tem de ser divulgada pelo emitente através de um meio que propicie a divulgação da mesma junto aos investidores e ao mercado onde os valores estão admitidos à negociação em geral. Embora Wendel tenha divulgado eficazmente parte da informação, nomeadamente a aquisição de uma percentagem significativa do capital social da Saint-Gobain, faliu no

⁷⁴ Diretiva 2003/6/CE e Diretiva 2003/124/CE.

⁷⁵ Ponto 20 do Acórdão do Tribunal De Justiça (Segunda Secção) no processo C-628/13 de 11 e março de 2015.

dever de divulgar características essenciais das operações financeiras realizadas, que facilitaram a referida aquisição.

Essas características, que mais tarde explicitaremos, ao não serem divulgadas são – passando a redundância – informação não pública.

Informação precisa

O caráter preciso da informação é precisamente a grande questão neste caso. A AMF acusou e sancionou Lafonta e a empresa Wendel e por não terem divulgado as características essenciais das operações financeiras realizadas, e por não terem divulgado atempadamente a realização dessas operações. Lafonta, como presidente do conselho de administração da empresa Wendel, defende que a informação em causa não é privilegiada por não ser precisa e, como tal, não estaria sujeita a qualquer dever de divulgação.

Na perspectiva de Lafonta, a informação sobre as características das operações financeiras realizadas pela empresa Wendel não é precisa, uma vez que não permite antever o sentido em que irá afetar as ações da empresa. Apenas a informação que indique se o preço do título em causa vai subir ou baixar é que permite a quem a detenha saber se deve comprar ou vender, e só nessa situação existe uma vantagem em relação aos demais investidores no mercado, segundo Lafonta.

A AMF não partilha desta perspectiva, considerando que essa interpretação não tem consubstanciação nas diretivas, ultrapassando o seu teor literal.

Esta questão foi, como tivemos já oportunidade de referir, alvo de um reenvio prejudicial para o Tribunal de Justiça.

O Tribunal de Justiça considerou que não parece resultar das diretivas que a “informação precisa” abranja apenas informação que permita determinar o sentido da alteração dos preços dos instrumentos financeiros em causa. A única informação que pode ser considerada imprecisa à luz das diretivas é a que, sendo geral e vaga, não permite concluir se os preços dos instrumentos financeiros em causa sofrerão qualquer efeito.

Tendo como critério de referência um “investidor razoável”, considera-se que uma informação, ainda que não permita determinar o sentido do efeito que terá nos preços dos instrumentos financeiros em causa, pode estar na base de uma decisão de investimento. Além

disso, a crescente complexidade dos mercados financeiros torna particularmente difícil determinar com precisão o sentido do potencial efeito nos preços dos instrumentos financeiros.

O entendimento contrário permitiria, em última análise, ao detentor da informação alegar qualquer incerteza como pretexto para se isentar do dever de divulgação da informação e com isso, beneficiar da informação em detrimento dos demais intervenientes no mercado.

Informação específica

Como vimos, para uma informação ser privilegiada, tem de dizer direta ou indiretamente respeito ao emitente ou a valores mobiliários por si emitidos. Para efeitos do dever de divulgação de informação, previsto no 248.º, apenas a informação que diretamente se relaciona com o emitente ou valores mobiliários por si emitidos é, para este efeito, considerada informação privilegiada.

As transações e outras operações efetuadas pelo emitente – neste caso Wendel – não levantam dúvidas quanto à sua especificidade. Uma vez que estão intimamente ligadas à posição financeira do emitente e suas estratégias, é ele quem está em melhores condições para as divulgar. Neste caso específico, é o emitente a única entidade com acesso a esta informação, e logo é esta a única entidade sobre o qual recai o dever de divulgação.

Idoneidade de influenciar preço no mercado

A análise da idoneidade exige ao intérprete um exercício de prognose. Como já adiantámos em parte no ponto relativo ao carácter preciso da informação, é apta a influenciar o preço no mercado a informação que o investidor razoável, com o intuito de maximizar o seu interesse económico, utilizaria para fundamentar, no todo ou em parte, a sua decisão de investimento.

Embora Lafonta defenda que apenas a informação que permita prever se determinado instrumento financeiro vai valorizar ou desvalorizar pode atribuir vantagem a quem a detém, em detrimento dos demais investidores nesse mercado, não subscrevemos essa opinião. À luz da decisão do Tribunal de Justiça sobre o carácter preciso da informação e do que tem vindo a ser discutido sobre o tema, consideramos que um investidor razoável utilizaria toda a informação disponível para formar a sua decisão de investimento. Embora não consiga

prever em que sentido a informação irá influenciar o preço de determinado instrumento financeiro no mercado, o simples facto de a informação permitir prever que vai haver uma oscilação no preço, já irá influenciar em maior ou menor grau as suas decisões de investimento. Queremos com isto dizer que, para uma informação se considerar idónea para influenciar os preços no mercado, não é necessário que permita ao investidor basear nela todo o peso da sua decisão de investimento; basta que seja relevante o suficiente para ser tomada em consideração, por um investidor razoável, na formação da decisão de investimento.

Conclusão

Este caso permite-nos aprofundar a noção de informação privilegiada, nomeadamente no que refere ao carácter preciso da mesma. Os deveres alegadamente violados pela Wendel e por Lafonta, na categoria de presidente do conselho de administração da referida empresa, são os deveres que classificámos neste trabalho como preventivos do abuso de informação privilegiada. Especificamente, Lafonta foi acusado de falhar no dever de divulgação atempada da transação, no âmbito do dever de comunicação de transações – em Portugal previsto no artigo 248.º-B do Cod.VM – e no dever de divulgação de informação privilegiada relativamente à natureza das referidas transações – dever este que está previsto no nosso ordenamento, no artigo 248.º do Cod.VM. Como podemos ver, o abuso de mercado pode tomar diversas formas, ainda que não haja lugar a abuso de informação privilegiada.

Embora reconheçamos o relevo destes deveres, razão pela qual lhes fizemos uma leve abordagem no capítulo relativo à prevenção do abuso de informação privilegiada, não serão aqui aprofundados, por fugirem ao escopo do presente trabalho.

Desta análise, concluímos que o caso em apreço não se enquadra no tipo criminal previsto e punido no artigo 378.º do Cod.VM, uma vez que não está aqui em causa uma utilização abusiva de informação privilegiada.

PARTE III – CONCLUSÃO

A regulação do abuso de informação privilegiada não visa garantir a igualdade informativa entre os participantes do mercado; visa, sim, garantir que há igualdade de acesso à informação. Investidores especialmente diligentes estarão sempre melhor informados; não pela sua qualidade profissional, mas pelo esforço que empregam na busca de informação. Esta assimetria “natural” não é o que se visa reprimir com a regulação do abuso de informação privilegiada, uma vez que não se pode considerar uma vantagem injusta, nem se compreende que tenha efeitos nefastos no mercado e na confiança dos investidores.

O crime de abuso de informação privilegiada, que, como vimos, encontra-se no nosso ordenamento jurídico previsto e punido no artigo 378.º do Cod.VM, baseia-se logicamente na existência de informação privilegiada.

A análise dos vários pressupostos inerentes quer à informação privilegiada, quer ao crime de abuso de informação privilegiada, permitiu-nos compreender não só a sua complexidade, mas também a sua importância. Num mercado de valores cada vez mais complexo, os métodos de prevenção e punição do abuso de informação privilegiada devem estar em frequente evolução, sob pena de rapidamente se tornarem obsoletos e incapazes de atingir o seu fim.

Com a análise do caso *Chiarella v. United States*, foi-nos possível percorrer os pressupostos e conceitos apresentados na primeira parte do trabalho. Desta análise, concluímos que este caso, com a matéria fáctica tal como foi dada por provada pelos tribunais americanos, consubstanciaria em Portugal crime de abuso de informação privilegiada, preenchendo todos os pressupostos do tipo legal. Este caso, embora de simples enquadramento face ao artigo 378.º do Cod.VM, permitiu-nos, devido em parte à diferença de regimes, um aprofundamento da distinção entre *insiders* e *tippers*, que não seria possível com a mera explicação teórica dos conceitos.

Já o caso *Lafonta v. AMF* levou-nos a aprofundar a noção de informação privilegiada, nomeadamente o que se entende com o carácter preciso da mesma. Esclareceu-se que, para a informação ser privilegiada não é necessário que dela se consiga retirar o sentido em que vai influenciar a cotação dos instrumentos financeiros (se vai valorizar ou desvalorizar), basta que permita prever a volatilidade dos preços; ou seja, basta que permita a previsão de que os preços vão oscilar, uma vez que isso é suficiente para fundamentar, ainda que em parte, a decisão negocial de um investidor razoável.

No entanto, a ilicitude aqui cometida prende-se com a falha no dever de comunicação de transações, e com a falha no dever de divulgação de informação relativamente à natureza dessas transações – deveres que em Portugal estão previstos nos termos dos artigos 248.º-B e 248.º do Cod.VM

Assim, não foi possível fazer o enquadramento deste caso face ao tipo previsto no artigo 378.º do Cod.VM, uma vez que a conduta de Lafonta não consubstancia crime de abuso de informação, nos termos e com os pressupostos em que foi nesta dissertação analisado.

Ao contrário do que verificámos no caso Chiarella, não encontramos neste caso diferenças significativas entre os regimes jurídicos aplicáveis. Tendo em conta que, tal como em Portugal, a regulamentação dos mercados em França está sujeita à observância das mesmas diretivas, nomeadamente da MAD e das Diretivas de execução (nível 2 no processo de *Lamfalussy*), o regime confunde-se. Este é o resultado da harmonização da regulamentação da matéria nos Estados-Membros, que permite diminuir a insegurança jurídica dos emitentes e investidores num mercado europeu que se pretende cada vez mais unificado.

Bibliografia

- Di Noia, C., & Gargantini, M. (9 de Junho de 2009). The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions. *Rivista delle Società*, No. 4/2009. Obtido de <http://www.assonime.it/>
- Antunes, J. B. (2004). Notas Pessoais sobre o Processo *Lamfalussy*. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N°18, pp. 48-61.
- Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (U.S. Supreme Court 5 de Novembro de 1979).
- CMVM. (2008). *Abuso de Informação Privilegiada – Conceitos, Comportamentos Proibidos, Consequências Legais, Linhas de Orientação e Decisões Judiciais*. Obtido em 2015, de www.cmvm.pt:
<http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Anexos/Pages/Abuso-de-Inforna%C3%A7%C3%A3o-Privilegiada.aspx>
- Dolgoplov, S. (s.d.). *The concise Encyclopedia of economics : Insider Trading*. Obtido em 2015, de www.econlib.org/library/Enc/InsiderTrading.html
- Entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes - Conceitos, Linhas de Orientação, Exemplos e Condutas a Adotar*. (2008). Obtido de www.cmvm.pt
- Entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes - Conceitos, Linhas de Orientação, Exemplos e Condutas a Adotar*. (2008). Obtido de www.cmvm.pt
- ESME Report. (2007). *Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation*. Bruxelas.
- Fair To All People: The SEC and the Regulation of Insider Trading*. (s.d.). Obtido de SEC historical society - The Virtual Museum and Archive of the History of Financial Regulation: http://www.sechistorical.org/museum/galleries/it/fullDisclosure_a.php
- Fair To All People: The SEC and the Regulation of Insider Trading*. (s.d.). Obtido em 2015, de SEC historical society - The Virtual Museum and Archive of the History of Financial

Regulation:

http://www.sechistorical.org/museum/galleries/it/fullDisclosure_a.php

Faria Costa, J., & Ramos, M. (2006). *O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading) : a informação enquanto problema jurídico-penal*. Coimbra: Coimbra Editora.

Gomes, F. (1996). *Insider Trading*. Valadares: APDMC - Associação Portuguesa para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais.

Hawes, D. W. (1981). A Development In Insider Trading Law In The United States: A Case Note On CHIARELLA v. UNITED STATES. *Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation* n°3, pp. 193-197.

Historical Timeline - History of Insider Trading, 1611-2012, with an Emphasis on Congressional Insider Trading. (s.d.). Obtido de ProCon: insidertrading.procon.org/view.resource.php?resourceID=002391#1950

Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers, C-628/13 (Segunda Secção do Tribunal de Justiça da União Europeia 2 de dezembro de 2013).

Pinto, F. L., & Veiga, A. B. (Dezembro de 2001). Natureza, Limites e Efeitos Das Recomendações e Pareceres Genéricos da CMVM. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários - N.º 12*, pp. 273-285.

Proença de Carvalho, F., & Loureiro, F. (2010). O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading), em especial a questão dos administradores como insiders primários, quando actuam em representação da sociedade. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, N°27, pp. 111-119.

Santos, F. M. (2011). *Divulgação de Informação Privilegiada*. Coimbra: Almedina.

Stern, P. E. (1981). CHIARELLA V. UNITED STATES: the supreme court's common law catch to market insider liability under 10b-5. *The John Marshall Law Review* Vol. 14, pp. 847-872.

TJUE CURIA. (11 de Março de 2015). Acórdão no processo C-628/13. *Comunicado de Imprensa n°33/15*. Luxemburgo.