

Publicação disponível em: <https://blook.pt/publications/publication/aca60e686ff0/>

OS CRIMES CONTRA O MERCADO: ÂMBITO MATERIAL E SIGNIFICADO POLÍTICO-CRIMINAL APÓS A REFORMA DE 2017

FREDERICO DA COSTA PINTO

REVISTA DE DIREITO FINANCEIRO E DOS MERCADOS DE CAPITALIS, VOL. 1 (2019), NO. 5, 471-506



FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO
Professor Associado da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa
Assessor do Conselho de Administração da CMVM
Investigador do grupo CRIMINALIA (CEDIS-Nova Direito)

Os crimes contra o mercado: âmbito material e significado político-criminal após a reforma de 2017¹

Crimes against the markets: material scope and political-criminal significance after the 2017 reform

RESUMO: A reforma de 2017 da parte sancionatória do CVM trouxe alterações significativas ao elenco de crimes contra o mercado, ao âmbito das incriminações do abuso de informação privilegiada e da manipulação do mercado e ao sistema de fontes que delimitam a intervenção penal neste sector. O presente texto apresenta o regime atual e as novas soluções que, por influência da reforma europeia do abuso de mercado de 2014, foram acolhidas entre nós e traça algumas possíveis linhas de evolução, identificando três áreas que merecem a atenção do legislador no futuro: envio doloso de informações falsas aos reguladores, falsificação de informação financeira e contabilística de emitentes e intermediários financeiros e gestão ruínosa destas entidades.

Palavras-chave: (i) crimes contra o mercado; (ii) abuso de informação privilegiada; (iii) manipulação do mercado

¹ As opiniões apresentadas neste estudo são exclusivamente pessoais e não podem, em caso algum, ser atribuídas às instituições a que me encontro profissionalmente ligado (FDUNL e CMVM), nem ao grupo de trabalho que preparou a reforma do abuso de mercado de 2017, que tive o privilégio de coordenar.

ABSTRACT: The 2017 reform of the CVM sanctioning part brought significant changes to the list of crimes against the markets, the scope of insider dealing and market manipulation crimes, and to the system of sources that delimit criminal intervention in this sector. This text presents the current regime and the new solutions which, under the influence of the 2014 European Market Abuse Reform, were adopted among us, and outlines some of the possible lines of evolution, identifying three areas that deserve the legislator's attention in the future: communication of false information to regulators, falsification of financial and accounting information of issuers and financial intermediaries, and mismanagement of these entities.

Keywords: (i) capital markets crimes; (ii) insider dealing; (iii) market manipulation

SUMÁRIO: 1. A evolução dos crimes contra o mercado e a reforma de 2017. 2. Caracterização dos crimes contra o mercado. 3. O abuso de informação privilegiada e os alargamentos de 2017. 4. A manipulação do mercado e a negociação algorítmica de alta frequência. 5. Novos mercados, novas incriminações. 6..O uso de informação falsa ou enganosa na captação de investimento. 7. As regras especiais de exclusão da responsabilidade. 8. O novo regime de proteção de denunciadores. 9. Tendências de evolução. Bibliografia.

1. A evolução dos crimes contra o mercado e a reforma de 2017

O elenco de crimes contra o mercado de valores mobiliários manteve-se aparentemente estável nas últimas décadas. Numa leitura simples, o sistema penal português integra há mais de três décadas os crimes de manipulação do mercado e de abuso de informação privilegiada: o crime de manipulação de preços estava previsto no artigo 276.º do Código Penal de 1852/86 e o Código das Sociedades Comerciais (CSC) integrou, na sua parte sancionatória, um crime de *manipulação fraudulenta de cotações de títulos* (artigo 525.º) e outro de *abuso de informações* (artigo 524.º)². Mas, na realidade, apesar

² Elementos sobre a evolução histórica destas incriminações, entre nós, encontram-se em Sérgio Vasques, *A Manipulação do Mercado de Valores Mobiliários*, APDMC: Valadares

de terem a mesma referência nominal, o conteúdo das incriminações tem variado substancialmente ao longo dos anos, por vezes de forma subtil e pouco perceptível.

Podemos identificar três grandes linhas de alterações: uma primeira corresponde à mutação da natureza do tipo incriminador que, apesar de manter a mesma designação legal, sofreu alterações na sua *ratio* de tutela; a segunda traduz-se no alargamento material do âmbito dos tipos incriminadores existentes, integrando no mesmo novas condutas ilícitas, por modificação explícita do tipo legal ou por inclusão de novas realidades na previsão típica, sem alteração formal da lei; a terceira corresponde ao aditamento de novos crimes contra o mercado, com novas condutas ilícitas, novos bens jurídicos e novos tipos incriminadores.

Uma primeira alteração ao mapa legal destas incriminações verifica-se quando entra em vigor o Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991 (CodMVM). Este diploma, tipificou os crimes de *abuso de informação* (artigo 666.º) e de *manipulação do mercado* (artigo 667.º), tendo revogado expressamente as incriminações previstas nos artigos 524.º e 525.º do CSC. A tipificação do crime de abuso de informação em 1991 foi então determinada (e condicionada) pela transposição da Diretiva n.º 89/592/CEE, de 13 de novembro (coordenação das regulamentações respeitantes às operações de iniciados). A alteração descrita não se traduziu apenas na substituição das incriminações previstas no CSC por outras equivalentes: foi modificada a natureza de cada incriminação, a sua *ratio* de tutela e o seu âmbito material. Vejamos, ainda que sumariamente, em que termos tal aconteceu.

Os crimes de *abuso de informações* e de *manipulação fraudulenta de cotações de títulos* previstos no CSC eram *ilícitos societários* e não crimes contra o mercado. Os interesses tutelados correspondiam a bens jurídicos protegidos enquanto interesses das sociedades comerciais: a proteção penal das informações societárias

(1997), 17 ss.; Fátima Gomes, *Insider Trading*, APDMC: Valadares (1996), 63 ss.; Frederico de Lacerda da Costa Pinto, *O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários*, Almedina: Coimbra (2000), 38 ss..

e tutela penal da credibilidade económica das cotações das ações ou o valor das obrigações da sociedade. No CSC o crime de abuso de informações é, na verdade, um crime de revelação ilegítima de segredos ou de aproveitamento abusivo dos mesmos, contra os interesses das sociedades comerciais e dos seus sócios, correspondendo apenas um dos ilícitos incluídos no atual crime de abuso de informação privilegiada. O crime de manipulação fraudulenta de cotações de títulos, por seu turno, constituía uma modalidade especial de manipulação de preços (crime que estava previsto no artigo 276.º do Código Penal de 1952/86). Não eram, portanto, crimes económicos, mas sim crimes societários. Por isso mesmo, e de forma coerente, o CSC fazia acompanhar a intervenção penal de regimes especiais de natureza cível: estorno compulsivo de mais valias obtidas com a prática do crime, a favor da sociedade lesada, e possibilidade de recurso a mecanismos de destituição judicial de titulares de órgãos sociais envolvidos nos crimes (artigo 449.º e 450.º do CSC).

O CodMVM alterou a natureza das incriminações, deslocando a *ratio* da tutela da sociedade comercial para o mercado dos ativos. Os crimes de abuso de informação e a manipulação do mercado passam a ser vistos como crimes contra o mercado e a idoneidade lesiva do ilícito passa a ser aferida pela sua aptidão para influenciar o mercado dos ativos ou alterar artificialmente o seu regular funcionamento. O centro axiológico de tutela deixa de ser a sociedade e os seus sócios e passa a ser o mercado em que os ativos se negociam. Por isso mesmo, não devia o legislador (em 1991) ter revogado expressamente os crimes de abuso de informações e de manipulação fraudulenta de cotações de títulos previstos no CSC, porque estes se aplicavam a qualquer sociedade comercial (e não apenas a sociedades cotadas) com a finalidade de proteger as suas informações e a integridade do valor económicos dos seus ativos. Com a revogação expressa das incriminações do CSC só as informações e ativos de sociedades relacionadas com um mercado onde se formem cotações e preços de forma regular é que estão protegidos pelo sistema penal. As demais sociedades poderão apenas (e eventualmente) invocar os crimes de revelação e aproveitamento ilegítimo de segredos, previstos nos artigos 195.º e 196.º do CP. De qualquer modo, continuam em vigor (porque não foram abrangidos

pela norma revogatória de 1991) os mecanismos cíveis de estorno de mais valias e de destituição de titulares de órgãos sociais previstos no CSC (artigos 449.º e 450.º).

O segundo tipo de alterações que se podem identificar nas incriminações referidas ocorre nas reformas de 1997 e de 2006 e incide, essencialmente, na concreta configuração dos tipos incriminadores.

A reforma de 1997 veio substituir o CodMVM pelo CVM. Todo o texto do código foi profundamente reformulado e alterado, no plano substancial e na técnica jurídica usada. As incriminações de abuso de informação e de manipulação do mercado foram mantidas (artigos 378.º e 379.º do CVM), mas com uma profunda reformulação na estrutura dos tipos incriminadores, tendo sido adotadas (por influência da lei italiana e de forma congruente com as técnicas legislativas usadas entre nós) descrições típicas mais simples, sem elementos subjetivos especiais da ilicitude, e eliminadas complexas articulações causais de elementos que, tendo de ser objeto de prova (por serem elementos típicos), motivavam alguma complexidade processual, inútil e sem qualquer vantagem político-criminal³. As penas foram moderadamente elevadas (de 2 para 3 anos de prisão) e a multa convertida em sanção alternativa (deixando de ser cumulada com a pena de prisão, como acontecia no CodMVM).

A reforma de 2006 veio transpor para o ordenamento nacional a Diretiva n.º 2003/6/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de Janeiro, relativa ao abuso de mercado (*Market Abuse Directive*, conhecida internacionalmente como *MAD I*)⁴. E com ela verifica-se um primeiro alargamento típico do abuso de informação privilegiada que, em função da experiência dos atentados de 11 de setembro de 2001 e a sua relação com os mercados financeiros, passou a contemplar a conexão da informação com a prática de um facto ilícito praticado ou a praticar. Deste modo, a informação privi-

³ Desenvolvimentos em Costa Pinto, *O novo regime cit.*, n.2, 69 ss., 83 ss..

⁴ Sobre a evolução das reformas europeias em matéria de abuso de mercado (e os vários instrumentos usados para o efeito), veja-se Helena Magalhães Bolina, *A Revisão das Diretivas do Abuso de Mercado: Novo Âmbito, o mesmo Regime*, CadMVM – Número Especial: Ensaio de Homenagem a Amadeu Ferreira, II (2015), 11-28, 11 ss., onde se identificam as principais alterações em relação à reforma europeia de 2003.

legiada sofre uma alteração muito significativa, porque deixa de ser apenas *corporate information* passando a ser também *non corporate information*: informação obtida através da prática de um crime e informação associada à realização futura de um crime com impacto no mercado dos ativos (como aconteceu com os atentados de 11 de setembro).

A crise financeira de 2008 levou o legislador a elevar as penas dos crimes em causa para 5 anos de prisão, através da Lei n.º 28/2008, de 19 de junho, o que foi concretizado sem alteração do âmbito dos tipos incriminadores. A reforma foi mais simbólica do que necessária e correspondeu fundamentalmente a uma afirmação de censura do poder político ao crime económico. Mas o agravamento das penas foi moderado e proporcional, pois, por um lado, os 5 anos de prisão correspondiam à pena prevista também para os crimes patrimoniais de média gravidade acolhidos no Código Penal (CP) (furtos, abusos de confiança, burlas) e, por outro, estava ainda muito longe das agravações de outros países da União Europeia, em que as penas podem ultrapassar os 10 anos de prisão (caso de Itália, por exemplo). No plano material, pode dizer-se que o legislador acabou por reconhecer a elevada danosidade da criminalidade económica.

Entretanto, começaram a ser utilizadas na intermediação financeira práticas de negociação algorítmica de alta frequência, em que os sistemas informáticos eram programados para reagir a variações do mercado, alterando de forma significativa a negociação diária por cruzamento sucessivo de ofertas desencadeadas automaticamente. Os cursos negociais assim criados deram origem a enormes problemas, onde avultava a dimensão e a artificialidade dos negócios realizados. E, portanto, tais práticas colocavam diretamente em causa a regularidade do mercado, a fiabilidade da liquidez e das cotações criadas, prejudicando seriamente os interesses dos emitentes e dos investidores. A União Europeia chegou a ter em curso reformas legislativas para incluir tal matéria no âmbito da manipulação do mercado (*v.g.* a proposta de Regulamento COM (2011) 611), o que acabou por ser assumido com o reconhecimento político-criminal de que o tipo incriminador da manipulação do mercado já podia abranger uma parte dessas realidades. Em suma, o âmbito de vigência material da incriminação da manipulação do mercado acabou por

ser alargado pela sua aplicação a novas realidades negociais, sem alteração imediata da lei⁵.

A terceira linha de alterações aos crimes contra o mercado de valores mobiliários verifica-se a partir de 2014, com um extenso e profundo pacote legislativo da União Europeia, que incluiu o Regulamento (UE) n.º 596/2014 (Regulamento do Abuso de Mercado) e a Diretiva 2014/54/UE (Diretiva do Abuso de Mercado), ambos do Parlamento e do Conselho, de 16 de abril de 2014, acompanhados pela publicação sucessiva de mais de quinze instrumentos de outra natureza (regulamentos delegados, diretivas de execução, orientações e normas técnicas). Aqueles dois instrumentos normativos são internacionalmente designados, respetivamente, como *Market Abuse Regulation (MAR)* e *Market Abuse Directive (MAD II)*⁶.

A reforma europeia veio a ser concretizada entre nós através da Lei n.º 28/2017, de 30 de maio, que trouxe alterações muito significativas ao regime penal do mercado de valores mobiliários. Alterações que se fizeram sentir no sistema de fontes relevante para a compreensão e delimitação dos tipos incriminadores, na interação dos tipos incriminadores da lei nacional com o Direito da União Europeia, no âmbito material das incriminações (que passaram a incluir novos ilícitos) e no próprio elenco de crimes contra o mercado, que foi expressamente alargado a novas incriminações⁷. Desas alterações se dará adiante conta de forma mais pormenorizada, a propósito de cada um dos temas tratados.

2. Caracterização dos crimes contra o mercado

Os crimes contra o mercado são crimes económicos, isto é, contemplam factos que põem em perigo ou lesam estruturas e valores

⁵ Para uma leitura sobre o significado deste fenómeno na expansão da intervenção penal, Frederico de Lacerda da Costa Pinto, *Tendências e rupturas na evolução do Direito Penal Económico*, I/3 CLR (2017), 91-113, 100 ss..

⁶ Em pormenor, Helena Bolina, *A Revisão cit.*, n.4, 13 ss..

⁷ Veja-se, Frederico de Lacerda da Costa Pinto, *O novo regime europeu do abuso de mercado e a adaptação do sistema sancionatório nacional*, em *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, coord. Paulo Câmara, Almedina: Coimbra (2017), 33-42, 33 e ss..

essenciais do funcionamento dos mercados de valores mobiliários. Estes são parte do sistema económico e cumprem funções importantes no financiamento de atividades económicas, na aplicação de poupanças, na criação, distribuição e transferência de riqueza, na dinamização e gestão do risco das atividades económicas e financeiras e na flexibilização dinâmica das estruturas acionistas das empresas. Neste sentido, os crimes contra o mercado assumem uma *ratio* de tutela diferente da que está subjacente aos crimes patrimoniais: estes protegem o património numa perspetiva estática, enquanto realidade valiosa integrada em esferas jurídicas concretas, no momento da agressão, e os crimes contra o mercado visam proteger genericamente aspetos fundamentais do bom funcionamento do mercado de valores mobiliários, enquanto bem público em si mesmo, por se tratar de um espaço económico onde se realizam quer interesses públicos, quer interesses individuais⁸.

O modelo de tutela adotado nos crimes económicos traduz-se na preservação das condições essenciais ao bom funcionamento do mercado, para que o mesmo possa cumprir plenamente as suas funções económicas. O paradigma da ilicitude neste caso não é o prejuízo patrimonial cristalizado no momento da agressão (como acontece nos crimes patrimoniais), mas sim as transferências ilícitas de riqueza ou o risco de tal acontecer por adulteração das condições de regular funcionamento do mercado.

Os crimes económicos podem ter dimensões patrimoniais, mas estas em regra não condicionam o tipo e a realização do tipo, representando antes e apenas uma densificação da ilicitude do facto concreto. O que significa que podemos ter crimes contra o mercado com lesados no plano patrimonial e crimes contra o mercado sem lesados no plano patrimonial. Por essa razão, os crimes contra o mercado previstos no CVM não preveem na descrição legal do tipo incriminador o prejuízo patrimonial como elemento essencial do crime. O dano que geram corresponde à erosão de um bem público (o mer-

⁸ Uma exposição sobre os princípios fundamentais do funcionamento do mercado e os valores e interesses aos mesmos associados, encontra-se em A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.^a ed. (atualizada), Almedina: Coimbra (2018), 86 ss..

cado) e pode refletir-se depois em esferas patrimoniais autónomas. O prejuízo patrimonial, a existir, será um resultado não compreendido no tipo, mas relevante para a aferição do grau de ilicitude do facto.

O bom funcionamento do mercado pressupõe que o valor dos ativos negociados deve corresponder a uma interação real e minimamente esclarecida entre a oferta e a procura, gerando por isso uma liquidez real e fiável, condições básicas da formação de preços adequados à realidade que podem servir de base a novas decisões de investimento.

Os crimes contra o mercado subvertem estes valores. O abuso de informação privilegiada assenta numa assimetria ilícita entre os investidores, em que a supremacia informativa do *insider*, conseguida de forma proibida por lei, lhe dá uma vantagem comercial injusta, protegendo-o do risco comercial inerente ao mercado que se transfere para terceiros que participem no mercado. A manipulação do mercado, por seu turno, é em si mesma a negação do mercado (livre interação entre a oferta e a procura) através do controlo das estruturas de criação de liquidez e de formação dos preços. Num mercado manipulado não existe livre encontro da oferta e da procura, mas sim indução artificial e enganosa de uma ou de outra. O manipulador controla artificialmente o mercado e instrumentaliza-o, para se proteger do risco comercial (porque sabe que o mercado está a ser manipulado) com a transferência simultânea de riscos para o resto do mercado e os demais participantes (que, em regra, ignoram que o mercado está a ser manipulado).

Os tipos incriminadores adotados para tutelar o mercado são por isso habitualmente crimes de perigo, com dois tipos de resultados danosos que os podem agravar: a lesão efetiva de um bem jurídico público (o mercado ou dimensões específicas do mesmo) e lesão de interesses individuais (em regra, meras agravantes da ilicitude concreta do facto). Também por isso, e de forma coerente, os crimes contra o mercado são crimes públicos, em que o procedimento criminal não é legalmente condicionado pela vontade de ofendidos individuais. Um mesmo facto pode, aliás, assumir dimensões diferentes: por exemplo, o aproveitamento ilegítimo de segredos de uma empresa pode constituir simultaneamente um crime contra a

empresa (artigo 196.º do CP) e um crime contra o mercado, se esse segredo corresponder a informação usada ilicitamente no mercado de valores mobiliários (artigo 378.º do CVM). Sintomaticamente, o primeiro é um crime semipúblico (artigo 198.º do CP) e o segundo (artigo 378.º do CVM) um crime público.

Uma característica dos crimes contra o mercado é a de que em regra os tipos incriminadores comportam uma pluralidade de ilícitos típicos. Isto é, o tipo legal de crime não descreve apenas um facto ilícito, mas sim várias modalidades de ilícitos que se traduzem em diferentes condutas e distintos factos típicos. Quer isto dizer, concretizando, que não existe uma modalidade de abuso de informação privilegiada, mas sim várias formas típicas de abuso de informação privilegiada (transmitir ilegitimamente informação privilegiada a terceiros ou, diversamente, dar ordens de negociação com informação privilegiada ou, ainda, concretizar negócios de compra, venda ou troca de ativos com informação privilegiada). De igual modo, não existe uma modalidade de manipulação do mercado, mas sim várias formas típicas de manipular o mercado (com informação falsa, com celebração de negócios de natureza fictícia ou com outras práticas fraudulentas).

Esta pluralidade de previsões normativas pode gerar situações de concurso intra típico (no âmbito da realização do mesmo tipo incriminador), em que o agente pratica vários factos típicos: por exemplo, transmite informação privilegiada a alguém, dá ordens a um intermediário financeiro com essa informação e realiza negócios autonomamente com a mesma informação; noutro exemplo, uma estratégia de manipulação de um ativo pode passar pela articulação da divulgação de informações falsas com a realização de negócios de natureza fictícia sobre esses ativos visados pela informação. Se a informação for a mesma e o mercado dos ativos o mesmo, tal facto não dá origem a concurso homogéneo de crimes, mas apenas a uma realização intensificada do mesmo tipo de crime. Se, diversamente, a informação ou o mercado dos ativos for diferente existirá um possível concurso de crimes, por variação no objeto e meio da agressão típica.

A hermenêutica destes tipos incriminadores exige ainda uma dupla conexão: por um lado, com os conceitos jurídicos não penais do sistema em causa (conceitos relevantes para a delimitação do

tipo penal) e, por outro, uma especial conexão com a realidade empírica abrangida pela pretensão de vigência do tipo.

Os crimes contra o mercado estão integrados num sistema jurídico mais vasto que inclui instrumentos de natureza diversa, como o CVM e a regulamentação europeia sobre vários aspetos no mercado de valores mobiliários, incluindo os abusos de mercado. O regime da informação e o conceito de informação privilegiada, por exemplo, são densificados em diversas partes do CVM (artigo 7.º e 248.º ss.) e, de forma muito pormenorizada, no artigo 7.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014, de 16 de abril (a Diretiva 2014/57/UE, de 16 de abril, remete no artigo 2.º para o conceito de informação privilegiada do Regulamento). A própria lei penal estabelece (desde a reforma de 2017) uma conexão normativa entre o conceito relevante para o tipo incriminador e a regulamentação europeia sobre o conceito de informação privilegiada (artigo 378.º, n.º 4, do CVM). O que vale por dizer, em suma, que um elemento típico fundamental do crime de abuso de informação privilegiada é (agora) delimitado não apenas pelo legislador nacional, mas sim (e em boa parte) pelo legislador europeu. E sempre que este alterar o conceito de informação privilegiada do Regulamento (UE) n.º 596/2014, de 16 de abril, ou do CVM, isso irá refletir-se no âmbito do crime de abuso de informação⁹.

Para além disto, os tipos incriminadores em causa exigem necessariamente uma conexão com as realidades que lhe estão subjacentes. Estamos perante criminalidade de contexto, com agentes próprios, mercados específicos e operações típicas desses mercados. Isto significa, por exemplo, que os conceitos usados nos tipos incriminadores não devem ser apenas interpretados por referência ao sentido literal possível das palavras, de acordo com um uso competente da linguagem, mas sim (dentro deste círculo semântico) de acordo com o significado material que tais realidades possuem no circuito económico em causa, incluindo a dimensão técnica ou económica subjacente aos mesmos. Assim, por exemplo, “dar ordens”

⁹ Para o enquadramento deste problema num sistema penal que passou a integrar uma codificação (CodMVM) num sistema europeu de fontes organizadas em rede, Costa Pinto, *O novo regime europeu cit.*, n.7, 41-42.

com informação privilegiada corresponde, não ao seu sentido literal imediato, mas a uma forma específica de o comitente das operações comunicar com o intermediário financeiro que as vai executar através de ofertas a inserir no sistema de negociação, o que deve ser tido em conta na interpretação do tipo legal; ou «realizar operações de natureza fictícia» corresponde a técnicas negociais de inserção e gestão de ofertas nas plataformas informáticas que têm uma dimensão real (resultam de ofertas introduzidas no sistema de negociação) e uma dimensão aparente (não são o que podem parecer). O que tem sido concretizado com o levantamento e organização de sucessivas tipologias de negociação que podem ter esse potencial enganatório. Tais práticas encontram-se hoje exemplificativamente descritas no Anexo II do Regulamento Delegado (UE) 2016/522 da Comissão, de 17 de dezembro de 2015. Este funciona, por um lado, como instrumento hermenêutico que concretiza os enquadramentos normativos do Regulamento e da Diretiva de 2016 e, por outro, permite densificar de forma mais segura os tipos incriminadores nacionais, pois uma parte dos factos concretos que podem realizar os tipos de crimes (*v.g.* técnicas de negociação) estão antecipadamente descritos num instrumento normativo internacional.

Uma característica final deve ser apontada a este tipo de criminalidade. São crimes que surgem num contexto *ab initio* lícito, isto é, em si mesmos são praticados num circuito legal, envolvendo atos legais e que podem, em si mesmos, ser também atos legais, ao contrário do que se passa com outros atos criminosos cuja ilicitude é manifestamente evidente desde o momento da sua prática. O que significa que a identificação do facto ilícito típico exige nestes casos a sua diferenciação desta massa de atos legais, o que torna por vezes difícil tal singularização. Esta exige uma análise técnica das operações e a despistagem dos casos que podem corresponder a formas lícitas de intervir nos mercados. Muitas vezes só após a análise técnica das operações é que é possível concluir se estamos ou não perante atos ilícitos. O que vale por dizer que a notícia do crime se adquire nestes casos não de uma forma imediata (com um significado auto-evidente), mas sim após uma filtragem técnica que despista a hipótese de se poder tratar de atos lícitos, em função do contexto em que surgem. É esta filtragem técnica que, em parte, justifica a necessi-

dade das averiguações preliminares pela CMVM Pt (artigos 382.º ss. do CVM) antes do envio dos processos para o Ministério Público.

3. O abuso de informação privilegiada e os alargamentos de 2017

Os ilícitos penais que funcionam como matriz dos crimes contra o mercado de valores mobiliários foram durante muito tempo (de 1991 a 2017) apenas dois: o abuso de informação privilegiada (artigo 378.º) e a manipulação do mercado (artigo 379.º). Além destes, existiu sempre o crime de desobediência (artigo 381.º do CVM), mas que não é um crime específico do mercado de valores mobiliários (por isso o regime das averiguações preliminares não se lhes aplica). A reforma de 2017 alargou o mapa legal das incriminações, criando, por um lado, novas formas de abuso de informação e de manipulação do mercado (artigos 378.º-A a 379.º-C) e tipificando, por outro, um novo crime de captação de investimento com informação falsa ou enganosa (artigo 379.º-E, todos do CVM).

O *abuso de informação privilegiada* traduz-se num crime de antecipação que gera uma assimetria entre os investidores: alguém transmite ou usa (em proveito próprio ou alheio) informação economicamente relevante que não está disponível para a generalidade dos investidores¹⁰. Ao fazê-lo, intervêm no mercado numa situação de supremacia perante os demais investidores ou cria o risco de tal

¹⁰ Para uma leitura desta incriminação, abrangendo diferentes fases da vigência da mesma, Gomes, *Insider Trading* cit., n.2, 63 ss.; Costa Pinto, *O novo regime* cit., n.2, 41 ss.; José de Faria Costa/Maria Elisabete Ramos, *O crime de abuso de informação privilegiada (Insider Trading). A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra Editora: Coimbra (2006). Sobre a importância da informação em diversas vertentes para os mercados de valores mobiliários, José Ferreira Gomes/Diogo da Costa Gonçalves, *Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas*, I, AAFDL: Lisboa (2018), 54 ss. (texto do primeiro Autor). Uma descrição de vários casos que foram levados a julgamento entre nós pode ver-se em Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, *Contraordenações e Crimes no Mercado de Valores Mobiliários. O sistema sancionatório, a evolução legislativa e as infrações imputadas*, Almedina: Coimbra (2015).

acontecer (ao transmitir a informação para terceiros). Essa supremacia não resulta de um mérito próprio (por exemplo, recolha, tratamento e análise de informação disponível para todos) mas da conversão para uso pessoal (ou de terceiro) de um bem (a informação) de que não tinha legitimidade para dispor. Com isso o agente amortece o risco do seu investimento (ou de terceiros) e ganha vantagem sobre os demais agentes do mercado, convertendo para uso próprio um bem económico de que não tem legitimidade para dispor, subvertendo com isso a justa distribuição do risco inerente ao funcionamento dos mercados. A proibição penal do abuso de informação privilegiada visa proteger a igualdade dos investidores perante o risco negocial, igualdade que é garantida através da função pública da informação.

O tipo incriminador do abuso de informação privilegiada (artigo 378.º do CVM) estrutura-se com base em três elementos fundamentais: o *conceito de informação privilegiada* (n.ºs 4, 5 e 7), as *condutas ilícitas* que se traduzem na sua transmissão ou utilização abusiva (n.ºs 1 e 4) e o *dolo* do agente (conhecimento e vontade de praticar o facto, nos termos do artigo 14.º do CP). Todos estes elementos são essenciais para fundamentar e delimitar o âmbito material da incriminação.

O conceito de informação privilegiada é normativamente traçado pelo Direito da União Europeia desde a primeira Diretiva sobre a matéria, de 1989. A informação privilegiada é o conhecimento de factos com quatro características cumulativas: trata-se de informação não pública, precisa, específica e *price sensitive* (artigo 378.º, n.º 4). Este conceito tem sido densificado pela doutrina¹¹ e pela jurisprudência, mas tem, igualmente, sido progressivamente estendido pelo legislador a realidades diversas. Assim, na sua versão inicial, a informação privilegiada é essencialmente constituída por factos societários (*corporate information*). Para além deste núcleo inicial, o legislador tem alargado o conceito a outras realidades (*non corporate information*) como um crime planeado que pode ter relevân-

¹¹ Veja-se a literatura citada na nota anterior e, ainda, Helena Bolina, *A Revisão* cit., n.4, 17 ss..

cia no mercado de valores mobiliários (em 2006: artigo 378.º, n.º 1, alínea *d*), do CVM) ou a informação sobre ordens pendentes (em 2017: artigo 378.º, n.º 5, do CVM). Este último caso corresponde à criminalização de situações específicas de violação de regras de conflitos de interesses com assimetria informativa, solução imposta pela padronização europeia da intervenção penal nesta matéria. A lei adaptou ainda o conceito de informação privilegiada ao funcionamento do mercado de derivados sobre mercadorias, nele incluindo um outro referente delimitador: a informação que os agentes desses mercados têm direito a receber ou têm a legítima expectativa de receber, de acordo com as práticas de mercado aceites (artigo 378.º, n.º 7).

A forma de acesso à informação privilegiada é igualmente relevante para o âmbito de vigência dos tipos, prevendo a lei dois grupos de situações: os *insiders* primários, com acesso imediato e qualificado a fontes de informação privilegiada, e os *insiders* secundários, que recebem a informação dos primeiros ou de outros *insiders* secundários (n.ºs 1 e 3 do artigo 378.º do CVM).

As condutas proibidas consistem na transmissão ou uso negocial dessa informação (recomendar, ordenar ou negociar) a que se teve acesso, mas que não se podia usar. A simples posse ou o acesso à informação privilegiada por si só não constitui crime de abuso de informação privilegiada. A lei exige, para além do acesso à informação, um facto subsequente que se traduza na transmissão ou no uso negocial dessa informação. O ilícito típico reside neste facto. Em 2017, em função da padronização estabelecida pelo Direito Europeu, a incriminação passou a prever expressamente o aconselhamento e o cancelamento ou modificação de uma ordem em função da informação privilegiada que o comitente obteve (n.º 2 do artigo 378.º). Nestes casos, o alargamento do âmbito da incriminação é mais aparente do que real, porque se podia defender (embora de forma não isenta de dúvidas) que tais factos já estavam incluídos na proibição de transmissão, aconselhamento e emissão de ordens com informação privilegiada. De qualquer modo, sendo objetivo da legislação europeia uniformizar o âmbito das proibições em matéria de abuso de mercado, é preferível o tipo prever expressamente tais factos, para clarificar o âmbito de vigência das normas penais.

O dolo do agente organiza-se com os elementos intelectuais e volitivos previstos no artigo 14.º do CP, tendo como única particularidade o facto de incidir em parte sobre elementos normativos do tipo, essenciais para delimitar o facto ilícito: o agente tem de saber que a informação que transmite ou utiliza é privilegiada. Não se exige um conhecimento jurídico preciso do conceito normativo, mas sim e apenas o conhecimento das características básicas da informação (uma “valoração paralela na esfera de um leigo”). O que não se afigura especialmente difícil em termos de prova, pois o próprio circuito da informação, a forma como o agente teve acesso à mesma e o uso negocial que dela fez são em regra elementos indiciadores do conhecimento de que a informação em causa era privilegiada.

Na lei portuguesa, o agente do crime de abuso de informação privilegiada (e também nos demais crimes previstos) é uma pessoa física. As pessoas coletivas não são responsáveis por este crime, podendo ser demandadas no processo penal como responsáveis civis se as transações feitas envolverem a sua carteira de títulos (artigo 378.º, n.º 8, do CVM, e artigo 73.º do CP). Desta forma consegue-se centrar o essencial da dissuasão preventiva no destinatário essencial da norma de conduta (a pessoa física que decide e executa os factos), sem que a pessoa coletiva sirva de escudo para diluir a responsabilidade daquela. E, simultaneamente, a pessoa coletiva não fica completamente isenta de responsabilidade, pois responde no processo penal pela dimensão patrimonial dos ilícitos de que beneficiou.

As penas previstas para o abuso de informação privilegiada têm-se mantido estáveis no ordenamento jurídico nacional: 5 anos de prisão para os factos dos *insiders* primários e 4 anos de prisão para os factos dos *insiders* secundários, ambos com multa alternativa (artigo 378.º, n.ºs 1 e 3, do CVM), a que acrescem as sanções acessórias do artigo 380.º e o regime de apreensão e perda das vantagens do crime (artigo 380.º-A, do CVM). Estas sanções respeitam as exigências mínimas da Diretiva 2014/57/UE, de 16 de abril (artigo 7.º), que não impõe a criminalização mas exige penas mínimas para o caso de os Estados optarem pela intervenção penal.

4. A manipulação do mercado e a negociação algorítmica de alta frequência

Na *manipulação de mercado* (artigo 379.º do CVM) o agente adultera o processo de negociação através da divulgação de informação (falsa, incompleta, exagerada ou tendenciosa), criando um curso artificial para os ativos (manipulação ruidosa) ou recorrendo a técnicas negociais que não correspondem a uma efetiva oferta ou procura dos ativos (manipulação silenciosa e fraudulenta)¹². Nesse sentido, a manipulação é a antítese do mercado, pois a liquidez e o preço manipulados não resultam da livre interação da oferta e da procura, mas sim de uma interferência intencional na negociação que cria artificialmente uma tendência (mais ou menos expressiva) de mercado, com práticas de risco, liquidez artificial ou preços sem correspondência na procura efetiva. Em suma, a proibição penal da manipulação visa proteger a regularidade do processo de negociação, que constitui condição de fiabilidade da informação relativa a quantidades e preços dos ativos negociados nos mercados de valores mobiliários. Este são valores económicos e valores públicos (pois o mercado, a liquidez e os preços formados cumprem funções públicas), com dimensões também privadas.

O tipo incriminador da manipulação (artigo 379.º, n.º 1, do CVM) exige três elementos essenciais para estar consumado: uma *conduta típica* (divulgar informações falsas, incompletas, exageradas ou tendenciosas; realizar operações de natureza fictícia ou desenvolver outras práticas fraudulentas); a *aptidão dessa conduta* para alterar o regular funcionamento do mercado (idoneidade lesiva do facto, descrita no n.º 3)¹³; e o *dolo* do agente. Na reforma de 2017, foi

¹² Para uma perspetiva sobre esta incriminação veja-se a literatura citada na n.2 e, depois, João Gomes da Silva, *O crime de manipulação do mercado*, XIV/I DJ (2000), 193-245, 193 ss., e Alexandre Brandão da Veiga, *O crime de manipulação, defesa e criação de mercado*, Almedina: Coimbra (2001). Uma exposição e análise de casos de manipulação do mercado julgados pelos tribunais portugueses encontra-se em Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, *Contraordenações e Crimes cit.*, n.10, 181 ss..

¹³ Desenvolvimentos sobre a comprovação deste elemento típico e a sua relação (também probatória) com o nexo de causalidade em Paulo de Sousa Mendes/António Miranda, *A cau-*

acrescentado um resultado agravante (n.º 2): se a conduta do agente provocar ou contribuir para alterar efetivamente o regular funcionamento do mercado a pena é elevada a 8 anos de prisão ou multa até 600 dias. Assim, o crime previsto no n.º 1 é um tipo de aptidão (um crime de perigo abstrato-concreto), enquanto o crime do n.º 2 é um crime material (de resultado lesivo). A diferença de penas expressa a diferente gravidade dos ilícitos em causa e permite organizar, numa lógica de proporcionalidade da reação penal, as diferentes situações em função das consequências das práticas manipulatórias sobre o funcionamento do mercado (perigo *versus* resultado ilícito). A diferenciação é especialmente importante e necessária a partir do momento em que podem ser subsumidas ao tipo de manipulação condutas com gravidade concreta muito distinta e variável na sua extensão, incluindo a negociação algorítmica de alta frequência que pode, num curto espaço de tempo, desencadear artificialmente alterações profundas no mercado dos ativos em causa.

A contraposição entre as duas incriminações (abuso de informação e manipulação do mercado) pode estabelecer-se quanto ao conteúdo e significado dos factos para o mercado e os investidores: no abuso de informação o agente aproveita indevidamente uma vantagem informativa a que tem acesso mas que não pode usar, enquanto na manipulação o agente põe em causa a informação decorrente da negociação (ao praticar factos que podem gerar liquidez e preços artificiais), controlando-a de formas que não são imediatamente perceptíveis para a generalidade do mercado. Assim, no abuso de informação estamos perante a utilização abusiva de um bem económico (conversão da informação em regra destinada ao público num uso individual) e na manipulação do mercado face a uma adulteração fraudulenta de outro bem económico (as condições de livre negociação dos ativos, designadamente ao nível da formação da liquidez e preços).

O crime de manipulação é um tipo aberto, cujos conceitos mais genéricos (*v.g.* operações de natureza fictícia ou práticas fraudu-

salidade como critério heurístico – Uma demonstração através do exemplo da manipulação de cotações no mercado financeiro, 15 RPCC (2005), 167-208.

lentas) se revelam nas dinâmicas negociais do sector e são normalmente documentados em tipologias, organizadas e divulgadas pelos reguladores, que visam concretizar os conceitos gerais usados nos tipos. A evolução da indústria e dos meios tecnológicos pode acrescentar realidades empíricas ao âmbito de vigência do tipo incriminador. Uma descrição expressiva pode ser encontrada no elenco de operações concretas que podem ser consideradas manipulação do mercado e que estão agora reunidas no Anexo II do Regulamento Delegado (UE) 2016/522 da Comissão, de 17 de dezembro de 2015. Este elenco de factos não significa que os mesmos sejam necessariamente manipulação, mas sim que se trata de práticas negociais que podem ser subsumidas ao tipo, em função da experiência já existente sobre o seu potencial enganatório e a sua idoneidade lesiva. A concretização exemplificativa da previsão legal acaba por densificar de forma antecipada a pretensão de vigência dos tipos incriminadores, tornando-os mais precisos e claros para os destinatários das normas, para os reguladores e para as autoridades judiciais.

Confirma este entendimento (da manipulação como um tipo aberto) a capacidade da incriminação para integrar na sua previsão as novas realidades da negociação automatizada de alta frequência, com base em algoritmos que desencadeiam ofertas no sistema de negociação, reagindo automaticamente às ofertas, aos preços e à liquidez que se vai formando.

A importância do tema permitia antever uma reação legislativa específica sobre a matéria (em 2011), que acabou por se reconduzir à simples confirmação hermenêutica da tipicidade da manipulação do mercado já existente, embora com pequenas alterações. A Diretiva 2014/65/UE (no seu artigo 4.º, n.º 1, ponto 39) delimitou estas práticas como “negociação em instrumentos financeiros, em que um algoritmo informático determina automaticamente os parâmetros individuais das ordens, tais como o eventual início da ordem, o calendário, o preço ou a quantidade da ordem ou o modo de gestão após a sua introdução, com pouca ou nenhuma intervenção humana”. Em síntese, as ofertas (de compra e venda) são desencadeadas automaticamente pelo sistema informático com base em algoritmos computacionais. Mereceu especial preocupação a nego-

ciação de alta frequência (*High Frequency Negotiation: HFT*) pela elevada concentração de efeitos nocivos sobre o mercado¹⁴.

A negociação de alta frequência apresenta várias características que contribuem para a sua elevada danosidade jurídico-negocial, ao nível dos *volumes negociados* (possibilidade de se atingirem grandes dimensões negociais em curto espaço de tempo), *do tempo das transações* (as ofertas são transmitidas e executadas em frações de segundo), da *elevada concentração* (podem concentrar em frações de segundo a liquidez de um dia de negociação), da *inutilização da interferência negocial* (impedem respostas negociais humanas tempestivas, gerando por isso compressão da oferta e da procura) e da *agravação de meros erros pontuais* (pelas características atrás referidas, ampliam os efeitos e consequências dos erros humanos na introdução de ofertas no sistema). Uma parte substancial destas práticas proibidas está agora descrita no citado Anexo II (Secção I) do Regulamento Delegado (UE) 2016/522, de 17 de dezembro de 2015: *v.g. ping orders, quote stuffing, momentum ignition, layering and spoofing*, como técnicas negociais que podem ser consideradas manipulação do mercado.

Nem toda a negociação algorítmica e de alta frequência pode ser reconduzida à previsão da manipulação do mercado. O Regulamento (UE) n.º 596/2014, de 16 de abril de 2014 (MAR), exige uma especial idoneidade lesiva, decorrente do propósito de não negociar e da sua potencialidade para perturbar ou atrasar o funcionamento do sistema de negociação, dificultar a identificação por outras pessoas de ordens verdadeiras no sistema de negociação ou gerar uma ideia falsa ou enganosa da oferta ou procura de um instrumento financeiro (artigo 12.º, n.º 2, alínea c), do MAR). A reforma de 2017

¹⁴ Em pormenor, Miguel Santos Almeida, *Introdução à negociação de alta frequência*, 54 CadMVM (2016), 23-36. Desenvolvimentos com interesse em Telma Filipa Batista Gonçalves, *Estudo sobre os desafios da negociação algorítmica e de alta frequência na eficiência financeira e na integridade do mercado – novos desenvolvimentos regulatórios*, Estudos do Instituto dos Valores Mobiliários, [s.d.], acessível em Instituto dos Valores Mobiliários: www.institutovaloresmobiliarios.pt (consultado a 11 de abril de 2019). Para uma visão de conjunto, com uma boa exposição e muita informação relevante, Barreto Menezes Cordeiro, *Manual cit.*, n.8, 212 ss..

integrou este tipo de práticas no regime preventivo do artigo 311.º do CVM e alterou a redação do n.º 3 do artigo 379.º do CVM, de forma a incluir na idoneidade lesiva das práticas manipulatórias estes potenciais efeitos sobre o funcionamento do sistema de negociação. Com esta alteração, a negociação automatizada de alta frequência é plenamente integrada no tipo legal da manipulação do mercado.

A reforma europeia não resolveu o problema de saber quem, nestes casos, seria o autor da manipulação. O criador do algoritmo por si só não pode ser autor, mas eventualmente cúmplice da manipulação, porque não pratica o facto típico. O intermediário financeiro através do qual se executa o facto não pode ser autor porque o tipo incriminador está previsto apenas para a autoria de uma pessoa física e não de entes coletivos. Como a manipulação prevê factos concretos, quem exercer o domínio do facto sobre a realização dessas operações poderá ser considerado autor. Com estes contornos a autoria da manipulação por negociação de alta frequência deve delimitar-se no círculo de pessoas que toma a decisão de fazer funcionar o sistema de negociação com esses parâmetros, uma vez que os mesmos sejam efetivamente realizados.

5. Novos mercados, novas incriminações

A revisão do CVM de 2017, ao concretizar a reforma europeia do abuso de mercado de 2014, veio criar novas modalidades de abuso de informação e de manipulação do mercado.

Na legislação europeia estas novas realidades não estão autonomizadas em tipos incriminadores distintos, mas apenas como modalidades específicas dos crimes de abuso de informação e de manipulação do mercado. O legislador nacional optou por autonomizar estas novas incriminações em tipos incriminadores que acrescem aos tipos já existentes previstos nos artigos 378.º e 379.º do CVM, por duas razões essenciais: em primeiro lugar, apesar de a estrutura axiológica do facto ser semelhante, o objeto da conduta típica é distinto, implica conceitos diferentes e, por vezes, exige a alteração de alguns elementos do tipo incriminador; em segundo lugar, as incriminações do abuso de informação privilegiada e de manipu-

lação do mercado estão estabilizadas, têm uma vigência de mais de duas décadas entre nós e uma densificação doutrinária e judicial relevantes, ao contrário das novas incriminações que ainda vão fazer esse percurso, suscitar dúvidas e ser eventualmente sujeitas a modificações legislativas, se tal for necessário. Tudo ponderado, afigura-se razoável que a evolução das novas incriminações não perturbe a vigência já estabilizada das incriminações mais antigas.

As novas incriminações (uma de abuso de informação e três de manipulação do mercado) têm um objeto típico diferente e contemplam factos que surgem noutros mercados, com outros ativos a serem negociados, a saber:

O mercado de *licenças de emissão* (licenças de emissão de carbono e outros gases)¹⁵, no qual se prevêem o abuso de informação e a manipulação do mercado (artigos 378.ºA e 379.º-A);

O mercado de *contratos de mercadorias à vista que estejam relacionados com instrumentos derivados*, para o qual a lei prevê apenas o crime de manipulação de mercado (artigo 379.º-B), cujo tipo incriminador inclui uma cláusula de idoneidade lesiva mais complexa, em duas etapas de causalidade potencial de forma sequencial: o facto tem de revelar aptidão para alterar o regular funcionamento do mercado de contratos de mercadorias à vista e, por essa via, possuir igualmente aptidão para alterar preço de instrumentos financeiros relacionados;

A manipulação de *índices de referência*, que se traduz em fornecer ou transmitir informações ou dados que alteram artificialmente o valor ou a forma de cálculo do índice de referência de um instrumento financeiro (artigo 379.º-C, todos do CVM). Neste caso, o tipo incriminador está construído como um crime de resultado, pois exige-se a alteração efetiva do valor ou forma de cálculo do índice (sem esse resultado poderá existir apenas tentativa punível, nos termos dos artigos 22.º e 23.º do CP).

¹⁵ Para um enquadramento destes instrumentos, Paulo Câmara, *Manual de Direito de Valores Mobiliários*, 3.ª ed., Almedina: Coimbra (2016), 226 ss..

6. O uso de informação falsa ou enganosa na captação de investimento

O novo tipo incriminador de *uso de informação falsa ou enganosa na captação de investimento* (artigo 379.º-E, do CVM), criado em 2017, corresponde à necessidade de evolução do sistema sancionatório específico do mercado de valores mobiliários, tendo desenvolvimentos semelhantes ocorrido em países com uma cultura jurídica próxima da nossa (concretamente, Alemanha, Itália e Espanha)¹⁶. Não se trata de uma incriminação integrada na reforma europeia de 2014, mas é uma opção integralmente coerente com dois dos seus referentes axiológicos essenciais: a qualidade da informação e a proteção dos investidores. Os factos que a nova incriminação contempla já são atualmente crime (de uso de documento falso, burla ou manipulação), pelo que a nova incriminação delimita uma tipicidade mais adequada aos circuitos económicos de captação de poupança.

O ilícito penal previsto no artigo 379.º-E, do CVM, consiste em deliberar ou decidir captar investimentos, colocar valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou captar financiamentos usando para o efeito informação falsa ou enganosa. A informação falsa e enganosa adquire especial danosidade nos circuitos da capta-

¹⁶ Veja-se o § 264 a do *StGB* alemão, o artigo 282 bis do CP Es, os artigos 173 bis ss. do t.u.f. e, depois, após uma sucessão de reformas e contrarreformas, os artigos 2621 e 2622 do CC It. Petra Wittig, *Wirtschaftsstrafrecht*, 3. Auf., C. H. Beck: München (2014), 235 associa a origem da incriminação ao combate político criminal aos mercados paralelos, por contraposição à tutela legal dos circuitos institucionais. Mas a explicação é algo limitada, já que a falsidade da informação pode surgir em qualquer mercado e é tão ou mais grave nos mercados institucionais. Sobre este tipo de incriminações vejam-se os estudos de Ignacio Lledó Benito, *Breves notas sobre el fraude de inversores español y el “uso de información falsa ou enganosa para captar investimento” del derecho português*, 48/150 RMP (2017), 43-88 e, do mesmo Autor, com mais desenvolvimento, *El fraude de inversores*, Dykinson: Madrid (2017), onde se encontra muita informação relevante. Sobre o problema em Itália, com mais informação, Pietro Sabella, *Crisis bancarias y Derecho penal económico: entre la necesidad de tutela del ahorro y la autonomía del mercado. Aspectos problemáticos e ideas de reforma*, 41 RPen (2018), 200-213. Para mais informação, veja-se o meu estudo *O novo crime de uso de informação falsa ou enganosa na captação de investimento*, 6 *Themis*, Estudos em comemoração dos 20 anos da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa (2018), 519-535, de que o presente texto constitui, nesta parte, um breve resumo.

ção de investimentos, por se tratar do uso ilícito de um instrumento lícito para captar financiamentos num circuito económico regulado. Este facto vicia a decisão dos investidores, gera riscos ocultos para o seu património, distorce as condições concorrenciais de recurso a essas fontes de financiamento e mina a confiança nos circuitos de captação de poupanças e de financiamento das empresas. A incriminação em causa tem assim uma dupla dimensão de tutela: protege um *bem jurídico coletivo e supra-individual*, o funcionamento idóneo, regular e transparente do circuito de captação pública de investimentos, e, simultaneamente, um *bem jurídico individual*, o património dos investidores¹⁷. Ao contrário da burla (que visa proteger o património da vítima), a nova incriminação do artigo 379.º-E do CVM tutela assim um *bem jurídico misto ou composto*, que integra dimensões públicas e privadas¹⁸.

A nova incriminação está delineada como um crime específico próprio: a sua realização típica exige qualidades do autor, que tem de ser titular de um órgão de direção ou de administração de um intermediário financeiro, de uma entidade que detenha uma participação qualificada num intermediário financeiro ou, ainda, de uma entidade emitente de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros. Os agentes do facto típico são assim titulares de cargos vinculados a elevados padrões de diligência e têm especiais relações de fidelidade e respeito para com os investidores. O que garante uma relação de congruência material e sistemática com o regime do CSC Pt (artigo 64.º).

O núcleo do ilícito previsto no artigo 379.º-E do CVM consiste em participar na decisão de fazer a operação com informação falsa ou

¹⁷ Em pormenor, Lledó Benito, *Breves notas cit.*, 51 ss., e, depois, *El fraude cit.*, n.16, 45 ss..

¹⁸ Neste sentido, Karl Lackner/Kristian Kühl, § 264 a, em *Strafgesetzbuch Kommentar*, 27. neue bearbeitete Auf., C. H. Beck: München (2011), anotação n.º 1; e, Wittig, *Wirtschaftsstrafrecht cit.*, n.16, 236-237. No mesmo sentido, Lledó Benito, *El fraude cit.*, n.16. 66-67. Também, Peter Cramer, § 264 a, em *Strafgesetzbuch Kommentar*, coord. Shönke/Schröder, 25 neubearbeitete Auf., C. H. Beck: München (1997), anotação n.º 1, dando prevalência em primeira linha à função do mercado de capitais sobre a tutela do património individual. Sobre as combinações relativas à proteção primária do património individual, num mercado em que rege o anonimato, e a tutela de bens *supra* individuais, Thomas Fischer, § 264 a, em *Strafgesetzbuch und Nebengesetze*, 58. Auf., C. H. Beck: München (2011), anotação n.º 2.

enganosa, mais especificamente, em deliberar ou decidir, para essa entidade ou para outrem, a captação de investimentos, a colocação de valores mobiliários ou de instrumentos financeiros ou a captação de financiamento, por qualquer outro meio, utilizando para o efeito informação económica, financeira ou jurídica falsa ou enganosa. Este é o momento de perigo que revela merecimento penal em função da possibilidade de se iniciar a operação subsequente de captação de poupança. Nestes termos, o tipo incriminador do artigo 379.º-E do CVM abrange na sua previsão o financiamento colaborativo de investimento (capital ou empréstimo), também conhecido por *Crowdfunding*, executado por intermediário financeiro (*ex vi* art. 10.º, n.º 2, da Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto).

O n.º 1 do artigo 379.º-E do CVM contempla uma incriminação de perigo abstrato, num circuito de captação massificada de poupança que legitima a presunção de perigo feito pelo legislador: independentemente da execução efetiva da operação e das consequências, o crime já está consumado com a decisão de realizar a operação com informação sem qualidade¹⁹. A subscrição ou comercialização subsequente de ativos ou a entrega de valores correspondentes à execução da operação correspondem à consumação do crime previsto no n.º 2 do mesmo artigo. Este n.º 2 prevê um crime material, em que o resultado típico é a subscrição, comercialização, obtenção de investimentos ou receção de financiamentos. Esta modalidade consome-se com a realização da primeira operação de subscrição, comercialização, investimento ou financiamento, não dependendo por isso do termo final ou da conclusão da operação em causa. Noutros termos, a liquidação financeira da operação consome a lesão no património do investidor; a quantidade de valores subscritos ou comercializados ou o valor dos montantes entregues à entidade em causa representam apenas um preenchimento intensificado do tipo incriminador.

¹⁹ No mesmo sentido, embora perante outra descrição típica do facto, Lackner/Kühl, § 264 a StGB cit., n.18, anotação n.º 2; Fischer, § 264 a StGB cit., n.18, anotação n.º 32; Cramer, § 264 a StGB cit., n.16, anotação 1; Wittig, *Wirtschaftsstrafrecht* cit., n.16, 237; Lledó Benito, *El fraude* cit., n.16, 45 ss. e para uma contraposição entre a solução espanhola e a solução portuguesa, do mesmo Autor, *Breves notas* cit., 66-69.

O tipo incriminador delimita o ilícito em função de a informação que acompanha a operação ser falsa ou enganosa. Com isto traça-se o essencial do âmbito do ilícito: uma operação valiosa (captação de investimento) só é proibida se a sua realização for acompanhada de informação falsa ou enganosa para quem vai aplicar capital na operação em curso. A informação é falsa quando a comunicação não descreve com verdade a realidade subjacente ou, noutros termos, quando o seu significado não tiver, no todo ou em parte, correspondência na realidade retratada. A informação incompleta não tem autonomia: ou é falsa – por discrepância relativamente à realidade comunicada – ou os elementos em falta tornam enganosa a informação divulgada. Noutros termos, enquanto a informação falsa tem um referente aferido retrospectivamente (por referência à realidade retratada), a informação enganosa tem uma vocação prospetiva: é enganosa a informação que revela aptidão para induzir o destinatário em erro.

Contrariamente aos crimes de abuso de informação privilegiada e à manipulação do mercado, os tipos incriminadores previstos no n.º 1 e 2 do artigo 379.º-E do CVM são imputáveis a título de dolo e de negligência, como resulta do seu n.º 3. A punição da negligência justifica-se pelos deveres do cargo e de respeito para com os investidores e pela perigosidade especial da informação falsa nos circuitos de captação massificada de poupança. As penas legalmente previstas para os factos descritos estão organizadas em três escalões de gravidade: pena de prisão de 1 a 6 anos para o tipo base que prevê a forma simples (artigo 379.º-E, n.º 1), prisão de 2 a 8 anos para a forma agravada (n.º 3) e pena de prisão até 3 anos e até 4 anos na forma negligente de cada uma daquelas variantes típicas (n.º 3).

7. As regras especiais de exclusão da responsabilidade

O âmbito material do novo regime do abuso de mercado criado com a reforma de 2017 não assenta apenas num conjunto de normas imperativas, com cominações sancionatórias. A heterogeneidade normativa do Regulamento é muito acentuada e repercute-se de forma visível na malha normativa do artigo 379.º-D, do CVM, que

sob a epígrafe «exclusões» descreve várias situações de natureza jurídica distinta. Algumas destas cláusulas já estavam consagradas na legislação anterior, outras surgiram com a reforma europeia do abuso de mercado de 2014, concretizada entre nós em 2017. O significado dogmático das diversas cláusulas do artigo 379.º-D do CVM e da regulação europeia conexas é distinto consoante as matérias em causa.

Algumas normas permissivas são exclusões materiais do âmbito de vigência da lei, como acontece com os “programas de recompra” (artigo 5.º do Regulamento), as “operações de estabilização” (artigo 5.º do Regulamento) e as isenções de interesse público (artigo 6.º do Regulamento). Na terminologia da Diretiva 2014/57/UE, o novo regime não lhes é aplicável (artigo 1.º, n.º 3), o que na linguagem do artigo 379.º-D, n.º 1, do CVM, corresponde a matéria a que os tipos incriminadores “não se aplicam”. Não se trata, portanto, de um problema de exclusão típica, porque não se exclui do âmbito do tipo uma realidade que esteja formalmente incluída na esfera de proteção da lei. Tais factos (desde que tenham esses exatos contornos) estão *ab initio* fora do âmbito de vigência do novo regime e dos tipos incriminadores correspondentes. Em linguagem dogmática, são factos atípicos.

Diversamente, as “práticas de mercado aceites” (n.º 4 do artigo 397.º-D, em conexão com o artigo 13.º do MAR),²⁰ uma vez determinadas e divulgadas nos termos e condições do Regulamento Delegado (UE) 2016/908 da Comissão, de 26 de fevereiro de 2016, constituem uma causa de exclusão da tipicidade, com uma vigência exclusivamente nacional: os factos são em princípio típicos mas, verificadas as condições de reconhecimento da prática de mercado aceite, são excluídos do âmbito do tipo, no país em causa. Trata-se, portanto, de uma exclusão válida apenas no espaço jurídico da autoridade que promove o seu reconhecimento enquanto prática de mercado aceite.

O regime das “sondagens de mercado” (artigo 379.º-D, n.º 3, do CVM, em conexão com o artigo 11.º do Regulamento), designação que abrange alguns casos de divulgação seletiva de informação

²⁰ Desenvolvimentos, cf. Helena Bolina, *A Revisão* cit., n.4, 23-24.

privilegiada, é também uma causa de exclusão da tipicidade da transmissão de informação privilegiada. A transmissão fica sujeita, contudo, a uma proibição de retransmissão e de uso dessa informação (artigo 11.º, n.º 5, alínea b) a d), do Regulamento). Isto é, quem transmite e quem recebe a informação privilegiada não pode realizar operações com base na mesma, nem a pode retransmitir para terceiros, sob pena de incorrer num possível crime de abuso de informação privilegiada.

As “condutas legítimas” (artigo 379.º-D, n.º 2, em conexão com o artigo 9.º do Regulamento) constituem regras interpretativas sobre a imputação de algumas infrações de abuso de mercado, regras essas que não funcionam automaticamente, antes exigem a verificação de várias condições positivas ou negativas. Em alguns casos, trata-se “apenas de esclarecimentos de situações que já anteriormente não eram consideradas abrangidas no âmbito do abuso de informação”²¹. No plano dogmático, as várias “condutas legítimas” podem traduzir-se em situações de *exclusão da imputação* (por exemplo, adoção de procedimentos adequados e eficazes para evitar o acesso a informação privilegiada) ou em casos de *confirmação hermenêutica da atipicidade do facto* (por exemplo, quando a causa de um negócio é uma decisão tomada em momento anterior ao uso de informação que veio a ser considerada privilegiada tal facto não é considerado crime à luz dos elementos típicos da lei portuguesa). A figura (heterogénea) das “condutas legítimas” foi adotada na regulação europeia por razões de segurança jurídica e para nivelar causas de exclusão de responsabilidade, cujo reconhecimento poderia ser mais complexo em ordenamentos jurídicos com uma dogmática penal menos consistente.

8. O novo regime de proteção de denunciante

A reforma de 2017 do CVM criou um pormenorizado regime de prestação de informações, apresentação de denúncias e colaboração

²¹ Assim, Helena Bolina, *A Revisão* cit., n.4, 21; e, em pormenor, 20-23, dando conta do sentido e limites das várias situações previstas.

probatória sobre infrações às regras do mercado, agora previsto nos artigos 304.º-D, 305.º-F e 368.º-A a 368.º-E do CVM. Não se trata de uma inovação absoluta, porque a reforma europeia de 2003 (*MAD I*) já tinha dado origem ao regime de comunicação de operações suspeitas, acolhido entre nós (desde 2006) no artigo 382.º, n.º 2 a 6, do CVM. Contudo, o regime de denúncias que veio a ser acolhido na reforma europeia de 2014 do abuso de mercado é distinto e vai muito mais longe do que o regime de comunicação de operações suspeitas (este visa essencialmente prevenir os abusos de mercado). A opção do legislador europeu de 2014 limitou de forma muito significativa a margem de decisão do legislador nacional nesta matéria, pois a reforma europeia impôs pelo menos a consagração de um regime de denúncias do abuso de mercado com proteção dos denunciantes, assente em várias exigências organizativas, funcionais e jurídicas.

Em breve síntese, o Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Abril de 2014 (MAR), reconheceu a necessidade de os sistemas jurídicos nacionais terem instrumentos e mecanismos internos para prevenir e detetar os abusos de mercado (considerando n.º 45), que deviam incluir procedimentos eficazes de deteção e comunicação de operações suspeitas (considerando n.º 46) e, ainda, (i) mecanismos de proteção legal para informadores internos que denunciem abuso de mercado e (ii) possibilidade de os Estados Membros concederem incentivos financeiros a esses informadores (considerando n.º 74). No plano normativo, o artigo 16.º do Regulamento (MAR) contemplou um regime de prevenção e deteção de abuso de mercado, formulando deveres de prevenir, detetar e de comunicar ordens e operações suspeitas, e a Diretiva de Execução (UE) 2015/2392, da Comissão, de 17 de dezembro de 2015, delimitou o regime da transmissão de informações (denúncias e colaboração) sobre infrações efetivas ou potenciais às regras acolhidas no Regulamento (UE) n.º 596/2014. Na prática, o legislador nacional apenas podia (i) decidir se as denúncias e a colaboração (informativa e probatória) seriam ou não compensadas com incentivos financeiros e (ii) aprofundar as garantias jurídicas estabelecidas na legislação europeia citada. A reforma de 2017 não acolheu o regime das denúncias premiadas e adequou a proteção jurídica oferecida aos denunciantes, infor-

madores e colaboradores aos mecanismos admissíveis no ordenamento jurídico nacional.

O tema das informações, denúncias e colaboração cruza vários referentes históricos, diferentes soluções jurídicas, perspectivas utilitaristas e valorações éticas que são difíceis de compatibilizar entre si. Em alguns casos, as diferentes opiniões são mesmo contraditórias e inconciliáveis. Correndo o risco de alguma simplificação, podemos identificar duas grandes tendências nestas matérias: uma assente na valorização destes mecanismos de informação e colaboração e outra marcada pela sua rejeição categórica, seja por motivos jurídicos, seja por razões éticas.

A denúncia (designadamente anónima) expressa um distanciamento ou mesmo uma rutura assumida ou camuflada com pessoas e factos. Em relação ao crime organizado esta rutura pode ter um valor político-criminal real, como tem acontecido nos mecanismos de colaboração premiada desenvolvidos em Itália para combater a Mafia e as organizações terroristas ou, como aconteceu entre nós, a revelação de redes de tráfico de droga implantadas num aeroporto nacional. Esse valor jurídico não é linear, pois também pode implicar uma subversão do modelo de processo e uma captura das instâncias judiciais por informadores externos, já que as instâncias públicas, em função da colaboração de alguns arguidos, não investem devidamente na investigação autónoma dos factos. Noutra perspetiva, a rutura pode envolver um juízo de duplicidade e traição em relação a pessoas a quem o denunciante esteve ligado, com a conseqüente desconfiança gerada em relação ao mesmo. A este aspeto acresce a natureza odiosa de algumas denúncias que historicamente marcaram várias épocas da vida europeia e do nosso país, como as denúncias à Santa Inquisição ou as informações fornecidas às polícias políticas dos Estados totalitários, incluindo à PIDE (Polícia de Informação e Defesa do Estado) durante o período do Estado Novo em Portugal.

O regime de informações, denúncias e provas agora acolhido tem uma filiação algo diversa, também cultivada nos Estados atuais, inclusivamente entre nós em matéria de corrupção ou de assédio sexual nos locais de trabalho. Trata-se da figura das “denúncias cívicas”, aquelas que permitem conhecer factos muito relevantes

socialmente, ocorridos em circuitos reservados e que de outro modo dificilmente chegariam ao conhecimento das autoridades em tempo útil e com algum rigor informativo. A figura tem especial aplicação nos E.U.A. no domínio das indústrias alimentar, cosmética, automobilística e farmacêutica. A revelação, por exemplo, de efeitos secundários graves dos medicamentos a longo prazo ou de aditivos proibidos, ocultados intencionalmente pela indústria para preservar a sua quota de mercado ou ganhar tempo para fazer evoluir o medicamento, tem notoriamente interesse público.

No caso específico do sistema financeiro, a crise das *dotcom* na viragem do século, com as limpezas fraudulentas de balanços (ocultação de prejuízos e empolamento de lucros) assentou por vezes em mecanismos de opacidade que foram revelados por pessoas (designadamente por trabalhadores) ligados às empresas envolvidas. A reação legislativa norte-americana marcou uma viragem significativa na matéria, passando a incluir regimes de proteção de denunciantes. Assim aconteceu, desde logo, com o *Sarbanes-Oxley Act*, de 2002, ao criar um regime de proteção legal de denunciantes internos (sec. 806) e, depois, no *Dodd-Frank Act* de 2010, que aprofundou esta matriz da proteção de denunciantes e acolheu a solução de atribuir incentivos financeiros a informadores (*v.g.* sec. 748 ss.). As atividades prosseguidas neste domínio estão centralizadas no *Office of the Whistleblower* da *Securities and Exchange Commission*, que divulga regulamente informação *on line* sobre a colaboração premiada com incentivos financeiros e os resultados processuais que a mesma favoreceu.

Este tipo de soluções acabou por fazer sentir a sua influência no Direito da União Europeia, primeiro de forma moderada na reforma de 2003 (*MAD I*) e agora de forma mais intensa na reforma de 2014 (*MAR* e *MAD II*). O resultado dessa influência é algo peculiar. O legislador europeu realizou uma importação acrítica da figura norte-americana das denúncias cívicas e da experiência que a mesma teve no sistema financeiro dos E.U.A.. Mas a realidade, os valores dominantes e os sistemas financeiros dos Estados membros da União Europeia são muito diferentes do mundo norte-americano. Desde logo, no plano da escala social e económica e das experiências existentes. Os casos (*v.g.* Reino Unido e Suíça) conhecidos, com

denúncias relativas a multinacionais de indústria farmacêutica e cuidados geriátricos que foram mal sucedidas, designadamente com consequências muito nefastas para a vida dos denunciante e impunidade para as empresas denunciadas. O legislador europeu na reforma de 2014 privilegiou, contudo, a ilusão sobre a eficácia das denúncias, em detrimento da experiência existente na Europa sobre a matéria. As divergências sobre alguns pontos do tema fizeram com que o legislador recuasse na pretensão de criar incentivos financeiros aos denunciante (parte do montante em multa ou indemnizações pagas pelos arguidos), tornando tal opção meramente facultativa. A solução era assim permitida pela reforma europeia de 2014, mas não foi acolhida pelo legislador nacional em 2017.

As principais linhas de força do regime adotado com a Lei n.º 28/2017, de 30 de maio, podem resumir-se da seguinte forma:

O regime é centrado sobre informações, provas e denúncias, e não apenas sobre denúncias, clarificando-se desse modo as várias formas de colaboração. Não foi acolhido o regime das “denúncias remuneradas”, por ser uma figura estranha ao direito nacional que dá origem a mais problemas do que aqueles que pretende resolver, designadamente no domínio da credibilidade da prova assim obtida. A lei sublinhou, de forma inequívoca, que a identificação do denunciante é facultativa e estabeleceu um regime de anonimato com garantias organizativas para a sua preservação (artigo 368.º-A, n.º 5). A quebra do anonimato só será admissível por decisão do denunciante e, fora esse caso, por lei expressa ou por decisão de tribunal, seguindo o regime da quebra do segredo profissional e respetivas garantias (artigo 368.º-A, n.º 5). A denúncia é classificada como ato lícito, exceto se for falsa e apresentada de má-fé (artigo 368.º-A, n.º 6), o que impede que a mesma seja fonte de responsabilidade para o denunciante. Foi consagrada uma formulação explícita da proibição de retaliação, acompanhada de uma presunção temporal de retaliação (artigo 368.º, n.ºs 6 e 7). A lei reconheceu prevalência à vontade do denunciante quanto à transferência da denúncia para outra entidade (artigo 368.º-A, n.º 9), reforçando ainda o regime de confidencialidade em caso de transmissão de informação relativa à denúncia (artigo 368.º-D). Finalmente, foi acolhida a aplicação do regime legal de proteção de testemunhas (cf. Lei n.º 93/99, de 14

de julho) em caso de intervenção processual do denunciante (artigo 368.º-E, n.º 3).

9. Tendências de evolução

A reforma de 2017 dos crimes contra o mercado (concretização da reforma europeia do abuso de mercado de 2014) foi, depois das alterações de 1997 e de 2006, a revisão mais extensa e profunda destas incriminações. Foram mantidos os tipos básicos do abuso de informação privilegiada e da manipulação do mercado, cujos ilícitos já se encontram estabilizados entre nós ao nível regulatório, doutrinário e judicial²², com as incriminações pontualmente alargadas no seu âmbito de vigência material (casos que contemplam) por uniformização da União Europeia.

As novas incriminações no domínio das licenças de emissão, dos instrumentos financeiros relacionados com contratos de mercadorias à vista e dos índices de referência ainda terão de fazer o seu percurso. Do ponto de vista legal não devem sofrer grandes alterações nos tempos mais imediatos; do ponto de vista hermenêutico serão testadas pela consistência dos casos que surjam, tal como acontece no domínio da captação de investimento com informação falsa ou enganosa. Neste caso, tendo em conta a expansão do *crowdfunding* é possível que seja neste domínio (bem como em relação a novos instrumentos financeiros) que surjam os primeiros casos. Para todas as situações antevê-se uma produção significativa de instrumentos de *soft law* por parte da ESMA e dos reguladores nacionais que, perante o mesmo quadro legislativo, podem clarificar e delimitar o seu âmbito de aplicação.

Não significa isto que o catálogo de crimes contra o mercado esteja definitivamente fechado. Em três domínios diferentes podem identificar-se factos com eventual merecimento penal, cuja necessidade de tutela pode ser debatida:

²² Fundamental, os elementos reunidos em Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, *Contraordenações e Crimes* cit., n.10, 67 ss..

Por um lado, na prestação dolosa de informação falsa aos reguladores sectoriais, designadamente em operações especialmente importantes;

Noutro plano, a matéria da falsificação de informação financeira e contabilística de entidades emitentes e de intermediários financeiros pode igualmente merecer, pela sua repercussão sistémica, a atenção do legislador, perante a manifesta insuficiência do regime penal do CSC Pt e a inadequação dos crimes de falsificação previstos no CP. O legislador tem alargado tipicamente as modalidades de falsificação (artigos 255.º ss. do CP), criando tipos incriminadores novos em função da natureza dos documentos falsificados, mas nunca o fez (quando tal se justificava, por maioria de razão) em relação à informação financeira e contabilística de algumas sociedades comerciais, que são agentes qualificados no mercado de valores mobiliários;

Finalmente, num terceiro caso, pode merecer uma especial reflexão o problema da gestão fraudulenta de entidades emitentes e de intermediários financeiros, cujo enquadramento atual oscila entre as simples contraordenações e o crime de infidelidade, previsto no artigo 227.º do CP. Mas este tem limitações significativas que o tornam inadequado àquelas entidades,²³ designadamente: é apenas um crime contra o património que não contempla as dimensões económicas destes ilícitos, tem uma tipicidade apertada com elementos funcionalizados à lesão patrimonial, não tem circunstâncias agravantes e é um crime semipúblico, em que o início do procedimento criminal está condicionado à apresentação de uma queixa legítima e tempestiva por um ofendido. A integridade dos agentes económicos que intervêm de forma decisiva no mercado de valores mobiliários pode sugerir uma outra aproximação do tema, também pelos efeitos públicos e sistémicos da gestão fraudulenta ou ruinosa destas entidades.

²³ Desenvolvimentos sobre as várias limitações que se identificam quando se procura aplicar o tipo incriminador em causa às atividades económicas de risco, com grande interesse, Augusto Silva Dias, *Imputação objetiva de negócios de risco à ação de infidelidade* (art. 224.º, n.º 1 do Código Penal), Almedina: Coimbra (2018).

Bibliografia

- Almeida, Miguel Santos, *Introdução à negociação de alta frequência*, 54 CadMVM (2016), 23-36.
- Bolina, Helena Magalhães, *A Revisão das Diretivas do Abuso de Mercado: Novo Âmbito, o mesmo Regime*, CadMVM – Número Especial: Ensaios de Homenagem a Amadeu Ferreira, II (2015), 11-28.
- Câmara, Paulo, *Manual de Direito de Valores Mobiliários*, 3.^a ed., Almedina: Coimbra (2016).
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, *Contraordenações e Crimes no Mercado de Valores Mobiliários. O sistema sancionatório, a evolução legislativa e as infrações imputadas*, Almedina: Coimbra (2015).
- Cordeiro, A. Barreto Menezes, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.^a ed. (atualizada), Almedina: Coimbra (2018).
- Costa/Ramos, José de Faria/Maria Elisabete, *O crime de abuso de informação privilegiada (Insider Trading). A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra Editora: Coimbra (2006).
- Cramer, Peter, § 264 a, em *Strafgesetzbuch Kommentar*, coord. Schönke/Schröder, 25 neubearbeitete Auf., C. H. Beck: München (1997).
- Dias, Augusto Silva, *Imputação objetiva de negócios de risco à ação de infidelidade (art. 224.º, n.º 1 do Código Penal)*, Almedina: Coimbra (2018).
- Fischer, Thomas, § 264 a, em *Strafgesetzbuch und Nebengesetze*, 58. Auf., C. H. Beck: München (2011).
- Gomes, Fátima, *Insider Trading*, APDMC: Valadares (1996).
- Gomes, José Ferreira/Gonçalves, Diogo Costa, *Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas*, I, AAFDL: Lisboa (2018).
- Gonçalves, Telma Filipa Batista, *Estudo sobre os desafios da negociação algorítmica e de alta frequência na eficiência financeira e na integridade do mercado – novos desenvolvimentos regulatórios*, Estudos do Instituto dos Valores Mobiliários, [s.d.]. Acessível em Instituto dos Valores Mobiliários: <https://www.institutovaloresmobiliarios.pt> (consultado a 11 de abril de 2019).
- Lackner/Kühl, Karl/Kristian, § 264 a, em *Strafgesetzbuch Kommentar*, 27. neue bearbeitete Auf., C. H. Beck: München (2011).
- Lledó Benito, Ignacio, *Breves notas sobre el fraude de inversores español y el “uso de información falsa ou enganosa para captar investimento” del derecho português*, 48/150 RMP (2017), 43-88;

- *El fraude de inversores*, Dykinson: Madrid (2017).
- Mendes, Paulo de Sousa/Miranda António, *A causalidade como critério heurístico – Uma demonstração através do exemplo da manipulação de cotações no mercado financeiro*, 15 RPCC (2005), 167-208.
- Pinto, Frederico de Lacerda da Costa, *O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários*, Almedina: Coimbra (2000);
- *Tendências e rupturas na evolução do Direito Penal Económico*, I/3 CLR (2017), 91-113;
- *O novo regime europeu do abuso de mercado e a adaptação do sistema sancionatório nacional*, em *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, coord. Paulo Câmara, Almedina: Coimbra (2017), 33-42;
- *O novo crime de uso de informação falsa ou enganosa na captação de investimento*, 6 Themis, Estudos em comemoração dos 20 anos da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa (2018), 519-535.
- Sabella, Pietro, *Crisis bancarias y Derecho penal económico: entre la necesidad de tutela del ahorro y la autonomía del mercado. Aspectos problemáticos e ideias de reforma*, 41 RPen (2018), 200-213.
- Silva, João Gomes da, *O crime de manipulação do mercado*, XIV/I DJ (2000), 193-245.
- Vasques, Sérgio, *A Manipulação do Mercado de Valores Mobiliários*, APDMC: Valadares (1997).
- Veiga, Alexandre Brandão da, *O crime de manipulação, defesa e criação de mercado*, Almedina: Coimbra (2001).
- Wittig, Petra, *Wirtschaftsstrafrecht*, 3. Auf., C. H. Beck: München (2014).