

SCALPING: ABUSO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA OU MANIPULAÇÃO DE MERCADO?*

Miguel Brito Bastos

ABSTRACT: *This article analyses whether the practice referred to as “scalping” is deemed a criminal offense under Portuguese law. The problem is posed by summarizing some landmark decisions of North American and German case law. It is further argued that this behavior does not constitute an offense of insider trading and that it does not subsume under the Article 379 CVM, even if the Market Abuse Directive treats scalping as a form of market manipulation, as the only segment of Article 379 CVM whose possible literal meaning could include scalping (that which deems unlawful “other fraudulent practices”) is contrary to the nullum crimen sine lege certa principle and therefore unconstitutional.*

SUMÁRIO: Introdução. 1. Casuística. 2. Colocação do problema. 3. O *scalping* como abuso de informação privilegiada. 3.1. A extensão do conceito de “informação” do art. 378.º, n.º 3, CVM: juízos de valor, prognósticos e intenções. 3.2. O âmbito de proteção do crime de informação privilegiada: delimitação de esferas de responsabilidade e a necessária “exterioridade” (*Drittbezug*) das circunstâncias. 4. O *scalping* como manipulação de mercado. 4.1. Divulgação de informações falsas por declaração tácita de inexistência de conflito de interesses. 4.2. A não divulgação da situação de conflito de interesses: manipulação de mercado por omissão impura? 4.3. O *scalping* como “outra prática fraudulenta”: limites da interpretação conforme ao direito da União Europeia em direito penal e a inconstitucionalidade do art. 379.º, n.º 1, 3.ª parte, CVM. Conclusão: a não punibilidade do *scalping* na ordem jurídica portuguesa.

INTRODUÇÃO

Numa primeira noção, o conceito de *scalping* pode ser recortado como referindo o comportamento do agente que, após a aquisição de determinados

* O presente texto corresponde, com alterações de pormenor, ao relatório entregue no âmbito do II Curso de Pós-Graduação em Direito Sancionatório das Autoridades Reguladoras, organizado pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, no ano letivo de 2008/2009. Apenas foram considerados elementos bibliográficos e jurisprudenciais até Setembro de 2009.

valores mobiliários, recomenda a terceiros a aquisição do mesmo, alienando seguidamente os valores previamente adquiridos, destarte obtendo um lucro correspondente a uma subida das cotações derivada da sua própria recomendação. Pressuposto é aqui que o agente tenha capacidade de influenciar as cotações, seja pela função que ocupa no mercado, seja pela sua reputação¹. O enquadramento jurídico-penal deste comportamento tem suscitado acesas controvérsias, em especial na literatura referente aos ordenamentos jurídicos nos quais os tribunais foram já chamados a pronunciar-se sobre a questão. A discussão centra-se na qualificação deste comportamento como *insider trading* ou como manipulação de mercado, variando as propostas de solução entre os pólos correspondentes à defesa veemente da atipicidade penal do *scalping* e à afirmação de que através deste comportamento concorrem ambas as normas incriminadoras². Esta acentuada disparidade entre as propostas quanto ao enquadramento jurídico-penal do comportamento descrito explica-se por o mesmo convocar um conjunto de questões problemáticas na dogmática do abuso de informação privilegiada e da manipulação de mercado³. A análise do enquadramento jurídico-penal do *scalping*, mais do que um interesse prático imediato⁴, tem, desta forma, o interesse de contribuir para a clarificação de aspetos localizados da dogmática geral do abuso de informação privilegiada e da manipulação de mercado.

Importa notar que o problema descrito assume uma nova configuração após a Diretiva n.º 2003/6/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de janeiro de 2003, relativa ao abuso de mercado. Este diploma qualifica, de forma algo vaga, como manipulação de mercado uma classe relevante de casos reconduzíveis à noção de *scalping*⁵. Em virtude da inaplicabilidade direta das Diretivas, este dado não resolve definitivamente a questão sobre o enquadramento jurídico-penal do comportamento acima descrito. Uma resposta ao problema apenas poderá apoiar-se na transposição da Diretiva, designadamente

1 Nos casos paradigmáticos referidos como *scalping*, os agentes são analistas financeiros, jornalistas económicos ou sujeitos com funções semelhantes (Lenenbach, 2003: 243, Rudow, 2006: 2).

2 Volk, 1999a: 66 ss., Volk, 1999b: 787 ss. e Schröder, 2004: n.ºs 124 ss.

3 Salientam-no Scheider & Burgard, 1999: 381.

4 É certo que se trata de um comportamento de rara ocorrência, o qual, ao que tenho conhecimento, nunca se colocou perante a CMVM ou tribunais portugueses.

5 Cfr. *infra* 4.

nos artigos 378.º e 379.º CVM, e esta transposição, adiante-se, depara-se com problemas de conformidade constitucional.

1. CASUÍSTICA

Foi no ordenamento jurídico norteamericano que primeiro surgiu o debate sobre a justificação da cominação de sanções aos *scalpers*. O *leading case* a este respeito é, ainda hoje, o caso *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc*⁶, no qual o *Supreme Court* foi chamado a pronunciar-se sobre se a conduta de um analista financeiro que compra para si determinadas ações pouco tempo antes de as recomendar para investimento e, imediatamente após essa recomendação, vende as ações previamente adquiridas, sem informar os clientes de que é titular de ações recomendadas e obtendo lucros gerados pela subida das cotações devido aos efeitos da sua recomendação, se caracteriza “*as a fraud or deceit upon any client or prospective client*”, nos termos do *Investment Advisers Act* de 1940⁷. Aí, o réu havia, em seis diferentes ocasiões entre 15 de março de 1960 e 7 de novembro do mesmo ano, adquirido ações antes de as indicar nas recomendações de investimento a longo prazo enviadas aos seus (cerca de 5.000) clientes. Em cada uma dessas ocasiões, a recomendação teria gerado um acréscimo da liquidez e da cotação das ações nos dias subseqüentes e em todas as seis ocasiões o réu alienou as ações previamente adquiridas, beneficiando do aumento das cotações provocado pelas suas recomendações, obtendo lucros num total de cerca de 20.000 dólares. Os seus clientes nunca foram informados destas transações. Contrariamente ao que havia decidido o *District Court* e o *Court*

6 *S.E.C. v. CAPITAL GAINS BUREAU*, 375 U.S. 180 (1963). Sobre esta decisão, cfr. a síntese de Hazen: 2002, 840-841.

7 Cujá Secção 206 estabelece que: “*It shall be unlawful for any investment adviser, by use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, directly or indirectly – (1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud any client or prospective client; (2) to engage in any transaction, practice, or course of business which operates as a fraud or deceit upon any client or prospective client; (3) acting as principal for his own account, knowingly to sell any security to or purchase any security from a client, or acting as broker for a person other than such client, knowingly to effect any sale or purchase of any security for the account of such client, without disclosing to such client in writing before the completion of such transaction the capacity in which he is acting and obtaining the consent of the client to such transaction. The prohibitions of this paragraph (3) shall not apply to any transaction with a customer of a broker or dealer if such broker or dealer is not acting as an investment adviser in relation to such transaction; (4) to engage in any act, practice, or course of business which is fraudulent, deceptive, or manipulative. The Commission shall, for the purposes of this paragraph (4) by rules and regulations define, and prescribe means reasonably designed to prevent, such acts, practices, and courses of business as are fraudulent, deceptive, or manipulative.*”

*of Appeal*⁸, o Supremo Tribunal norteamericano decidiu que os factos descritos preenchem a Secção 206, par. 1, do *Investment Advisors Act*, entendendo que a palavra “fraud” tem aí um significado mais amplo do que o seu sentido técnico comum⁹. Existindo um conflito de interesses e sendo este conflito omitido aos destinatários da recomendação – omissão essa que impediria os destinatários de avaliar a sobreposição de motivações do analista – a intenção do legislador de manter um clima de *fair dealing* e, assim, preservar a confiança no mercado de valores mobiliários, implicaria a irrelevância do carácter “desonesto” da recomendação, bem como do facto de a recomendação ter sido motivada pelo propósito de obter vantagens pecuniárias. Em suma, foi decidido que “*it is the practice itself, however, with its potential for abuse, which ‘operates as a fraud or deceit’ within the meaning of the Act when relevant information is suppressed*”. Esta decisão não foi, porém, incontestada. Em voto de vencido, o juiz Harlan defende que a Secção 206, par. 1, do *Investment Advisors Act* utiliza os conceitos de *fraud* e de *deceit* nos sentidos tradicionais da *common law*, pelo que, apesar de a informação aos clientes da situação de conflito de interesses ser salutar, a sua omissão não constitui como ilícito o comportamento dos analistas, o qual apenas se verificaria caso as recomendações em questão fossem erróneas ou se visassem prejudicar os clientes¹⁰.

O segundo *landmark* da jurisprudência norteamericana a propósito do *scalping* encontra-se na decisão do caso *Zweig v. Hearst Corp.*, julgado pelo *Ninth Circuit* do *Court of Appeals* em 1979¹¹. A situação apreciada pelo tribunal pode ser sintetizada da seguinte forma: Alex Campbell, jornalista no *Los Angeles Herald-Examiner* – jornal detido pela *Hearst Corporation* – assinava quatro ou cinco vezes por semana uma coluna financeira onde escrevia sobre pequenas sociedades da Califórnia do Sul. Frequentemente, comprava ações das sociedades sobre as quais tencionava escrever favoravelmente nas suas

8 Na opinião dos tribunais inferiores, para que houvesse *fraud* no sentido em que entendiam que a palavra devia ser lida no contexto do *Investment Advisors Act*, seria necessário que se demonstrasse a intenção de prejudicar os clientes ou que estes tivessem efetivamente perdido dinheiro, o que não havia ficado provado.

9 Segundo o tribunal, “*fraud has a broader meaning in equity [than at law] and intention to defraud or to misrepresent is not a necessary element [...]. Indeed, in the sense of a court of equity [fraud] properly includes all acts, omissions and concealments which involve a breach of legal or equitable duty, trust, or confidence, justly reposed, and are injurious to another, or by which an undue and unconscientious advantage is taken of another*”.

10 Manne, 1966: 113 ss.

11 Richard L. Zweig and Muriel Bruno v. the Hearst Corporation, a Corporation, Alex N. Campbell, H.W. Jamieson, E.L. Oesterle, 594 F.2d 1261 (9th Cir. 1979).

próximas colunas, sendo que, depois da respectiva publicação, a qual influenciava positivamente as cotações dessas ações, as vendia, dessa forma obtendo consideráveis lucros¹². Em finais de maio ou inícios de junho de 1969, Campbell entrevistou os administradores de uma sociedade denominada ASI. Estes não lhe deram informação completa e precisa sobre a sociedade, tendo omitido qualquer menção aos problemas pelos quais a sociedade passava. Por sua vez, o jornalista não procedeu a qualquer investigação independente antes de publicar a sua coluna. Dois dias antes dessa publicação, que retrataria a ASI de um modo excessivamente abonatório, Campbell adquiriu 5.000 ações da sociedade por 2 dólares cada, tendo vendido no dia em que a coluna foi publicada 2000 dessas ações a 5 dólares cada – recuperando a totalidade do dinheiro investido e mantendo ainda 3.000 ações na sua carteira. A drástica subida da cotação das ações deveu-se à coluna que o réu havia escrito e o *Court of Appeals* considerou como uma inferência razoável que o réu sabia que a sua publicação teria este efeito. A questão da ilicitude da conduta do jornalista não se põe aqui, naturalmente, perante o *Investment Advisors Act* de 1940, ao qual o autor não estava sujeito. O preceito no qual os autores fundamentam a sua pretensão – à qual o tribunal deu seguimento – é a regra 10b-5 do *Securities Exchange Act* de 1934¹³. O tribunal entendeu que “à regra 10b-5 não deve ser atribuída uma extensão que exija a cada repórter ou colunista financeiro a revelação do seu portfólio a todos os seus leitores, mas a mesma proíbe as atividades daquele que usa a sua coluna como parte de um esquema para manipular o mercado e enganar o público investidor”. Assim, o réu foi considerado responsável pelos danos causados aos leitores que leram a sua coluna e compraram ações a um preço artificialmente

12 Num período de dois anos, o réu adquiriu ações de sociedades que viria a promover na sua coluna vinte e duas vezes, sendo que em vinte e uma dessas obteve lucros com a alienação das ações nos cinco dias posteriores a cada publicação das respetivas colunas.

13 Note-se, porém, que, como salienta Hazen, 2002: 841, o caso *Zweig* encontra-se numa relação de continuidade com o caso *Capital Gains Research Bureau*: aí, por várias vezes, e ainda que sem nunca referir a regra 10b-5, o tribunal descreve o *undisclosed scalping* como uma violação da proibição de atos que operem como fraude na compra ou venda de valores mobiliários (10b-5(c) do *Securities Exchange Act*) e da proibição de *material misstatements or omissions* na compra e venda de valores mobiliários (10b-5(b) do *Securities Exchange Act*). Segundo a regra em questão (epigrafada *Employment of Manipulative and Deceptive Practices*): “It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security”.

alto e ainda pelos danos sofridos pelos acionistas de outra sociedade que não tinham lido a coluna, mas que viram diminuído o número de ações que receberam num processo de fusão com a ASI, em virtude do valor artificialmente elevado das ações desta última sociedade. A justificação desta imputação de danos alicerçou-se na comissão de uma *fraud on the market* pelo autor e no facto de os investidores “terem confiado num mercado livre e isento de manipulações, para cuja proteção o direito dos valores mobiliários federal foi concebido”.

Comparando os dois casos paradigmáticos sobre o *scalping* na jurisprudência norte-americana, são entre eles nítidas duas diferenças: a primeira diz respeito à posição dos respetivos agentes no mercado e à consequente dissimilitude dos diplomas aplicáveis. Se em *Capital Gains Research Bureau*, o agente é um analista financeiro, sujeito por isso ao *Investment Advisers Act* de 1940, o jornalista do caso *Zweig* está fora do âmbito de aplicação desse diploma. Aplica-se-lhe, porém, como foi visto, o 10b-5 do *Securities Exchange Act*. Por sua vez, este não exclui do seu âmbito de aplicação os analistas financeiros: também eles estão sujeitos às proscricções da regra 10b-5(b). Por outro lado, no caso *Zweig* ficou provado que a informação sobre o emitente visado na coluna escrita pelo réu era errónea – isto apesar de o tribunal ter considerado que o agente não tinha conhecimento dessa falsidade. Já no caso *Capital Gains Research Bureau*, não foi sequer alegada pela SEC a falsidade da informação ou a desonestidade da recomendação e o tribunal considerou a existência dos mesmos como irrelevante.

Também na jurisprudência alemã se encontra uma relevante casuística sobre o *scalping*, que desencadeou um volume considerável de estudos doutrinários sobre o problema do correspondente enquadramento penal. O início desta discussão foi desencadeado pelo chamado *Prior Fall*, no qual o réu – Egbert Prior – era um jornalista económico que apresentava um programa televisivo chamado *Prior-Börse*, no qual dava recomendações sobre investimento em valores mobiliários. Dada a sua popularidade e a sua reputação de “guru da bolsa”, as cotações das ações recomendadas no programa eram invariavelmente inflacionadas. De acordo com a acusação, Prior havia adquirido determinadas ações *com o fim de, após recomendar a sua aquisição* no seu reputado programa, *as alienar*, dessa forma obtendo mais-valias. O *LG Frankfurt* não condenou Prior, por não considerar provado para além de qualquer dúvida razoável que o réu havia adquirido as ações em questão já após ter decidido a sua posterior recomendação. Embora se trate de uma decisão de não condenação, trata-se de um acórdão de grande importância para o estudo desta matéria. Afinal,

ao considerar necessária a prova de que o réu adquiriu as ações já munido da intenção de posteriormente as recomendar, enquadrando a situação no §14 LG Frankfurt WpHG¹⁴: ou seja, entendeu que a situação, tal como descrita pela acusação, configuraria uma situação de abuso de informação privilegiada¹⁵.

A segunda referência da jurisprudência germânica a este propósito encontra-se no caso Opel, no qual se encontra a primeira condenação por *scalping* no ordenamento alemão e a primeira – e, até hoje, a única – decisão do *Bundesgerichtshof* sobre a qualificação penal do *scalping*. Acresce que a evolução deste processo reflete a evolução da doutrina maioritária sobre o problema aí decidido. Os factos dados como provados eram os seguintes: Sacha Opel trabalhava desde 1997 na revista *Der Aktionär*, na qual era o responsável pela análise e recomendação de ações cotadas no *Neuer Markt* – no qual eram exclusivamente transacionadas ações de jovens sociedades do mercado tecnológico. Para além disto, era editor de um folheto sobre a bolsa chamado *Neuer Markt Inside*, o qual incidia exclusivamente sobre ações cotadas nesse mercado e participava, também, num programa televisivo. Sacha Opel era considerado como o grande especialista alemão neste segmento de mercado, o que dotava os seus textos de grande influência tanto junto dos investidores institucionais como dos pequenos investidores. Além da sua atividade como jornalista, Opel era ainda consultor financeiro da *GFBK mbH*, sociedade gestora de vários fundos de investimento mobiliário com especial atividade no *Neuer Markt*, entre os quais se contavam o *DAC-Konstrast-Universal-Fond*, com um volume de investimentos na ordem dos 472.000.000 DM e o *H&A DAC Neuer-Markt-Fonds*, com um volume de investimento de cerca de 50.000.000 DM. Conjuntamente com K., Opel constituiu um fundo de investimento mobiliário. Subsequentemente, K. angariaria investidores para o fundo, enquanto Opel indicaria os valores mobiliários a adquirir pelo fundo e utilizaria a sua influência para provocar a subida das respetivas cotações. Por fim, esses valores mobiliários seriam vendidos pelo fundo. O esquema foi levado a cabo por várias vezes: o fundo adquiriria, sob indicação do réu, determinadas ações, e, logo de seguida – com intervalos tão curtos como sete minutos – Opel recomendaria a aquisição de grandes quantidades dessas ações aos investidores

14 LG Frankfurt 90.11.1999, 5/2 KLS 92 Js 23419.2/98.

15 A decisão foi ainda objeto de recurso da *Staatsanwaltschaft*, mas este foi considerado improcedente pelo *OLG Frankfurt*, por razões processuais que não cabe aqui abordar (cfr. *OLG Frankfurt a.M.*, *Beschl. V. 15.3.2000*, 1 Ws 22/00).

institucionais que aconselhava. Note-se que, dada a reputação do réu, estes últimos executavam as suas recomendações quase instantaneamente. Noutros casos, os meios utilizados para recomendar os valores mobiliários adquiridos seriam as suas colunas na imprensa especializada e declarações num programa televisivo em que participava. Perante esta factualidade, o *LG Stuttgart* considerou que Opel teria incorrido no delito de *insider trading*. Seguiu, assim, a qualificação já sustentada, dois anos, pelo *LG Frankfurt* no caso Prior: Opel tinha adquirido ações munido da *informação* de que, posteriormente, ia recomendar a aquisição desses mesmos títulos e de que isso geraria, dada a sua reputação, uma subida das cotações. Os réus interpuseram, porém, recurso desta decisão para o BGH, o qual inverteu a jurisprudência que qualificava o *scalping* como abuso de informação privilegiada. Sem prejuízo de adiante se voltar detidamente a estes aspetos, o BGH entendeu que ninguém pode ser seu próprio *insider* e, apelando à Diretiva sobre Abuso de Mercado (DAM), qualificou a conduta dos agentes como manipulação de mercado. A pedra de toque seria a seguinte: quando o *scalper* faz a recomendação, faz também necessária e tacitamente uma declaração de que o seu conselho não é viciado por qualquer conflito de interesses – informação essa que seria, no caso, falsa¹⁶.

2. COLOCAÇÃO DO PROBLEMA

Como resulta da noção comum de *scalping*, até agora pressuposta, o *scalping* não é um comportamento instantâneo. Pelo contrário, compreende um encaideamento de três momentos distintos:

- (i) A aquisição de instrumentos financeiros;
- (ii) A recomendação de aquisição desses instrumentos financeiros;
- (iii) A alienação dos instrumentos financeiros.

Com a afirmação de que o *scalping* é composto por estes três momentos, está-se apenas a indicar a referência normal dessa expressão e não a delimitar pressupostos de punibilidade dessa conduta. Consoante o enquadramento jurídico-penal que se propuser para esta classe de comportamentos, alguns desses momentos serão desconsiderados para o efeito do preenchimento do tipo penal.

16 BGH, 6.11.2003, 1 StR 24/03.

3. O SCALPING COMO ABUSO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

A questão sobre a correção da qualificação do comportamento descrito como abuso de informação privilegiada centra-se no primeiro dos momentos acima descritos, dispensando em rigor a concretização dos restantes. Uma resposta afirmativa à mesma assenta na proposição segundo a qual, no momento da aquisição, o agente tem “conhecimento da [sua] decisão de recomendar a compra [do título adquirido]”¹⁷. Que essa intenção não é pública e que diz respeito a instrumentos financeiros é trivial. Também não parece discutível que, se o conhecimento de recomendações de compra de valores mobiliários é idóneo a influenciar de maneira sensível o preço dos valores no mercado, do mesmo modo o será o conhecimento de uma intenção de vir a recomendar essa compra¹⁸.

3.1. A extensão do conceito de “informação” do art. 378.º, n.º 3, CVM: juízos de valor, prognósticos e intenções

O nódulo problemático na qualificação do *scalping* como abuso de informação privilegiada prende-se porém com a delimitação dos “factos” cujo conhecimento é suscetível de qualificar um sujeito como *insider*. A discussão remonta ao acima mencionado caso Prior, onde, perante a anterior redação do § 13 WpHG¹⁹, segundo a qual “insider é quem [...] tenha conhecimento de factos não publicamente conhecidos, que digam respeito a um ou mais emitentes ou a valores mobiliários que sejam idóneos para, a serem publicamente conhecidos, influenciarem sensivelmente a cotação desses valores mobiliários”²⁰. Um entendimento lato da palavra “factos”, que chegou a ter acolhimento jurisprudencial na Alemanha²¹, foi sustentado através da importação das construções desenvolvidas a propósito dos §§ 186 e 263 StGB (os quais consagram, respetivamente, os crimes de difamação e burla, referindo-se ambos a “factos”) para a dogmática do *insider trading*²². Nesses contextos, tem-se atribuído à

17 Assmann & Cramer, 1999: n.º 34.

18 Schneider & Burgard, 1999: 381.

19 Prévía, saliente-se, à DAM, a qual desencadeou uma alteração do preceito (cfr. Pawlik, 2007a: n.ºs 4-5).

20 Cfr. a síntese de Schneider & Burgard, 1999: 369 ss.

21 ²² LG Stuttgart 30.8.2002, 6 KLS 150 Js 77452/00 (“Die Kammer ist der Ansicht, dass der Begriff der ‘Insidertatsache’ im WpHG dahingehend auszulegen ist, dass er auch Absichten (innere Tatsachen) umfasst”, citando em seu apoio o comentário de Assmann & Cramer ao § 13 WpHG).

22 Schneider & Burgard, 1999: 382.

palavra “factos” um significado correspondente a “quaisquer circunstâncias, passadas ou presentes, que sejam objetivamente determinadas e susceptíveis de prova”²³. Essa definição compreende tanto “factos objetivos”, como “factos subjetivos”²⁴, tendo, entre estes últimos, especial relevância – principalmente na burla – as intenções²⁵. Assim, também o conceito de “facto” contido no antigo §13 WpHG não se cingiria aos factos externos, abrangendo também todos os “eventos psíquicos”, desde que suscetíveis de prova. Designadamente, o conhecimento de intenções poderia qualificar-se como “informação privilegiada” (as intenções poderiam ser *Insidertatsachen*)²⁶, desde que estivessem verificados cumulativamente os requisitos da precisão, da não publicidade e da idoneidade para influenciar substancialmente os preços²⁷. Isto valeria tanto para as intenções de terceiros²⁸, como para as intenções do próprio agente²⁹. O conhecimento pelo *scalper* da sua própria intenção de vir a recomendar a aquisição de valores mobiliários da classe dos adquiridos seria um “facto” cujo conhecimento corresponderia a uma informação privilegiada – a aquisição dos valores mobiliários seria, conseqüentemente, um “abuso” da mesma.

A dissimilitude entre a redação do artigo 378.º CVM (que se refere à disponibilidade de informação privilegiada) e o antigo § 13 WpHG não prejudica a transposição desta argumentação para a interpretação do preceito português³⁰. Semanticamente, a palavra “informação” comporta o significado “conhecimento de factos”, pelo que as diferenças de redação não prejudicam que o problema seja colocado em moldes idênticos aos acima referidos quando esteja em causa a interpretação do artigo 378.º CVM. Porém, mesmo tendo como objeto de

23 Kindhäuser, 2002: 197, Mitsch, 2003: 419 ss., para a burla, e Regge, 2003: n.º 4 ss. e Kindhäuser, 2005: 150 ss. para a difamação (*Üble Nachrede*).

24 *Ibidem*.

25 Mitsch: 2003: 425.

26 Cahn, 1998: 14, Assmann & Cramer, 1999a: n.º 36 e Assmann & Cramer, 1999b: n.º 34.

27 Genericamente, Cahn, 1998: 11 ss.

28 Cujas relevância é genericamente reconhecida na análise dos casos de *front-running* (cfr. *infra* n. 45).

29 Assmann & Cramer, 1999a: n.º 36.

30 Da mesma forma que a mesma é defendida perante a versão do § 13 WpHG conformada pela transposição da DAM, na qual se deixou de falar de “factos” para se falar de informação privilegiada (*Insiderinformation*) e de “circunstâncias não publicamente conhecidas” (“*nicht öffentlich bekannte Umstände*”). Pelas mesmas razões expostas em texto improcede a crítica de Schröder, 2004: 736 ss. no sentido de que a dogmática centrada na extensão do significado da expressão “factos” no contexto do § 13 WpHG resultaria automaticamente ultrapassada após a transposição da DAM. Neste sentido, Lenenbach, 2003: 245.

análise a redação pré-DAM do § 13 WpHG, a consideração do conhecimento do facto “intenção de recomendar a aquisição de valores mobiliários” como constitutivo de qualidade de *insider* de um sujeito está longe de ser incontestada. A primeira, e também a mais difundida, crítica a esta proposta de delimitação da previsão normativa do § 13 WpHG proveio de Klaus Volk³¹. Volk começa por defender que as “simples opiniões” não são “factos” no sentido relevante para o artigo em questão, pois “nem toda a informação que agita a bolsa e inquieta os agentes do mercado pode ser inserida no âmbito de proteção do tipo de *insider*, mas apenas aquela que diga respeito a factos que sejam susceptíveis de confirmação”³². Aqui, o autor recorre também a um paralelo com a burla, onde não se considera que aquele que determina outrem à prática de ato patrimonialmente lesivo através da indução de uma crença acerca de factos não comprováveis o faça “por meio de erro ou engano”, dando, por outro lado, como pressuposto que as recomendações, os juízos de valor e as opiniões “não são suscetíveis de confirmação”³³. Aceitando-se essas premissas, seria uma exigência de coerência excluir o “conhecimento da intenção de recomendar” do conceito de informação privilegiada: “se a lei decidiu não tutelar a aptidão funcional da bolsa contra meras opiniões, não é legítimo interpretá-la como protegendo de intenções de exteriorizar meras opiniões”³⁴. Apenas a intenção de praticar factos ou de fazer afirmações referentes a factos *hoc sensu* deveria ser tida como facto interno para este efeito. A premissa de que as opiniões não são comprováveis não é, contudo, exata, pelo menos quando estas assentem num “núcleo factual” (*Tatsachenkern*) conhecido pelo declaratório das opiniões ou quando, por corresponderem à aplicação de parâmetros valorativos cuja expressão seja ainda que implicitamente imputável ao sujeito, permitam ao declaratório inferir afirmações factuais³⁵. Acresce que o traçado paralelo com a burla é improcedente num ponto: a comprovabilidade dos factos relativamente aos quais o agente *engana* o lesado exige-se porque a falsidade desses factos é elemento do tipo, assentando, portanto, numa discrepância entre a “verdade”

31 Volk, 1999a: 69.

32 *Ibidem*.

33 *Ibidem*.

34 *Ibidem*.

35 Essencialmente no mesmo sentido, Schneider & Burgard, 1999: 384.

e os factos em cuja crença o agente induz no lesado³⁶. Isto pressupõe que seja possível provar a “parcela de realidade em questão”³⁷. Ora o mesmo não se pode dizer do crime de abuso de informação privilegiada, onde, embora se exija a precisão, que afasta do tipo muitas das informações falsas, não exige a veracidade dos “factos”, *rectius*, da informação não pública³⁸.

3.2. O âmbito de proteção do crime de informação privilegiada: delimitação de esferas de responsabilidade e a necessária “exterioridade” (*Drittbezug*) das circunstâncias

A tese segundo a qual a aquisição de instrumentos financeiros por aquele que pretende, já no momento dessa aquisição, recomendar a terceiros a aquisição desses instrumentos financeiros se qualifica como crime de abuso de informação privilegiada esbarra, contudo, no princípio da necessidade penal (artigo 18.º, n.º 2, CRP). Na atribuição de significado aos enunciados correspondentes aos vários números do artigo 378.º CVM devem ser preteridos os potenciais resultados interpretativos dos quais resulte uma extensão do tipo penal que se mostre desadequada, desnecessária ou desequilibrada à proteção da “aptidão funcional do sistema financeiro”³⁹. O recorte do conceito de “informação pri-

36 Kindhäuser, 2005: 449.

37 Kindhäuser, 2005: 451.

38 Fleischer & Schmolke, 2007: 841 ss.

39 A determinação do “bem jurídico” tutelado pela incriminação de abuso de informação privilegiada é em si um aspeto (evidentemente, central) da dogmática do *insider trading* que não está isento de controvérsias (ilustrativamente, veja-se a síntese de Gómez Iniesta, 1997: 256 ss.), e o qual não pode ser aqui senão aflorado. Ao lado de imputações teleológicas relativas à aptidão funcional do mercado de capitais (pelo prisma da “confiança dos investidores” ou pelo da “integridade do mercado”), encontram-se descrições finalísticas da proibição de *insider trading* que o caracterizam como um instrumento de tutela da igualdade entre os investidores (neste sentido, ainda que parcialmente – uma vez considerarem que o crime de abuso de informação privilegiada tutela “um bem jurídico complexo e poliédrico”, o qual é composto, para além de pela igualdade entre os investidores, pela confiança dos investidores no correto funcionamento do mercado, Faria Costa & Ramos, 2006: 37 ss.) ou da propriedade dos investidores (assim, Altenheim, 2007: Rn. 2 e, parcialmente, Câmara, 2009, art. 449.º, n.º 22, ao entender que o regime do abuso de informação privilegiada, para além de desempenhar uma função “macrojurídica”, visa proteger os investidores “de celebrarem inadvertidamente negócios sobre valores mobiliários a preços desajustados”. A descrição do artigo 378.º CVM como visando, exclusiva ou paralelamente a outros bens jurídicos, a tutela da igualdade ou da propriedade dos investidores não cumpre, porém, o ónus de justificação desta proteção no mercado de capitais quando a mesma não é conferida noutros mercados, de onde resulta uma incoerência que *ceteris paribus* torna a imputação teleológica improcedente (a este propósito, remete-se para o que se escreveu, a propósito da imputação de fins às normas impositivas de rácios de solvabilidade às instituições de crédito, questão quanto à qual se verifica uma querela em larga medida idêntica à atinente à identificação do bem jurídico do crime de abuso de informação privilegiada, em Brito Bastos, 2012: 176-178). Entre nós, a legitimação constitucional para esta incriminação encontra-se, como o Tribunal Constitucional já teve a oportunidade de sustentar, nos artigos 81.º, alínea f), e 101.º CRP (Ac. 494/2003, proc. n.º 140/03).

vilegiada” não pode abranger o conhecimento de factos cujo conhecimento assimétrico não prejudique a confiança institucionalizada na integridade funcional do mercado e, dessa forma, a sua aptidão funcional. Esse recorte implica, assim, que se demarquem, como propõe Lenenbach, “esferas de responsabilidade informativa” dos agentes do mercado de capitais, o que equivale a perguntar sobre quais as classes de factos que devem ser divulgados, sob pena de a confiança na integridade do mercado de capitais ser posta em causa⁴⁰. Não cabe nos propósitos deste texto formular critérios gerais para a demarcação destas esferas de responsabilidade, mas apenas indagar se as intenções de comportamentos futuros de cada sujeito devem ser alocadas à esfera de factos cujo conhecimento pela generalidade dos agentes do mercado é necessário para que aqueles percepcionem o mercado como suficientemente íntegro e merecedor de confiança para que nele participem de forma suficiente a não prejudicar a aptidão funcional do mesmo. As intenções, tal como as “crenças” e os “desejos” – em função dos quais são, aliás, frequentemente definidas⁴¹ – correspondem ao paradigma dos dados íntimos, cujo conhecimento direto só é possível pelo próprio sujeito, tanto que o conhecimento das intenções de terceiros depende sempre de inferências a partir das crenças e atitudes que são imputáveis ao sujeito⁴². A inacessibilidade, pelo menos num sentido forte, das intenções alheias é um dado básico de toda a interação humana – não só da interação entre os agentes no mercado de capitais. O desconhecimento das mesmas é, assim, tido por natural – razão pela qual parece pacífico excluí-las da classe de factos cuja divulgação é necessária a que se gere uma confiança institucionalizada no mercado⁴³. Na linguagem da *misappropriation theory*, cada sujeito é, e é reconhecido como, o “proprietário da informação” sobre as

De forma muito sucinta, pode dizer-se que a igualdade de oportunidades no acesso à informação, que é promovida pelas proibições subjacentes ao artigo 378.º, n.ºs 1 e 2, CVM, é instrumental da constituição de uma confiança institucionalizada na integridade do mercado de capitais, a qual promove o atomismo e a liquidez do mercado e, desta forma, a sua eficiência (artigo 81.º, alínea f), CRP), mediatamente contribuindo para o desenvolvimento económico (artigo 101.º CRP). Em sentido próximo, cfr., *inter alia*, Lenenbach, 2003: 244; Kümpel, 2004: n.º 16.70; Seminara, 2009: 331 ss.; Gómez Iniesta, 1997: 291 ss.; Pawlik, 2007b: §14, n.ºs. 2-7 e Degoutrie, 2007: 93 ss.

40 Lenenbach, 2003: 244-245.

41 Cfr. Davidson, 1978: 351 ss. e Bratman, 1987: 1 ss.

42 Mesmo no caso em que alguém declara ter uma intenção, a credibilidade dessa afirmação depende da contraposição dessa declaração face às crenças e às atitudes que são atribuídas a esse sujeito. Sobre o tema, em geral, cfr. Setiya, 2011: 170 ss.

43 Lenenbach, 2003: 245 ss.

suas intenções⁴⁴. A atribuição ao conceito de “informação” usado no artigo 378.º CVM de uma amplitude que nele abarque o conhecimento das próprias intenções – com a consequente qualificação como ilícito do comportamento dos agentes que, na posse da tal informação, e quando esta reunir as características da precisão e da relevância para a formação dos preços, negociem em valores mobiliários – implicaria uma restrição desnecessária e desproporcional dos direitos fundamentais de propriedade (na dimensão de *liberdade disposição*) e de livre iniciativa económica privada (na dimensão de *liberdade de investimento*) face à proteção do bem jurídico protegido pelas proibições decorrentes do artigo 378.º CVM. A “exterioridade” (*Drittbezug*) dos factos para o agente é, assim, condição necessária da sua inclusão no conceito de informação *hoc sensu*⁴⁵, o que implica que o “conhecimento” da própria intenção de emitir futuramente uma recomendação de aquisição de determinada classe de valores mobiliários, ou, mais genericamente, de formular qualquer juízo de valor sobre eles susceptível de afectar positivamente as suas cotações, seja excluído do conceito de “informação” do artigo 378.º, n.º 3 CVM. Não deve, por fim, ser desconsiderado que o objecto do conhecimento exclusivo do *scalper* no momento da aquisição dos valores mobiliários tem carácter prospetivo e é de concretização contingente: o agente tem conhecimento da sua intenção de realizar futuramente atos susceptíveis de interferir nas cotações do valor

44 Assim, Galgano, 2003: 536-537.

45 Neste sentido, ainda que nem sempre com a mesma fundamentação, e para além dos AA. citados nas notas precedentes, cfr. Weber, 2000: 563; Rudow, 2006: 10 ss.; Fleischer, 2004: 52 (“ninguém pode ser seu próprio insider”). Note-se que a teoria da *Drittbezug* teve acolhimento pelo BGH na sua decisão do caso Prior: aí, o Supremo Tribunal alemão excluiu a qualificação do *scalping* como abuso de informação privilegiada com base no argumento de que *semanticamente* “informação” é necessariamente o “conhecimento de algo externo” (BGH, 6.11.2003, 1 StR 24/03). O argumento é reconhecidamente fraco (cfr., paradigmaticamente, Kudlich 2004: 191). Linguisticamente, corresponde a um uso comum da palavra “informação” a sua aplicação ao conhecimento de factos internos próprios. A necessidade do carácter exterior dos factos objecto de conhecimento para que se possa falar de “informação” *hoc sensu* assenta, portanto, como salientam Lenenbach (2003: 244-245) e Kudlich (2004: 191 ss.), na falta de carência de tutela penal do comportamento e não, como defendeu o BGH, nos limites semânticos da palavra “informação”, usada nos enunciados que constituem o tipo de crime de abuso de informação privilegiada.

Note-se, de resto, que o critério avançado em texto exclui o *scalping* do âmbito do abuso de informação privilegiada, mas já não a situação, semelhante, em que a intenção de recomendar futuramente a aquisição de determinado valor mobiliário é transmitida a outrem, que procede à aquisição desse valor mobiliário, para o alienar seguidamente à recomendação influenciadora da cotação. Aqui existe já uma situação de abuso de informação privilegiada pelo adquirente. A delimitação não passa, portanto, pela exclusão das intenções como “factos” cujo conhecimento possa consistir em informação privilegiada, mas pela necessária alteridade entre o sujeito da intenção e o agente que a conhece. A negociação de valores mobiliários com base em informações de intenções alheias que sejam suscetíveis de influenciar as cotações – de que é exemplo paradigmático o *front-running* – pode, portanto, qualificar-se como abuso de informação privilegiada (cfr. Schwark, 2003: 495-496 e Schröder, 2004: 126).

mobiliário adquirido. Mas a efetiva prossecução desse *plano* depende do próprio agente⁴⁶. A aceitação de que a aquisição de valores mobiliários “com base na informação da própria intenção” de posteriormente recomendar a aquisição dos mesmos levaria, em coerência, à conclusão de que, no caso de o agente interromper a prossecução do seu plano após a aquisição dos valores mobiliários antes de proceder à recomendação dos mesmos haveria, não obstante, consumação do crime. O que implicaria afirmar que a integridade do mercado de capitais justificaria a qualificação como ilícito do comportamento de quem adquire valores mobiliários com a intenção de posteriormente praticar atos com influência na respetiva cotação, ainda que esses atos não venham nunca a ser praticados. A violação do princípio da necessidade penal resulta neste caso, *a fortiori*, evidente.

4. O SCALPING COMO MANIPULAÇÃO DE MERCADO

A rejeição da recondução do *scalping* ao abuso de informação privilegiada não significa necessariamente a sua não punibilidade. No espaço jurídico europeu a discussão tem, aliás, sido essencialmente travada como se a mesma tivesse uma estrutura disjuntiva. Pressupondo a punibilidade do *scalping*, debate-se a que título deve esta ser feita: se como abuso de informação privilegiada, se como manipulação de mercado⁴⁷.

A DAM pretendeu resolver a questão através da determinação de que na definição de manipulação de mercado se insere “o facto de uma pessoa [...] tirar proveito do acesso pontual ou regular aos meios de comunicação social (tradicionais ou eletrónicos) emitindo opiniões sobre um instrumento financeiro (ou indiretamente sobre o respetivo emissor), tendo previamente tomado posições nesse mesmo instrumento financeiro e tirando seguidamente proveito do impacto dessa opinião no preço do instrumento financeiro, sem simultaneamente haver revelado ao público, de forma adequada e eficaz, o conflito de interesses existente” (art. 1.º, n.º 2, DAM). Carecendo, porém, as Diretivas de aplicabilidade direta, a qualificação do *scalping* como manipulação de mercado apenas se pode fundar na transposição da mesma para a ordem jurídica nacional. A Diretiva será apenas elemento de interpretação dos enunciados normativos que operem essa transposição.

46 Este aspeto é salientado por Eichelberger, 2003: 2124.

47 Paradigmática é a afirmação de Schwark, 2003: 496: “não se trata de todo de saber se [o *scalping*] é punido, mas da sua punição a título de *insider trading* ou de manipulação de mercado”.

Esta transposição encontra-se no artigo 379.º CVM, o qual – à semelhança do artigo 1.º, n.º 1, DAM – é constituído por três modalidades:

- (i) A divulgação de informações falsas, incompletas, exageradas ou tendenciosas;
- (ii) A realização de operações de natureza fictícia; e
- (iii) A execução de outras práticas fraudulentas.

O *scalping* não se qualifica como nenhuma das duas primeiras modalidades de manipulação de mercado: as operações de aquisição e alienação não são meramente aparentes e, ainda que este comportamento complexo integre necessariamente uma declaração (a declaração de recomendação), não se enquadra também na primeira parte do artigo 379.º, n.º 1, CVM. Quanto a este último ponto, impõe-se uma distinção, consoante o conteúdo da declaração do agente. A recomendação em si, enquanto performativo, não pode ser vista como “informação” *hoc sensu*, não sendo, em rigor, susceptível de avaliação como verdadeira ou falsa⁴⁸. Porém, as recomendações são frequentemente acompanhadas de um “suporte factual”, consubstanciado por asserções justificativas do sentido da recomendação: essas asserções são potencialmente subsumíveis na primeira parte do artigo 379.º, n.º 1, CVM. Quando essas asserções forem “falsas, incompletas, exageradas ou tendenciosas”, estará preenchido o primeiro pressuposto do crime de manipulação de mercado. Pense-se, por exemplo, no acima referido caso *Zweig*, em que o jornalista financeiro publica uma coluna com informação imprecisa sobre determinada sociedade cotada. Desconsiderado, por ora, o preenchimento dos demais pressupostos de que depende a qualificação da conduta como jurídicocriminalmente relevante, o comportamento do réu seria qualificável como manipulação de mercado: em causa estavam *descrições* incorretas da situação patrimonial de uma sociedade – não uma sugestão da adopção de um futuro comportamento. Contudo, o conceito de *scalping* tem sua utilidade específica em referir precisamente comportamentos em que essa incorreção não existe: dentro da enunciação de formas típicas de “abuso de mercado” (ou, no ordenamento jurídico norteamericano, enquanto *securities fraud*), a distinção face, nomeadamente, ao *pump and dump* consiste

48 Salientando este aspeto, Seminara, 2009: 358. Do âmbito do preceito excluem-se, como diz Costa Pinto (2000: 87), “elementos que não têm um conteúdo mero informativo, isto é, que não visam descrever uma realidade, como sejam as previsões ou as críticas”.

precisamente na ausência deste elemento de falsidade⁴⁹. Lembre-se o caso norteamericano *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc*⁷⁰, onde se concluiu que a ilicitude do comportamento do *scalper* não depende da “desonestidade” da sua recomendação e do julgamento do BGH no caso Opel, quando conclui que “[a recomendação] consubstancia uma manipulação de mercado ilícita ainda quando que o seu conteúdo seja justificável através de parâmetros de razoabilidade técnica”⁵⁰.

A utilidade que é atribuída à autonomização do *scalping* dentro de uma tipologia de práticas manipuladoras do mercado não é evidentemente argumento para justificar a sua qualificação jurídicopenal. Pelo contrário, a enunciação do *scalping* nesse contexto *pressupõe* a sua punibilidade a título de manipulação de mercado e que essa punibilidade – ao distinguir-se de outras figuras típicas paralelamente enunciadas – é independente de um valor de verdade negativo da declaração do agente. São, porém, precisamente essas conclusões que estão por demonstrar.

A DAM parece fornecer apoio à justificação dessas conclusões, ao enunciar como caso típico de comissão de manipulação de mercado “o facto de uma pessoa [...] tirar proveito do acesso pontual ou regular aos meios de comunicação social (tradicionais ou eletrónicos) emitindo opiniões sobre um instrumento financeiro (ou indiretamente sobre o respetivo emitente), tendo previamente tomado posições nesse mesmo instrumento financeiro e tirando seguidamente proveito do impacto dessa opinião no preço do instrumento financeiro, sem simultaneamente haver revelado ao público, de forma adequada e eficaz, o conflito de interesses existente” (art. 1, n.º 2, DAM). Não é aí exigida a “desonestidade da recomendação”: mesmo boas recomendações, com suporte em factos verdadeiros, se lhe subsumem. Por outro lado, exige-se que o agente retire benefícios patrimoniais da sua conduta, o que não é requerido para o preenchimento das duas primeiras modalidades de manipulação de mercado⁵¹.

49 Na definição da CMVM, o *pump and dump* caracteriza-se como a “prática que consiste em adquirir uma posição longa num instrumento financeiro e posteriormente disseminar informação enganosa de natureza positiva acerca do instrumento financeiro em causa com o objetivo de produzir um aumento do seu preço em mercado e o interesse dos demais investidores, momento em que a posição é alienada” (cfr. CMVM, 2008: 22).

50 BGH, 6.11.2003, 1 StR 24/03.

51 Cfr. Bolina, 2004: 71.

4.1. Divulgação de informações falsas por declaração tácita de inexistência de conflito de interesses

Uma articulação coerente da tipificação do *scalping*, tal como referido no terceiro travessão do segundo parágrafo do artigo 1.º, n.º 2, DAM, com a alínea c) do mesmo preceito, a qual qualifica como manipulação de mercado a “divulgação de informações através dos meios de comunicação, incluindo a internet, ou através de outros meios, que deem ou possam dar indicações falsas ou enganosas no que respeita a instrumentos financeiros, incluindo a divulgação de rumores ou de notícias falsas ou enganosas, quando a pessoa que os divulgou sabia ou lhe era exigível saber que essas informações eram falsas ou enganosas”, assenta numa inferência, a partir da declaração através da qual o agente recomenda a compra dos valores em que adquiriu previamente posição, de uma declaração tácita de que age isento de conflitos de interesses, ou seja, de que “a recomendação não se encontra manchada pela finalidade patológica de manipulação das cotações para proveito próprio”⁵². Esta afirmação *tácita* seria a causa da ilicitude da conduta do *scalper*.

Aceitando-se esta inferência, a recondução do *scalping* à modalidade de manipulação de mercado estabelecida pela primeira parte do artigo 379.º, n.º 1, primeira parte, CVM, afigurar-se-ia uma conclusão linear: existiria um ato de fala assertivo imputável ao agente, o qual seria desconforme à realidade⁵³. O problema desta tese encontra-se, contudo, precisamente na artificialidade daquela inferência. Existe uma declaração tácita quando o seu conteúdo é uma ilação evidente de uma declaração expressa ou de um outro comportamento, ao ponto de ser supérflua a sua explicitação⁵⁴. Como sintetiza Kindhäuser, determinados factos são tacitamente afirmados “quando o seu oposto esteja em contradição lógica, empírica ou normativa com o conteúdo daquilo que é expressamente declarado, e portanto não têm de ser exteriorizados *expressis*

52 BGH, 6.11.2003, 1 StR 24/03. Cfr., também, Lenenbach, 2003: 246 e Eichelberger, 2003: 2122 ss.

53 Não é, porém, este o caminho que segue a doutrina e a jurisprudência germânicas que aceitam a inferência referida em texto. Tanto Lenenbach, 2003: 246, como o Supremo Tribunal alemão (BGH, 6.11.2003, 1 StR 24/03), entendendo que a recomendação do *scalper* contém uma afirmação concludente de que o seu autor se encontra isento de conflitos de interesses, acaba por subsumir a sua conduta no §20a par. 1, 1.ª parte, n.º 2, WpHG, ou seja, na terceira modalidade de manipulação de mercado (“outras práticas fraudulentas”). Este caminho tem subjacente uma interpretação incorreta do §20a WpHG, que, como seguidamente demonstrado em texto, não deve ser transposta para o ordenamento português. A recondução da conduta à cláusula residual de “outras práticas fraudulentas” pressupõe a não subsunção da mesma nas duas outras modalidades de manipulação de mercado. Pressupõe, nomeadamente, a negação da qualificação da declaração concludente como “informação falsa” (*unrichtige Angabe* no texto alemão).

54 Mitsch, 2003: 425.

verbis”⁵⁵. É, porém, perfeitamente concebível que alguém faça a outrem uma recomendação exclusivamente para beneficiar de um comportamento do seu destinatário que seja conforme à recomendação – o que é suficiente para falsificar essa inferência. A questão da procedência da inferência de uma declaração tácita não deve ser mesclada com a apreciação normativa ou com a valoração da atuação na situação que serve de base à inferência (se a mesma se qualifica como punível, se o deveria ser, se é honesta, etc.). O que o princípio da culpa e o princípio da necessidade penal não admitem é – para parafrasear von Hippel – a “modificação dos factos de acordo com uma finalidade pretendida”⁵⁶. E esta modificação é operada pela imputação ao agente de uma declaração que por ele não foi expressa e que, num contexto normal, não está implicada no seu comportamento, o que resultaria na punição de factos *factos* (logo, *inexistentes*), os quais consequentemente não podem ser geradores de perigo para qualquer bem jurídico constitucionalmente tutelado.

4.2. A não divulgação da situação de conflito de interesses: manipulação de mercado por omissão impura?

A distinção entre a existência de circunstâncias que permitam inferir uma declaração tácita e a apreciação da inexistência de uma declaração com esse conteúdo exprime também a diferença entre a tese da ficção de declaração tácita de inexistência de conflito de interesses e uma concepção alternativa do *scalping*, que, caracterizando-o como ilícito, funda essa ilicitude no *dever de informar o destinatário da recomendação da situação de conflito de interesses*. O *scalping* seria, assim, um delito de omissão.

O artigo 379.º, n.º 1, CVM, descreve o tipo de manipulação de mercado exclusivamente enquanto conduta ativa. Uma realização do tipo por omissão seria, porém, concebível através da cláusula geral de equiparação da omissão à ação contida no art. 10.º, n.ºs 1 e 2, CP⁵⁷.

A perspetivação do *scalping* como manipulação de mercado por omissão impura foi – no âmbito dos países sujeitos à DAM – proposta por Fleischer, com inspiração na jurisprudência norteamericana⁵⁸. Em anotação à sentença do BGH no caso Opel, o Autor salienta que o apelo às decisões de tribunais

55 Kindhäuser, 2003: 200.

56 Hippel, 1933: 13 ss.

57 Sobre esta, cfr. Figueiredo Dias, 2007: 917 ss.

58 Fleischer, 2004: 54 ss.

estadounidenses e à máxima “*disclose or abstain*” não é coerente com o sentido da decisão tomada⁵⁹. Note-se que a preocupação de Fleischer é a de, numa anotação crítica, salientar as falhas da sentença do BGH e não a de expor detalhadamente uma concepção alternativa àquela adotada pelo tribunal. Porém, após acusar o Supremo Tribunal alemão de “fugir ao intrincado problema de identificar um dever de divulgação”, refere que “até agora apenas se encontram deveres de divulgação específicos no âmbito da análise de valores mobiliários no § 34b WpHG”⁶⁰. Sem ser categórico, o Autor sugere que este seria o dever cujo incumprimento levaria à manipulação de mercado por omissão no caso do *scalping* praticado por analistas financeiros. Independentemente da sua correção no contexto do ordenamento jurídico germânico – que aqui não releva aferir –, a análise da pertinência da sua proposta face ao ordenamento jurídico português requer uma prévia comparação dos relevantes preceitos do nosso ordenamento jurídico com aqueles com base nos quais Fleischer constrói a sua posição.

Existe, nomeadamente, uma relevante diferença entre os recortes do próprio tipo de manipulação de mercado que são feitos por estes dois ordenamentos jurídicos. Em primeiro lugar, ao nível do desvalor da ação, enquanto o art. 379.º, n.º 1, CVM apenas refere comportamentos ativos como comportamentos típicos, o § 20a, par. 1, WpHG estabelece que “é proibido divulgar informações falsas ou erróneas sobre circunstâncias relevantes para a cotação de instrumentos financeiros *ou omitir tais circunstâncias, em violação de preceitos jurídicos constituídos*”. No direito germânico é, portanto, o próprio tipo que refere a manipulação por omissão, a qual existirá sempre que a divulgação for imposta por uma outra norma jurídica. Trata-se aqui de um delito por omissão puro, no qual a ilicitude da conduta do agente não passa pela conjugação do § 20a, par. 1, WpHG com a cláusula geral de equiparação contida no § 13 StGB. Assumindo a interpretação feita do § 20a WpHG por Fleischer como correta, da conjugação desse preceito com o § 34b, par. 1, n.º 2, WpHG – segundo o qual “as análises financeiras apenas podem ser transmitidas ou publicamente difundidas quando forem produzidas e apresentadas de modo objetivo e, juntamente com a análise, sejam divulgadas todas as circunstâncias e relações que sejam causa de conflitos de interesses do responsável pelas análises, da pessoa coletiva por elas responsável, ou de empresas com esta coligadas” –

59 Fleischer, 2004: 54.

60 Fleischer, 2004: 53.

com o § 20a, par. 1, segunda parte, WpHG resultaria a punição do *scalping* a título de manipulação de mercado por omissão.

No ordenamento jurídico português, o problema coloca-se perante dados diferentes. Atendendo à diferença entre o artigo 379.º, n.º 1, CVM e o § 20a, par. 1, WpHG, a tipicidade penal da omissão da divulgação da situação de conflito de interesses como manipulação de mercado omissiva requer que do artigo 10.º CP resulte a cominação ao agente de um dever de ação. Porém, por um lado, os “deveres jurídicos que pessoalmente obrigam o agente” (cfr. art. 10.º, n.º 2, CP) não equivalem aos “preceitos jurídicos constituídos” (do § 20a, par. 1, WpHG)⁶¹. Por outro lado, apesar de o Código dos Valores Mobiliários regular detidamente as situações de conflitos de interesse em recomendações de investimento (artigo 309.º-D CVM), o ordenamento português não comina qualquer dever que, à semelhança do § 34a WpHG, adstrinja o autor de uma recomendação de investimento em instrumentos financeiros a, juntamente com essa recomendação, divulgar ao cliente as situações de conflito de interesse a que o autor está sujeito.

Dois aspetos, relacionados entre si como argumentos subsidiários, tornam improcedente a tese segundo a qual o *scalping* deve ser punido como crime de manipulação de mercado por omissão: a improcedência da qualificação do comportamento do agente como omissão e a inexistência de razões justificativas para cominar, com base no artigo 10.º CP, ao agente que faz uma recomendação de investimento em valores mobiliários o dever de divulgar também eventuais situações de conflito de interesses em que se encontre a emitir essa recomendação.

O primeiro destes obstáculos prende-se com a caracterização deste comportamento como ativo ou omissivo, o que, atendendo à estrutura complexa do comportamento em questão, composto pela recomendação (um *facere*) e pela não divulgação da situação de conflito de interesses (um *non facere*), assume particular

61 A não ser à luz de uma teoria formal das posições de garante, da qual Feuerbach é o mais proeminente representante (cfr. Feuerbach, 1847: 50: “*sofern eine Person ein Recht auf wirkliche Aeusserung unserer Thätigkeit hat insofern gibt es Unterlassungsverbrechen [...]. Weil aber die ursprüngliche Verbindlichkeit des Bürgers nur auf Unterlassungen geht, so setz ein Unterlassungsverbrechen immer ein besonderen Rechtsgrund (Gesetz oder Vertrag) voraus, durch welchen die Verbindlichkeit zur Begehung begründet wird. Ohne diesen wird man durch Unterlassung kein Verbrecher*”), a qual – ainda que ainda tenha hoje defensores próximos (cfr., v.g., Mitsch, 2003: n.º 52 ou Taipa de Carvalho, 2004: 421 ss.) –, é hoje largamente considerada como ultrapassada (cfr., por todos, Roxin, 2003: 714 ss.).

dificuldade⁶². À partida, duas descrições são plausíveis: ou (i) o *scalping* é um comportamento ativo, centrado na declaração de recomendação, sendo a não divulgação da situação de conflito de interesses apenas determinante do carácter “falso ou enganoso” da recomendação (para usar os termos da DAM), ou (ii) o *scalping* consiste num crime omissivo, correspondendo o ilícito à não divulgação da situação de conflito de interesses, sendo a existência da recomendação apenas pressuposto do surgimento de um dever de garante. A preferência de uma descrição sobre outra é uma questão normativa, que convoca, como questão prévia, a identificação do critério distintivo entre ação e omissão. Pressupondo-se que esta distinção deve ser feita em função da forma de criação de perigo para o bem jurídico tutelado, dir-se-á que haverá uma ação sempre que o agente cria ou aumenta o perigo para um bem jurídico e uma omissão sempre que o agente não diminua um perigo pré-existente⁶³. A conformação do tipo de manipulação de mercado como delito de aptidão implica uma generalização deste critério, o qual denota, na sua formulação paradigmática, o facto de a generalidade da teoria dos delitos por omissão se ter desenvolvido tendo exclusivamente em vista os crimes de resultado-dano, carecendo de adaptações quando transposta para outros tipos de crimes⁶⁴: assim, entender-se-á haver uma ação sempre que

62 Sobre as dificuldades de qualificação das situações de sucessão de formas de conduta face à dicotomia ação/omissão: cfr. Roxin, 2003: 659.

63 Cfr. Stratenwerth, 2000: 386 ss. e Figueiredo Dias, 2007: 910-911.

64 Ao contrário do que sucede no ordenamento alemão, onde apenas é penalmente sancionada a manipulação que interferir efetivamente com as cotações (§ 38, par. 2, n.º 1, § 39, par. 1, n.º 1, e § 20a, par. 1, WpHG), o artigo 379.º, n.º 1, tem como pressuposto que a conduta do agente seja “idónea para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros”, configurando-se, portanto, como delito de aptidão (neste sentido, Sousa Mendes & Miranda, 2005: 168 ss.). A própria questão discutida em texto sobre a possibilidade de configurar o *scalping* como manipulação de mercado omissiva pressupõe uma resposta positiva à pergunta sobre a admissibilidade da existência de delitos de aptidão por omissão impura. Lembre-se que nos crimes de aptidão é “a ação típica caracterizada em função da sua idoneidade genérica para a produção do efeito danoso” (Sousa Mendes, 2000: 119), pelo que não é exigida a efetivação de qualquer resultado, seja um resultado-dano, seja um resultado-perigo, uma vez que pode haver situações em que, apesar de em abstrato a conduta se afigurar perigosa, em concreto a conduta do agente não gera qualquer perigo para o bem jurídico protegido (cfr. Moniz, 2003: 554 ss.). A aporia relativa à punição de omissões impuras incide sobre a redação do artigo 10.º, n.º 2, CP, o qual se refere à “omissão da ação adequada a evitar um resultado”. Apesar de os trabalhos preparatórios do Projeto do Código Penal de 1963 mostrarem que a intenção do legislador histórico foi a de usar a expressão no seu sentido técnico-jurídico, ou seja, abrangendo o resultado de dano e o resultado de perigo de bens jurídicos, distintos e separáveis da conduta (cfr. a síntese em Leite, 2007: 65), é concebível uma interpretação da palavra “resultado” num sentido não-técnico, que abrangesse a criação de situações abstratamente perigosas para bem jurídicos – não resultando, portanto, excluída a comissão por omissão impura de delitos de mera atividade: o estabelecimento na Parte Especial do Código Penal de delitos formais de omissão pura – v.g., o crime de violação de domicílio (artigo 190.º, n.º 1, CP), ou o crime de introdução em lugar vedado ao público (artigo 191.º CP) é, aliás, visto, por alguma doutrina,

a conduta do agente for *abstratamente idónea* a aumentar um perigo para o bem jurídico tutelado e será qualificável como omissão quando for *abstratamente inapta* a diminuir um perigo que impenda já sobre esse bem jurídico. A aplicação deste critério à conduta em análise leva à rejeição da tese de Fleischer, que configura o *scalping* como uma comissão omissiva de manipulação de mercado: não existe um perigo pré-existente à recomendação em relação ao qual o *scalper* falhe a adotar comportamentos aptos a evitá-lo – é a própria recomendação que, podendo levar a que um agente influencie outros investidores a adotarem um comportamento apenas por este lhe ser benéfico, pode pôr em causa a integridade do mercado de capitais.

Acresce que, mesmo que se qualificasse o *scalping* como um comportamento omissivo, a punição do *scalping* como manipulação de mercado sempre pressuporia a justificação de um *dever de garante* do qual a omissão da divulgação do conflito de interesses representaria uma violação. Na tipologia de situações que fazem nascer deveres de proteção que tem sido desenvolvida pela doutrina, aquela que mais plausivelmente poderia acomodar o *scalping* praticado por intermediários financeiros ou por jornalistas económicos seria a de assunção de funções de guarda e assistência – correspondente à tradução para uma teoria material dos deveres de garante do velho fundamento formal do contrato – a qual pressupõe a assunção fáctica de uma função de proteção materialmente baseada numa relação de confiança. No que concerne às recomendações de investimento, a única confiança legítima é, porém, a confiança na bondade da recomendação – não a confiança na pureza dos motivos, como é, aliás, enfatizado pelas vozes críticas que se levantam no ordenamento jurídico norteamericano contra a punibilidade do *scalping*⁶⁵.

4.3. O *scalping* como “outra prática fraudulenta”: limites da interpretação conforme ao direito da União Europeia em direito penal e a inconstitucionalidade do art. 379.º, n.º 1, 3.ª parte, CVM

A questão da punibilidade do *scalping* acaba, assim, por se colocar fundamentalmente como uma questão de recondução do comportamento em causa à

como argumento sistemático nesse sentido (Leite, 2007: 68, com inspiração no que diz Roxin, 2007: 634). Contudo, uma resposta afirmativa à possibilidade da aplicação do artigo 10.º, n.º 1, CP a delitos de aptidão não implica uma resposta afirmativa quanto à punibilidade do *scalping* como manipulação de mercado omissiva – sendo exclusivamente esta última a questão que se pretende tratar em texto.

65 Estreichel, 1990: 223 ss., Black, 1991: 98 ss. e o voto de vencido do juiz Harlan no *supra* referido caso *Capital Gains Research Bureau*.

cláusula residual de manipulação de mercado correspondente à execução de “outras práticas fraudulentas”. À partida, existem argumentos relevantes para uma resposta afirmativa à mesma, designadamente o facto de o artigo 1.º, n.º 2, DAM qualificar como manipulação de mercado algumas situações de *scalping* e o facto de a amplitude com que esta modalidade de manipulação de mercado se encontra tipificada permitir dar acolhimento a essa qualificação, pese embora essa alínea não encontrar transposição autónoma na legislação nacional. Não obstante a inaplicabilidade direta das diretivas europeias, a qualificação operada pela DAM não é irrelevante, na medida em que os preceitos de direito interno que se situem no âmbito material de diretivas europeias devem ser interpretados em conformidade com estas, valendo esta diretriz interpretativa também para preceitos internos de direito penal⁶⁶. Não se reconduzindo o *scalping* às duas primeiras modalidades de manipulação de mercado, ter-se-ia de interpretar o artigo 379.º, n.º 1, em conformidade com o artigo 1.º, n.º 2, DAM, de onde resultaria a qualificação do *scalping* como “outra prática fraudulenta”.

Contudo, a amplitude das possibilidades semânticas deste enunciado, que à partida facilitariam a atribuição de um significado correspondente às exigências da DAM, suscitam dúvidas quanto à conformidade desta cláusula residual de manipulação de mercado com a exigência de determinabilidade dos tipos penais, decorrente do princípio da legalidade criminal (*nullum crimen sine lege certa*). O problema da qualificação jurídico-penal do *scalping*, tem, assim, contribuído, em especial após a sentença do BGH que qualificou o *scalping* como “*sonstige Täuschungshandlung*”, para chamar a atenção para esta desconformidade. A “textura aberta” da locução “outras práticas fraudulentas” é tão ampla que não permite aos destinatários da norma a percepção de quais as concretas condutas que lhes são vedadas e não garante a objetividade na aplicação do mesmo⁶⁷. Como diz, de forma ilustrativa, Schmitz, “o pressuposto ‘outras práticas fraudulentas’ do § 20a, par. 1, n.º 2, WpHG, pode significar qualquer coisa”⁶⁸. Isto mesmo é demonstrado pelas tentativas de paráfrases mediante as quais se pretende concretizar este mesmo pressuposto: “prática fraudulenta” seria aquela que “interfere com as livres forças da oferta e da

66 Cfr. Ac. 7-01-2003, *Comissão vs. Reino de Espanha*, Proc. C-58/02 ou, paradigmaticamente, Ac. 8-10-1987, *Kolpinghuis Nijmegen*, Proc. 80/86.

67 Sobre o princípio da determinabilidade da lei penal como condição de objetividade na sua aplicação, cfr. Jakobs, 1993: 72 ss.

68 Schmitz, 2003: 528. No mesmo sentido, Gaede & Mühlbauer, 2005 e Moosmayer, 2002: 169. Em Itália, semelhantemente, Seminara, 2009: 359.

procura”⁶⁹, ou “que acarreta o perigo abstrato de enganar terceiros, de os induzir em erro”⁷⁰. Mesmo que a lei utilizasse estas expressões, não seriam respeitadas as exigências de determinabilidade.

Esta situação leva a que a parte final do artigo 379.º, n.º 1, CVM convoque diretrizes interpretativas conflitantes: por um lado, a imposição de interpretação dos enunciados legais de direito interno que transpõem diretivas europeias em conformidade com as diretivas que visam transpor aponta no sentido desta punição; por outro lado, o princípio da legalidade criminal veda que os tipos penais sejam redigidos com a imprecisão e vaguidade com que é formulada a parte final do 379.º, n.º 1, CVM. Poder-se-ia assumir que, nesta situação de conflito prevaleceria o imperativo de interpretação conforme à diretiva, uma vez que este tem origem numa norma jurisprudencial de direito europeu e o direito da União Europeia tem prevalência aplicativa sobre as normas de direito interno, ainda que constitucionais⁷¹. Essa conclusão seria, porém, precipitada, por desconsiderar que o princípio da legalidade criminal é também, parte do Direito da União (cfr. o artigo 49.º da Carta dos Direitos Fundamentais da União Europeia). O Tribunal de Justiça tem sido, aliás, por diversas vezes chamado a pronunciar-se sobre a compatibilização do imperativo de interpretação conforme às diretivas europeias com o princípio da legalidade criminal. A jurisprudência constante vai no sentido de dar prevalência às exigências de legalidade⁷². Assim, por exemplo, no caso *Telecom Italia*, o TJ entendeu que o imperativo de interpretação conforme às diretivas cedia perante a proibição de aplicação analógica das normas penais, como demonstra a seguinte passagem:

“[E]m relação a um caso como o do processo principal, em que está em causa a medida da responsabilidade penal resultante de uma lei especialmente adotada em execução de uma diretiva, deve precisar-se que o princípio que impõe que não haja interpretação extensiva da lei penal em prejuízo do arguido, que é corolário do princípio da legalidade dos crimes e das penas, e, mais em geral, do princípio da segurança jurídica, obsta a que se proceda criminalmente contra um compor-

69 Costa Pinto: 2000, 44.

70 Brandão da Veiga, 2001: 61 ou Eichelberger, 2003: 2125.

71 Cfr., *inter alia*, Ac. 15-7-195, *Costa/ENEL*, Proc. 6/64, Ac. 9-3-1975, *Simmenthal*, Proc. 106/77, Ac. 19-6-1990, *Factortame*, Proc. C-213/89.

72 Cfr. Ac. 8-10-1987, *Kolpinghuis Nijmegen*, proc. 80/86, Ac. 26-9-1996, *Arcaro*, proc. C-168/95 e Ac. 12-12-1996, *Telecom Italia*, procs. C-74/95 e C-129/95.

tamento cujo *caráter condenável não resulte claramente da lei*. Este princípio, que faz parte dos princípios gerais de direito que estão na base das tradições constitucionais comuns aos Estados-Membros, foi igualmente consagrado por vários tratados internacionais e nomeadamente pelo artigo 7.º da Convenção de Proteção dos Direitos do Homem e das Liberdades Fundamentais”.⁷³

É certo que não se trata aqui, em rigor, da mesma vertente do princípio da legalidade criminal que aquela que coloca problemas no caso em análise. Porém, os valores subjacentes à proibição de aplicação analógica *in pejus* da lei penal e ao imperativo de determinabilidade das normas penais incriminadoras são idênticos: só é legítimo punir uma pessoa pela prática de um facto quando (no momento da prática desse facto) a punibilidade dessa conduta pudesse razoavelmente ser por ela conhecida⁷⁴. Sobre este mesmo conflito de diretrizes interpretativas já se pronunciou, aliás, o Tribunal Europeu dos Direitos do Homem, ao afirmar, na decisão do caso *Cantoni v. França*, que o princípio da legalidade criminal se aplica também às normas provenientes de diretivas europeias e que, na interpretação das normas internas de transposição, tem prevalência sobre o imperativo da interpretação conforme às diretivas⁷⁵, a qual, não obstante as decisões do TEDH não vincularem os tribunais da ordem jurídica europeia, tem merecido a adesão da doutrina juseuropeísta⁷⁶.

Do acima exposto decorre que a incriminação de “outras práticas fraudulentas” pelo artigo 379.º, n.º 1, CVM é inconstitucional, porque contrária ao princípio da determinabilidade da lei penal, e que essa inconstitucionalidade não é prejudicada pelo facto de esse preceito corresponder à transposição de uma Diretiva europeia, razão pela qual a punibilidade do *scalping* não pode ser justificada pela sua recondução a esse pressuposto típico, interpretado em conformidade com o artigo 1.º, n.º 2, DAM.

73 Ac. 12-12-1996, *Telecom Italia*, procs. C-74/95 e C-129/95.

74 Cfr., aliás, o Ac. TEDH 25-3-1993, *Kokkinakis v. Grécia*, appl. 14307/88.

75 Cfr. Ac. TEDH 22-10-1996, *Cantoni v. França*, appl. 17862/91.

76 Por todos, Schröder, 2002: 388. Cfr. ainda Eisele 2001: 1164.

CONCLUSÃO: A NÃO PUNIBILIDADE DO *SCALPING* NA ORDEM JURÍDICA PORTUGUESA

Excluída a subsunção do *scalping* no abuso de informação privilegiada e em qualquer uma das modalidades de manipulação de mercado, conclui-se, assim, pela atipicidade penal do *scalping* na ordem jurídica portuguesa.

Esta conclusão assenta nas seguintes proposições:

- O conhecimento de intenções do próprio agente não é suscetível de qualificação como detenção de “informação privilegiada” para os efeitos do artigo 378.º CVM;
- A recomendação da aquisição de valores mobiliários não implica uma declaração tácita da inexistência de conflito de interesses, pelo que não consubstancia uma situação de “divulgação de informações falsas”, nos termos do artigo 379.º CVM;
- Nem os analistas financeiros ou os jornalistas económicos (os típicos *scalpers*) têm um qualquer dever de garante, nos termos do artigo 10.º CP, que os vincule a divulgar a situação de conflito de interesses, constituída pela detenção de valores mobiliários da mesma classe cuja recomendação é recomendada, razão pela qual esta prática não se qualifica como manipulação de mercado por omissão;
- O fragmento do artigo 379.º, n.º 1, CVM que incrimina a realização de “outras práticas fraudulentas” é inconstitucional por violação da exigência de determinabilidade ínsita no princípio da legalidade criminal, pelo que, ainda que a DAM enuncie um exemplo de *scalping* como caso de manipulação de mercado, a punibilidade deste comportamento não pode ser justificada pela sua subsunção naquele pressuposto do artigo 379.º, n.º 1, CMV.

Estas proposições apenas sustentam a conclusão de que a conduta mediante a qual (i) alguém adquire valores mobiliários, (ii) recomendando posteriormente a terceiros a aquisição dos mesmos sem divulgar que é titular desses valores mobiliários, e (iii) posteriormente os aliena, (iv) na medida em que a recomendação referida em (ii) não seja suportada por asserções falsas, não comete nem o crime nem abuso de informação privilegiada, nem o crime de manipulação de mercado. Caso não se verifique o pressuposto referido em (iv), a situação poderá qualificar-se como manipulação de mercado (caindo, na tipologia de atuações manipulatórias do mercado de valores mobiliários, na categoria do *pump and dump*). Contudo, o desvalor dessa situação incidirá

ai sobre a divulgação de informação falsa, e não sobre qualquer um dos factos referidos sob (i), (ii) ou (iii).

BIBLIOGRAFIA

ALTENHEIN, Karsten

2007 Anotação ao § 38, in Heribert Hirte & Thomas J. M. Möllers (orgs.), *Kölner Kommentar zum WpHG*, Köln/Berlin/München: Carl Heymann.

ASSMANN, Heinz-Dieter & CRAMER, Peter

1999a Anotação ao § 13, in Heinz-Dieter Assmann & Uwe Schneider (orgs.), *Wertpapierhandelsgesetz Kommentar*, Köln: Otto Schmidt.

1999b Anotação ao § 14, in Heinz-Dieter Assmann & Uwe Schneider (orgs.), *Wertpapierhandelsgesetz Kommentar*, Köln: Otto Schmidt.

BAUMANN, Jürgen, WEBER, Ulrich & MITSCH, Wolfgang

2003 *Strafrecht AT*, Bielefeld: Ernst und Werner Gieseking.

BLACK, Ashley

1991 “Professional Responsibilities and Fiduciary Obligations of Securities Brokers”, in: *University of New South Wales Law Journal*, 6/18, pp. 98-170.

BOLINA, Helena

2004 “A manipulação de mercado e abuso de informação privilegiada na nova Directiva sobre Abuso de Mercado (2003/6/CE)”, in: *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 18, pp. 62-71.

BRATMAN, Michael

1987 *Intention, Plans, and Practical Reason*, Cambridge: Harvard University Press.

BRITO BASTOS, Miguel

2012 “A elegibilidade de valores mobiliários condicionalmente convertíveis em ações comuns como fundos próprios das instituições de crédito na transição para Basileia III”, in Paulo Câmara & Manuel Magalhães (orgs.), *O novo direito bancário*, Almedina: Coimbra, pp. 174-225.

CAHN, Andreas

1998 “Grenzen des Markt- und Alegerschutzes durch das WpHG”, in: *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, 162, pp. 1-50.

CÂMARA, Paulo

2009 Comentário ao artigo 449.º, in: António Menezes Cordeiro (coord.), *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Coimbra: Almedina.

- CARVALHO, Américo Taipa de
 2004 *Direito penal – Parte geral, vol. II*, Porto: Publicações Universidade Católica.
- COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS
 2008 Novas medidas de prevenção e combate ao abuso de mercado, disponível online em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Novas%20Medidas%20de%20Preven%C3%A7%C3%A3o%20e%20Combate%20ao%20Abuso%20de%20Mercado/Documents/7af3acc579f94ed1b11c6197aa93564bNovasMedidasdePrevencaoCombateaoAM.pdf>.
- DAVIDSON, Donald
 1978 “Intending”, in: *Essays on Actions and Events*, Oxford: Oxford University Press, pp. 83-102.
- DEGOUTRIE, Claus
 2007 “Scalping” – *Strafbedürftigkeit und Einordnung unter die tatbestandlichen Voraussetzungen der Kurs- und Marktpreismanipulation nach §20a WpHG*, Berlin: Logos.
- DIAS, Jorge de Figueiredo
 2007 *Direito Penal – Parte Geral, I*, Coimbra: Coimbra Editora.
- EICHELBERGER, Jan
 2003 “Scalping – ein Insiderdelikt?”, in: *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, pp. 2121-2126.
- EISELE, Jörg
 2001 “Einflussnahme auf nationales Strafrecht durch Richtlinienggebung der Europäischen Gemeinschaft”, in: *Juristenzeitung*, n.º 21, pp. 1157-1165.
- FARIA DA COSTA, José & RAMOS, Maria Elisabete
 2006 *O crime de abuso de informação privilegiada*, Coimbra: Coimbra Editora.
- FEUERBACH, Pauls Johann Anselm von
 1847 *Lehrbuch des Gemein in Deutschland gültigen peinlichen rechts*, Giessen: Heyer.
- FLEISCHER, Holger
 2004 “Scalping zwischen Insiderdelikt und Kursmanipulation”, in: *Der Betrieb*, n.º 77, pp. 51-55.
- FLEISCHER, Holger & SCHMOLKE, Klaus
 2007 “Gerüche im Kapitalmarktrecht. Insiderrecht, Ad-hoc-Publizität, Marktmanipulation”, in: *Die Aktiengesellschaft*, 27, pp. 841-854.
- GAEDE, Karsten & MÜHLBAUER, Tilo
 2005 “Wirtschaftsstrafrecht zwischen europäischem Primärrecht, Verfassungsrecht und der richtlinienkonformen Auslegung am Beispiel des Scalping”, in: *Wistra*, 1, pp. 9-22.

- GALGANO, Francesco
2003 *Il nuovo diritto societario*, Padova: Cedam.
- GÓMEZ INIESTA, J.
1997 *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: McGraw Hill.
- HAZEN, Thomas Lee
2002 *The Law of Securities Regulation*, St. Paul: West Group.
- HIPPEL, Fritz von
1933 *Zur Gesetzsmässigkeit juristischer Systembildung*, Berlin: Junker und Dünnhaupt.
- JAKOBS, Günther
1993 *Strafrecht AT*, Berlin/New York: Walter de Gruyter.
- KINDHÄUSER, Urs
2002 *Strafrecht – BT II*, Baden-Baden: Nomos.
2005 *Strafrecht – BT I*, Baden-Baden: Nomos.
- KUDLICH, Hans
2004 “Börsen-Gurus zwischen Zölibat und Strafbarkeit – Scalping als Straftat?”, in: *Juristische Rundschau*, 5, pp. 191-195.
- KÜMPEL, Siegfried
2004 *Bank- und Kapitalmarktrecht*, Berlin: Otto Schmidt.
- LEITE, André
2007 *As “posições de garantia” na omissão impura*, Coimbra: Coimbra Editora.
- LENENBACH, Markus
2003 “Scalping: Insiderdelikt oder Kursmanipulation?”, in: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, pp. 243-247.
- MANNE, Henry
1966 “In Defense of Insider Trading”, in: *Harvard Business Law Review*, n.º 4 (novembro-dezembro).
- MENDES, Paulo de Sousa & MIRANDA, André
2004 “A causalidade como critério heurístico – uma demonstração através do exemplo da manipulação de cotações no mercado financeiro”, in: *Revista Portuguesa de Ciência Criminal*, 15/2 (abril-junho), pp. 167-208.
- MENDES, Paulo de Sousa
2000 *Vale a pena o direito penal do ambiente?*, Lisboa: AAFDL.
- MITSCH, Wolfgang
2003 *Strafrecht – BT, Vermögensdelikte (Kernbereich) / Tb. 1*, Wien: Springer.
- MONIZ, Helena

- 2003 “Aspectos do resultado no direito penal”, in: Costa Andrade, Faria Costa, Miranda Rodrigues & Antunes, (coords.), *Liber discipulorum para Jorge de Figueiredo Dias*, Coimbra: Coimbra Editora.
- MOOSMAYER, Klaus
 2002 “Straf- und bußgeldrechtliche Regelung im Entwurf eines Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes”, in: *Wistra*, 5, pp. 161-170.
- PAWLIK, Christian
 2007a “Anotação ao § 13”, Hirte, Heribert /Möllers, Thomas (org.), *Kölner Kommentar zum WpHG*, Köln/Berlin/München: Carl Heymanns.
 2007b “Anotação ao § 14”, in Heribert Hirte & Thomas Möllers, (eds.), *Kölner Kommentar zum WpHG*, Carl Heymanns: Köln-Berlin-München.
- PINTO, Frederico Lacerda da Costa
 2000 *Novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Almedina.
- REGGE, Jürgen
 2003 “Anotação ao §186”, in: *Münchener Kommentar zum StGB*, Tomo 3, München: C. H. Beck.
- ROXIN, Claus,
 2003 *Strafrecht AT, II*, München: C. H. Beck.
- RUDOW, Sebastian
 2006 *Scalping – zwischen Insiderdelikt und Kursmanipulation*, s./l.: Grin.
- SCHNEIDER, Uwe & BURGARD, Ulrich
 1999 “Scalping als Insiderstraftat”, in: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 20, pp. 381-390.
- SCHRÖDER, Christian
 2002 *Europäische Richtlinien und deutsches Strafrecht*, Berlin/New York: Walter de Gruyer.
 2004 “Straf- und Bußgeldtatbestände im BörsG und WpHG”, in: Achenbach/Ransiek (orgs.), *Handbuch Wirtschaftsrecht*, Heidelberg: C. F. Müller, pp. 814-878.
- SCHMITZ, Roland
 2003 “Der strafrechtliche Schutz des Kapitalmarkts in Europa”, in: *Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft*, 115, pp. 501-538.
- SCHWARK, Eberhard
 2003 “Kurs- und Marktpreismanipulation”, in: Jens Ekkenga, Walther Hadding & Horst Hammen (orgs.), *Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung –Festschrift für Siegfried Kümpel zum 70. Geburtstag*, Berlin: Erich Schmidt.

SEMINARA, Sergio

2009 “Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie”, in: *Banca borsa e titoli di credito*, n.º 1/I, pp. 331-368.

SETIYA, Kieran

2011 “Knowledge of Intention”, in: Anton Ford, Jennifer Hornsby & Fred, Stoutland (orgs.), *Essays on Anscombe’s Intention*, Harvard: Harvard University Press, pp. 170-197.

STRATENWERTH, Günter

2000 *Strafrecht AT I*, Köln: Carl Heymann.

VEIGA, Alexandre Brandão da

2001 *Crime de manipulação, defesa e criação de mercado*, Coimbra: Almedina.

VOLK, Klaus

1999a “Die Strafbarkeit von Absichten im Insiderhandelsrecht”, in: *Betriebs-Berater*, 54, pp. 66-71.

1999b “Scalping strafbar?”, in: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2, pp. 787-789.

WEBER, Martin

2000 “Scalping – Erfindung und Folgen eines Insiderdelikts”, in: *Neue Juristische Wochenschrift*, pp. 562-564.