

**Escola de Ciências Sociais e Humanas**

Departamento de Economia política

O Uso Indevido de Informação Privilegiada no Mercado de Capitais

**Lenira Rodrigues Dias**

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de:

Mestre em Direito das Empresas e Trabalho

Orientador:

Doutor António Henrique Barbosa Pereira de Almeida, professor auxiliar convidado.

ISCTE – Instituto universitário de Lisboa

Setembro de 2017

**AGRADECIMENTOS:**

Em primeiro lugar, agradeço a Deus, a minha mãe, minha Irmã, meus avós e toda minha família, gostaria não só de agradecer, como também, dedicar este trabalho e todo o amor que houver nesta vida. Muito obrigada pela força, pela dedicação e afeto.

Ao meu orientador Professor Doutor António Pereira de Almeida, pela oportunidade de acompanhar este trabalho, pelos ensinamentos e pela disponibilidade.

Aos meus amigos queridos que sempre estiveram fielmente ao meu lado, pelas palavras de incentivo, e pelos momentos de descontração. Aos meus amigos, que apesar da distância, estiveram sempre presentes e souberam compreender a minha ausência.

Aos meus colegas de mestrado, pela companhia e pelos momentos divididos ao longo do curso.

A todos, o meu mais sincero obrigada.

*“For too long, information, opportunities, and resources have been constraints, they need to be the bridges.”*

Sharad Vivek Sagar

**RESUMO:**

A presente dissertação versa sobre o uso indevido da informação privilegiada no Mercado de Capitais. Primeiramente, pretende-se compreender que, as decisões dos investidores dependem essencialmente da informação, razão pela qual, esta deverá ser de qualidade, e reservada a um número restrito de pessoas, para que depois possa ser disponibilizada a todos, de igual modo.

O ordenamento jurídico de vários Países, incluindo Portugal, condena a difusão e o uso indevido de informação por todos os agentes do Mercado em igualdade e com a mesma qualidade. É uma preocupação primordial dentro do Mercado de capitais, e, esta função é garantida pela CMVM. Outro ponto importante a destacar é que, uma informação credível e qualidade tem influência no preço das ações e títulos em geral.

Tendo em conta que a preocupação em garantir a eficiência do Mercado é uma prioridade da lei Portuguesa, logo, ao proibir penalmente a prática do *Insider Trading*, a norma jurídica pretende reforçar a confiança dos investidores no Mercado de Valores Mobiliários, estabelecendo em que condições a informação deve ser difundida. Para prevenir tais abusos no Mercado, foi implementado certos mecanismos, nomeadamente a comunicação de transações das entidades emitentes e a lista de insider. A violação desses mecanismos, constitui contraordenação grave e as sanções serão debatidas em momento oportuno. Entrará em pauta, competência da CMVM de supervisionar o funcionamento do Mercado, além de acompanhar a informação sobre fatos relevantes.

**PALAVRA CHAVES:** Mercado de Capitais, Insider trading, fatos relevantes, Informação Privilegiada.

## **ABSCTRACT**

This dissertation deals with the insider trading on the Capital Market. First, we intend to understand that investors' decisions depend primarily on information, which is why it should be of quality, and reserved for a small number of people, so that later can be made available to all, qu'Ally. The law of various countries, including Portugal, condemns the spread and misuse of information by all market players equally and with the same quality. Is a primary concern in the capital market, and this function is ensured by the CMVM.

Another important point to make is that a credible information and quality influences the price of stocks and bonds in general. Given that the concern to ensure market efficiency is a priority of the Portuguese law, then, by prohibiting criminal practice of Insider Trading, the legal standard is intended to enhance investor confidence in the Securities Market, establishing the conditions under which the information should be disseminated.

To prevent such abuses in the market, it implemented certain mechanisms, including communication transactions of issuers and insider list. Violation of these mechanisms is a serious administrative offense and sanctions will be discussed in due course. Enter on the agenda, CMVM's competence to supervise the functioning of the market, keeps track of information on relevant facts.

**KEYWORDS** : Capital Market, Insider trading, Relevant facts, privileged information.

**Glossário de siglas :**

Al. – Alínea

Art. – Artigo

B.P – Banco de Portugal

CMV – Comissão de Valores Mobiliários (Brasileiro)

C.C – Código Civil

C.Com. – Código Comercial

CE – comissão europeia

CEE – Comunidade Económica Europeia

CVM – Comissão dos Valores Mobiliários

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CdVM – Código dos Valores Mobiliários

CSC – Código das sociedades comerciais

CP – Código Penal

D.L – Decreto lei

L.S.A – Lei das sociedades Anónimas

D.P – Direito Penal

OPA – Oferta pública de aquisição

## Índice

|   |    |
|---|----|
| AGRADECIMENTOS: .....   | II |
| RESUMO: .....   | IV |
| ABSCTRACT.....  | V  |
| GLOSSÁRIO DE SIGLAS : .....   | VI |
| INTRODUÇÃO.....   | 1  |
| CAPÍTULO I – O MERCADO DE CAPITAIS: CONCEITO E ALCANCE .....                          | 3  |
| 1. O papel do Mercado de capitais no desenvolvimento económico .....                  | 3  |
| 2. Mercado de Capitais: Conceito e fundamento Geral.....                              | 4  |
| 3. O mercado primário e o mercado secundário: suas características intrínsecas. ....  | 5  |
| 3.1 Mercado primário: sua conceitualização.....                                       | 5  |
| 3.2 O mercado Secundário .....  | 6  |
| 4. O processo de divulgação da informação: O princípio do full disclosure.....        | 8  |
| CAPÍTULO II – A INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO MERCADO DE CAPITAIS .....                  | 10 |
| 1. O dever de informação sobre fatos relevantes.....                                  | 10 |
| 2. O dever de informar: sua relevância no Mercado de Capitais.....                    | 14 |
| 3. A informação privilegiada no ordenamento jurídico Português.....                   | 17 |
| 4. Os deveres dos administradores no Ordenamento Jurídico Português.....              | 19 |
| 5. Os órgãos fiscalizadores no Mercado de Capitais .....                              | 21 |
| 5.1 O Banco de Portugal .....   | 21 |
| 5.2 A comissão de mercado de Valores Mobiliários.....                                 | 22 |
| CAPÍTULO III – O USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO MERCADO DE CAPITAIS ..... | 23 |
| 1. Da formulação do crime de uso indevido de informação privilegiada.....             | 23 |
| 1.1 O problema da assimetria de informação no mercado de capitais .....               | 24 |

|  |           |
|--|-----------|
| 2. Introdução histórica ao uso indevido de informações privilegiada no Ordenamento Jurídico Português.....               | 26        |
| 3. Conceito de Insider trading: O objetivo da sua repressão. ....  | 27        |
| 3.1 A criminalização do Insider trading no ordenamento jurídico Português.....   | 30        |
| 3.2 O Insider e o seu papel na sociedade de ações .....  | 35        |
| 3.2.1 Os tipos de insiders: Insiders primários e Insiders secundários .....  | 35        |
| 4. Os mecanismos de prevenção do abuso de informação privilegiada no ordenamento jurídico português. ....                | 38        |
| 4.1 A comunicação de transações .....  | 38        |
| 4.2 A lista de Insiders .....  | 39        |
| 5. O tipo subjetivo do crime do abuso de informação .....  | 40        |
| 6. A figura do bem jurídico tutelado.....  | 41        |
| 7. Os efeitos jurídicos da prática do uso indevido de Informação privilegiada.....                                       | 44        |
| <b>CAPÍTULO IV – O USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NOS DIFERENTES ORDENAMENTOS JURÍDICOS: .....</b>                       | <b>46</b> |
| 1. Jurisprudência Portuguesa sobre o uso indevido de informação privilegiada.....  | 46        |
| CASO 1: Prática de Insider trading em caso de lançamento de OPA .....  | 46        |
| Caso 2: Aquisição de títulos com conhecimento prévio da OPA .....  | 47        |
| 2. Insider trading nos Estados Unidos da América.....  | 48        |
| 3. O insider trading no ordenamento jurídico Brasileiro .....  | 51        |
| 4. O uso indevido de informação privilegiada no ordenamento jurídico Francês – Le Délit d’initié.....                    | 53        |
| 5. Diretivas e Regulamentos da União Europeia a respeito do abuso de informação privilegiada no mercado de capitais..... | 56        |
| <b>CONCLUSÃO.....</b>  | <b>61</b> |
| <b>BIBLIOGRAFIA: .....</b>   | <b>63</b> |

## **INTRODUÇÃO**

Como ponto de partida, é importante realçar que, a garantia do bom funcionamento do Mercado de Capitais, só é possível se houver segurança na difusão da informação. Ao longo deste estudo, pretendemos demonstrar que a rapidez e a qualidade da informação influenciam o Mercado de capitais no desempenho do seu papel no crescimento económico, a CMVM, aplica normas relativamente a divulgação da informação, que serão debatidas mais adiante.

No primeiro capítulo, trataremos do conceito de Mercado de capitais e dos valores mobiliários. Cabe refletir sobre a importância do dever de divulgar a informação a todos os agentes económicos envolvidos no Mercado, bem como as vantagens que traz consigo para que o Mercado seja eficiente, ou seja, seu contributo na eficiência do Mercado.

A globalização trouxe consigo experiências que demonstraram que a informação estaria cada vez mais a ganhar uma importância sublime o que estaria na origem da ascensão das finanças. Por outro lado, várias outras mudanças fundamentais na economia que foram trazidas pela globalização, leva ao aumento dos fluxos no Mercado de capitais.

As mudanças mais significativas acontecem no que diz respeito as inovações tecnológicas e a evolução da comunicação. Acresce ainda que estas mudanças, como nos parece claro, também revolucionam a sociedade e a informação surge como elemento que muda o contexto socioeconómico e faz com que nasça novas atividades produtoras de informação. Nesse sentido, as redes financeiras também levam a criação de novas redes de informação que proporcionam o desenvolvimento do mercado de capitais, e consequentemente levam a concentração de empresas de serviços financeiros.

Com a crise de 2008 é irrefutável a necessidade de criar e desenvolver novas formas de divulgação de informações, o que torna necessário investir na qualidade e quantidade de informação, que por sua vez, irá proporcionar desenvolvimento económico e financeiro no mercado de capitais. Neste sentido, é inegável que o mercado de capitais influencia diretamente a economia, e por esse motivo é um dos pilares fundamentais no crescimento económico. Por outro lado, tem influência nas crises que afetam todos os países, ou seja, as crises internacionais. Assim, há uma obrigação de criar novas regras de divulgação de informação e também há necessidade de criar novos paradigmas de regulação. Neste contexto, a confiança entre o investidor e o mercado é a peça chave para a eficácia do mercado, e isto será tratado no capítulo onde trataremos do conceito de

informação privilegiada e da capacidade de algumas pessoas de interferir na cotação dos valores mobiliários.

Nos parece claro que o dever de divulgar fatos relevantes, previsto na lei, impõe ao administrador o dever de tornar imediatamente público, fatos ocorridos nos negócios. Este dever está cercado fundamentalmente por um conjunto de deveres que dizem respeito a todo e qualquer tipo de divulgação de informação nos mercados de capitais, porém, a obtenção de informação privilegiada tem duas vertentes: por um lado, há que saber como usá-las, pois se forem usadas de forma correta estarão de acordo com o princípio da transparência no mercado e do mesmo modo contribuirá para acabar com as assimetrias, por outro lado, o seu uso indevido poderá levar a práticas proibidas e punidas por lei, o insider trading. Estas práticas, que passarei a falar mais adiante, serão analisadas pelo judiciário que punirá penalmente o uso indevido de informação privilegiadas como também poderá ocorrer a obrigação de indenização dos prejuízos.

É incontestável a possibilidade de lucrar com o descumprimento dos deveres relacionados a estas informações, mas a existência de regras que proíbem tais práticas, faz com que estas diminuam, e é neste sentido que captamos a essencialidade da regulação da informação e o dever de divulgar fatos relevantes.

A lei Portuguesa, adota um conceito semelhante á vários outros países nomeadamente o Brasil, onde há imposição do dever de divulgação imediata das informações, e vedação a prática do insider trading. A CMVM é o órgão que possui o poder regulamentador e fiscalizador. É este órgão que possui a tutela do mercado de capitais. Existe hoje várias normas e decisões proferidas pela CMVM que vem estabelecendo novos paradigmas acerca da divulgação de informações e apresenta as características das regras de divulgação, mas isto será analisado em momento oportuno.

No quarto capítulo deste estudo serão tratadas as questões relativamente ao uso de informação privilegiada. Será possível constatar que a esta prática não é benéfica, uma vez que gera insegurança no Mercado. Ademais, esta prática também leva a redução dos investimentos por parte dos investidores. A legislação que trata o uso indevido de informação está em constante evolução nos últimos tempos no ordenamento jurídico Português, no que diz respeito as sanções civis, administrativas e criminais.

## **CAPÍTULO I – O MERCADO DE CAPITAIS: CONCEITO E ALCANCE**

### **1. O papel do Mercado de capitais no desenvolvimento económico**

A humanidade, desde os primórdios, já contratava ou praticava relações contratuais. Entre essas relações contratuais destacamos a troca, apesar de ter características bastante primitivas. A troca por si só já trazia muitas dificuldades, como por exemplo, a fraca existência de interesses igualitários de troca ou fraca existência de produtos com o mesmo valor económico a serem trocados. Tempos depois, com surgimento da moeda, surge também o contrato de compra e venda, e conseqüentemente, vai ter um aumento do fluxo de capital. Outra consequência positiva do surgimento da moeda é o aparecimento de termos como poupança de recursos, e o mercado de crédito.

O mercado de capitais surge com o fundamento de que a sua existência iria contribuir para o desenvolvimento económico, atuando como propulsor de capitais para os investimentos, estimulando a formação da poupança privada e, permitir orientar a estruturação de uma sociedade pluralista, baseada na economia de mercado, permitindo a participação coletiva de forma ampla na riqueza e nos resultados de economia<sup>1</sup>.

O Mercado de Capitais, abrange a negociação de títulos emitidos por empresas privadas (como é o caso das ações e dos direitos de subscrição). O mercado de capitais é o regulador das transações envolvendo valores mobiliários, que distribui valores mobiliários, que por sua vez, cria a possibilidade de haver liquidez aos títulos emitidos pelas sociedades anônimas. Quanto mais força o mercado de capitais tiver num determinado país, maior a sua formação de poupança e maior será o desenvolvimento económico deste país. A sua preocupação em adquirir recursos por parte das sociedades comerciais e financeiras através da emissão de títulos, procurando alargar o prazo para pagar as dívidas e financiar projetos das sociedades mencionadas.

É nisto que traduz a sua existência e podemos tomar como ponto de partida para entender a necessidade de crescimento económico que Portugal vive é necessário entender que o mercado de capital só é eficiente quando o financiamento das empresas,

---

<sup>1</sup> Pinheiro, Juliano Lima. Mercado de Capitais (2006), Fundamentos e técnicas. São Paulo: Editora Atlas.

é eficaz e capaz de responder as necessidades de liquidez, visibilidade e credibilidade, pois sem crescimento das empresas não há crescimento económico. Por outro lado, apesar de ser fundamental para a sustentabilidade futura do investimento no mercado de capitais possui também os seus riscos, uma vez que, não há dever de ressarcimento da quantia total investida, a menos que seja em caso de debêntures.

De acordo com os ensinamentos passados por Juliano Lima Pinheiro<sup>2</sup>:

“O Mercado de Capitais pode ser definido como um conjunto de instituições que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os vendedores.”

## **2. Mercado de Capitais: Conceito e fundamento Geral**

No Mercado financeiro, a mobilização dos recursos financeiros é proporcionada pelos intermediários financeiros. Como exemplo, temos as instituições bancárias são intermediários entre os investidores e o beneficiário do investimento. Nesse sentido, vale salientar a diferença que existe entre o instituto acima mencionado, e o Mercado de Capitais, pois, aqui o prestador de recursos estabelece uma relação direta e automática com o beneficiário, no que diz respeito ao financiamento.

É o Mercado que está na base do progresso empresarial, uma vez que, gera muitos recursos para que os investidores invistam nas companhias. Além de estar na base do desenvolvimento empresarial, possui um papel importante na economia global, e está intimamente ligado a ideia de fonte de renda e emprego.

O Mercado deve ser entendido como sendo o espaço em que são feitas as trocas entre o fornecedor e o consumidor. Há também que reconhecer o Mercado como instituição jurídica<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Pinheiro, Juliano Lima. Mercado de Capitais: Fundamentos e técnicas. Op.Cit., p 174.

<sup>3</sup> Segundo Eros Grau: “Antes, porém, o Mercado deve ser compreendido qual observa Avelãs Nunes, como uma instituição social, um produto da história, uma criação histórica da humanidade (correspondente a determinadas circunstâncias económicas e sociais, políticas e ideológicas que veio servir e serve, os interesses de uns, (mas não de todos), uma instituição política destinada a regular e a manter determinadas estruturas de poder que asseguram a prevalência dos interesses de certos grupos sobre os interesses de outros grupos sociais. Neste sentido, tanto o Estado como o Mercado são espaços ocupados pelo poder político nada mais do que como uma certa forma daquele.” Grau, Eros Roberto. A ordem económica na constituição da república de 1988, 11ª ed. São Paulo, Malheiros editores. 2006. Pg30.

O funcionamento equilibrado do Mercado, depende essencialmente de ter concorrência. É imprescindível haver concorrência entre os agentes, para que haja eficiência, liberdade e igualdade.

No Mercado de Capitais, são realizadas operações de compra e venda de títulos de médio e longo prazo. É um Mercado considerado de risco, onde são negociados títulos de dívida pública e títulos de dívida privada. Diversas são as transações feitas no Mercado, entre elas destacamos: as debêntures, e o bônus de subscrição.

A existência de risco, causa certo receio por parte dos investidores, dos empresários e até dos consumidores, pois, além de problemas de força maior, é inegável que a situação de crise que assola a economia mundial nos nossos dias, a concorrência, o desenvolvimento da tecnologia e a própria insegurança em relação a investir ou não investir, causa seria instabilidade no Mercado.

As empresas que estejam a enfrentar problemas financeiros, podem, através do Mercado, negociar seus títulos e valores mobiliários, por outro lado, empresas e investidores em geral, podem, através da aplicação de recursos, adquirir estes títulos e valores mobiliários. A venda de títulos e valores mobiliários é sem dúvidas uma das formas mais económicas para empresas que estejam a passar por alguma fase de instabilidade financeira.

### **3. O mercado primário e o mercado secundário: suas características intrínsecas.**

Além de organizado, o Mercado também deve ser dinâmico e eficiente. Antes de entrar no cerne da questão, é inegável a necessidade de realçar que, a confiabilidade é um dos principais motivos para estimular os investidores a investirem no Mercado.

#### **3.1 Mercado primário: sua conceitualização**

No Mercado Primário, há especialmente negociação de ações, obrigações, e papel comercial. Acontece em casos que os acionistas de uma determinada empresa não tenham recursos suficientes para subscrever ações no Mercado, e sendo assim, entram em negociação no mercado. É aqui que é feita a primeira emissão do ativo, por ser um meio

eficaz das empresas aumentarem o seu capital. Estes sócios, por sua vez, ao adquirirem tais títulos, terão direito á benefícios financeiros, e a empresa além de crescer, também aumentará o valor das suas ações. Para além das empresas, os Bancos também têm vantagens, uma vez que, o mercado primário é um meio de aquisição de capital para futuros financiamentos. Ou seja, a necessidade de mais recursos financeiros, leva a empresa a negociar estes títulos, que por sua vez, são adquiridos por novos subscritores.

É de notar, o fato de que é no mercado primário que a negociação destes títulos ocorre pela primeira vez e, o recurso financeiro adquirido nessa negociação, vai diretamente para a caixa da empresa vendedora.

É no mercado primário onde acontece o *Inicial public offering* (Oferta Pública Inicial). Na IPO as ações de determinadas sociedades são vendidas pela primeira vez ao público no Mercado de capitais. O objetivo é adquirir património financeiro para futuros investimentos ou custeio de outras atividades produtivas. As ofertas públicas, não estão destinadas aos acionistas da sociedade.

Em outras palavras, o Mercado primário, diz respeito a primeira vez que um título é negociado. Acontece quando uma empresa lança um título no Mercado, ou seja, ela busca recursos no Mercado e esse recurso entra automaticamente para o capital da empresa. É o processo de capitalização da empresa. É aqui que acontece a abertura para o mercado secundário e este, por sua vez, ao garantir lucros, promove a abertura ao mercado primário, e por esta razão podemos concluir que um não existe sem o outro.

### **3.2 O mercado Secundário**

O Mercado Secundário, é o mercado de negociação. Aqui, os títulos emitidos em oferta pública no mercado primário vão ser novamente negociados. Cuida das compras posteriores ao Mercado primário com os investidores. É o lugar onde os títulos negociados no mercado primário, são agora revendidos em mercado amplo, com informações transparentes.

O primeiro comprador, opta por revender as suas ações adquiridas no Mercado Primário, quando negociou com a Empresa. Ou seja, é o investidor quem está a frente da venda das ações.

Neste Mercado, diferentes investidores compram e vendem ações com o objetivo de adquirir mais liquidez e o seu funcionamento depende da eficiência do Mercado em geral. Pode se dizer que aqui é a fase da circulação do ativo, sua função primordial é gerar liquidez. Outra característica a ser mencionada é o fato dos investidores negociarem entre si, sem intromissão da empresa. Resumidamente, dá liquidez ao investidor proporcionando o crescimento do Mercado primário. O investidor converte as suas ações em capital<sup>4</sup>.

Acontece a partir da segunda vez que o título é negociado. Aqui uma ação é lançada no Mercado, e quando se trata da primeira venda, o capital entra diretamente para a empresa que criou o título. A partir deste ponto, a empresa poderá negociar o título, caso tiver interesse. O capital resultante da segunda venda não influencia o capital da empresa, mas sim o capital dos proprietários dos títulos.

---

<sup>4</sup>De acordo com Kumpel Siegfried (2007), “O direito do Mercado de Capitais. Do ponto de Vista do Direito Europeu, Alemão e Brasileiro. Rio de Janeiro: Renovar”, p.43. O capital é um ativo que gera rendimento e pode existir, na forma de dinheiro, valores mobiliários e bens reais, mormente na forma de propriedade imobiliária ou parques industriais. Os ativos formados por dinheiro e bens económicos de valor monetário geralmente são denominados capitais financeiros.

#### **4. O processo de divulgação da informação: O princípio do *full disclosure***

A reivindicação do *full disclosure* no Mercado de Capitais surgiu da importância da informação na resolução de problemas económicos. Este princípio traduz o valor do fornecimento amplo de informação nos Mercados de valores com base nos princípios da transparência.

O *full disclosure* é entendido como a prestação completa da informação. A CVM, enquanto órgão regulador do Mercado de Capitais tem como alicerce principal, assegurar ao público todas as informações concernentes aos valores mobiliários negociados e as companhias emitentes. Este princípio está intimamente ligado a questão da liberdade que os investidores têm de, com base nestas informações, decidir sobre determinado investimento.

O *full disclosure* é sim um princípio básico no que toca a existência e o bom funcionamento do Mercado de Capitais. É ele que incentiva ao investimento justamente por garantir que o investidor conheça os riscos relacionados ao seu investimento.

De acordo com os ensinamentos de Easter Brook:

“O aumento da quantidade e qualidade das informações resultaria em um processo de formação de preços mais eficientes, bem como na tomada de decisões mais racionais, com resultados benéficos para a economia”.<sup>5</sup>

Neste sentido, é fácil constatar a importância deste princípio na repressão ao insider trading, tema em debate neste trabalho.

É de suma importância analisar que, por mais que este princípio assegure a todos o direito a informação completa, sempre poderá haver uma parcela do público com acesso a informações privilegiadas por vários motivos, entre eles: os eventuais problemas na divulgação da informação até mesmo nos casos em que a não divulgação imediata dessas informações é defendida por lei, ou por outro lado, quando há falhas em distinguir o que é uma informação relevante e o que não é relevante.

---

<sup>5</sup> Easter Brook, Frank e Daniel Fichel R. (Mai,1984), Mandatory Disclosure and the protection of investors. Virgínia Law Review Charlo Tesville Law Review Association, v.70, nº 4, pp 669-715.

## O uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais

Os indivíduos, ao negociarem no Mercado de Capitais devem dispor das mesmas informações em relação outros, pelo que não é permitido quaisquer privilégios entre eles, no que diz respeito a informações públicas. Esse tipo de privilégio corresponde a uma das mais graves infrações no Mercado de Capitais e financeiro, pelo simples fato de destruir a confiança dos investidores.

Porém, a disponibilização destas informações por si só não basta para garantir os princípios de eficiência transparência no Mercado de Capitais. É de extrema importância criar um sistema capaz de utilizar os dados informativos em tempo oportuno e desenvolver técnicas legais transparentes para divulgar essas informações.

## **CAPÍTULO II – A INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO MERCADO DE CAPITAIS**

### **1. O dever de informação sobre fatos relevantes**

Um dos fundamentos para o funcionamento eficiente do mercado é a confiança do investidor, nesse propósito, é necessário que o investidor acredite que a informação é suficiente, adequada e credível, ou seja, para que possa encaminhar os investidores a tomar decisões de investimento de forma inteligente e ponderada.

Os deveres de informação ajudam a diminuir os riscos nos valores mobiliários e contribui para que o mercado seja um instrumento eficiente do funcionamento do mercado, e contribui para que o mercado seja um instrumento eficiente do funcionamento do mercado, e deste modo o seu cumprimento não deve atrapalhar a entidade emitente na tomada de decisões para manter relacionamentos baseados na comunicação com os acionistas e credores porque é isto que irá influenciar a avaliação dos investidores.

O dever legal de informação sobre fatos relevantes encontra-se definido no código do mercado de valores mobiliários. A boa informação é o fundamento primordial da transparência dos mercados e, é a base de toda a confiança que o investidor deposita no mercado. É isso que garante a fluidez do mercado e propicia eficiência.

É de ressaltar, nesse sentido, que o Código de Valores Mobiliários no seu artigo 248º acolhe o dever de informação de fatos relevantes por parte dos emitentes de ações, de obrigações, e de outros valores representativos de dívida admitidos à negociação em bolsa. O artigo acima mencionado, defende o seguinte posicionamento:

Artigo 248º 1: “As sociedades emitentes de ações admitidas à negociação informam imediatamente o público sobre quaisquer factos ocorridos na sua esfera de atividade que não sejam do conhecimento público e que, devido à sua incidência sobre a situação patrimonial ou financeira ou sobre o andamento normal dos seus negócios, sejam suscetíveis de influir de maneira relevante no preço das ações”.

2 - Os emitentes de obrigações ou de outros valores mobiliários representativos de dívida admitidos à negociação informam imediatamente o público sobre quaisquer factos ocorridos na sua esfera de atividade que

não sejam do conhecimento público e que sejam suscetíveis de afetar de maneira relevante a capacidade de cumprir os seus compromissos.

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

Em relação a qualidade da informação, o próprio CdVM estabelece que o emitente está obrigado a informar. O dever de informação, em outras palavras, está a cargo do emitente de ações e de valores mobiliários representativos de dívidas. Essas informações, de acordo com o artigo acima mencionado, são destinadas ao público e tem o dever de serem publicadas imediatamente. Esses fatos possuem algumas características, como por exemplo, devem estar relacionadas com a atividade do emitente e devem ter a capacidade de influenciar nos preços das ações e cumprir com os compromissos de emissão de dívida e também incidir sobre a situação patrimonial e financeira.

É de notar que, o princípio da transparência presente neste contexto além de proporcionar igualdade de oportunidades no que diz respeito ao acesso de informações, também reforça a confiança no mercado, uma vez que o dever de informação sobre fatos relevantes, transforma se em um meio de proteção aos investidores, uma vez que com ele é possível analisar com vigor e credibilidade, os riscos do mercado de investimentos e defesa dos seus interesses.

Importa mencionar que é um importante aliado no combate ao abuso de informação e da manipulação do mercado.

Em relação a qualidade da informação, o CdVM estabelece que esta deverá ser: completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita, no que diz respeito a informações relacionadas a instrumentos financeiros, a formas organizadas de negociações, às atividades de intermediação financeiras, á liquidação e compensação de operações, a ofertas de valores mobiliários e a emitentes.

Por outro lado, a informação deverá criar um retrato fiel da situação das empresas cotadas, para que possa contribuir com a integridade e a transparência dos mercados de capitais, esta deve também ser entendida como um reforço da capacidade de oferecer soluções verdadeiras, visando dar respostas às necessidades dos investidores, como veremos mais adiante. Por outro lado, é necessário criar uma estrutura de qualidade,

baseada em princípios esclarecedores, pois, a informação prestada deverá assentar em padrões de alta qualidade de informação.

Neste sentido, vale dizer que o tema vem trazer à tona também a obrigação de informação de fatos relevantes, o que é provado no nº 2 do artigo 248 do CdVM. A regra contida neste artigo deixa claro que a informação privilegiada abrange os fatos ocorridos, existentes ou razoavelmente previsíveis, independentemente do seu grau de formalização, que, por serem suscetíveis de influir na formação dos preços dos valores mobiliários ou dos instrumentos financeiros, qualquer investidor razoável poderia normalmente utilizar, se os conhecesse, para basear no todo, ou em parte, as suas decisões de investimentos.

Este artigo faz-nos perceber que há um dever de informação, sobre as sociedades cotadas que dizem respeito a fatos relevantes. Esse dever de informação, por um lado, apresenta um dever de comunicar e de prestar informações aos envolvidos diretamente no mercado, por outro lado, há um dever de divulgar ou publicar.

A CMVM, possui uma tarefa no ordenamento jurídico, que diz respeito ao uso de um conjunto amplo de competências consagradas na lei. Dentro dessas competências mencionadas está o controle da informação que é difundida no mercado, conforme já foi mencionado. Este tipo de informação diz respeito a todos os aspectos fundamentais do bom funcionamento do mercado, bem como a transparência e a eficácia.

No direito Brasileiro, na instrução 358 da Comissão dos valores mobiliários, é considerado fatos relevantes qualquer ato ou fato ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; na decisão dos investidores de manter, comprar ou vender aqueles valores mobiliários; na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titulares de valores mobiliários de emitidos pela empresa ou a eles referenciados.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> A instrução 358 da Comissão dos Valores Mobiliários Brasileiro dispõe sobre a divulgação e o uso de informações sobre atos e fatos relevantes relativos às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhias abertas, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.

O conceito de informação privilegiada contido no artigo 248º do CdVM, mostra que toda a informação que lhes diga diretamente respeito, ou aos valores mobiliários por si emitidos, que tenha caráter preciso, que não seja pública, e caso fosse atribuída publicidade, seria idónea para influenciar de maneira sensível o preço desses valores mobiliários e dos instrumentos subjacentes ou derivados, a eles relacionados.

Por outro lado, trata-se também de qualquer informação tornada nos termos da alínea anterior, utilizando para o efeito o mesmo meio de divulgação imediata da informação. Ademais, vale ressaltar que o dever de informação deverá ser cumprido através de publicação obrigatória de informação privilegiada, no sistema de difusão de informação da CMVM ou, caso seja um emitente com ações admitidas em mercado regulamentado, deverá publicar no sítio da internet do emitente, em qualquer outro meio eletrónico de divulgação de informação disponibilizado pela entidade gestora de entidade regulamentado, ou também, em jornais de grandes dimensões nacionais.

O nº3 do 248º do CdVM, também ressalta que as informações devem ser divulgadas em simultâneo com as várias categorias de investidores e nos mercados regulamentados dos estados membros da União Europeia, em que seus valores estejam admitidos à negociação ou que tenham sido objeto de um pedido nesse sentido.

Por outro lado, pode acontecer dos emitentes poderem diferir a divulgação pública da informação, caso esta tenha as seguintes características: a divulgação imediata deverá ser suscetível de prejudicar os seus legítimos interesses; o deferimento não seja suscetível de induzir o público em erro, e por fim, o emitente deverá demonstrar que assegura a confidencialidade da informação.

Essa confidencialidade, é assegurada pelo emitente através da restrição do acesso à informação às pessoas que precisam dela para exercerem as suas funções, pela garantia de que as pessoas com acesso a essa informação tenham conhecimento da natureza privilegiada da informação, dos deveres e proibições que decorrem desse conhecimento e das sanções a que podem estar sujeitas pela divulgação ou utilização abusiva dessa informação, e também através da adoção de mecanismos necessários à divulgação pública imediata da informação quando houver quebra de confidencialidade.

Todas as transações efetuadas por conta própria, pelos dirigentes de um emitente de valores mobiliários (como é o caso dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização do emitente e os seus responsáveis que possuem um acesso regular a

informação privilegiada e participam nas decisões sobre a gestão e estratégia negocial do emitente), de terceiros ou por outros, por conta daqueles, admitidos à negociação em mercado regulamentado ou de sociedade que o domine, bem como as pessoas com aqueles estritamente relacionadas, devem ser informadas a CMVM no prazo de 5 dias úteis.

Por outro lado, qualquer pessoa ou entidade que detenha informação privilegiada, não pode de qualquer modo a transmitir para além do âmbito normal das suas funções, é o que assevera o nº 4 do artigo 248º do CdVM. Além disso, se o emitente ou pessoa que atue em seu nome ou por sua conta comunicarem, no âmbito do exercício normal da sua atividade, da sua profissão ou das suas funções, informações privilegiadas a um terceiro que não esteja sujeito ao dever de segredo, tal informação é tornada pública simultaneamente, se a comunicação for intencional, ou imediatamente, se a comunicação não for intencional.

A CMVM, por outro lado, pode dispensar a divulgação de informação privilegiada quando essa divulgação seja contrária ao interesse público e possa causar prejuízo grave ao emitente, a pedido deste, desde que a ausência de publicação não induza o público em erro sobre fatos e circunstâncias essenciais para a avaliação dos valores mobiliários.

No regime anterior ao regime de 2006, era permitido que o conhecimento da informação privilegiada chegasse ao agente por via de uma fonte interna do emitente. Atualmente, bastando o seu conhecimento de que a informação de que dispõe é caracterizada como informação privilegiada, independentemente da fonte de onde proveio e dos sucessivos elos que se interponham entre o detentor da informação e a sua fonte.

## **2. O dever de informar: sua relevância no Mercado de Capitais**

O dever de informar, ganha mais espaço de debate após as diretivas do Parlamento Europeu e do conselho, que traz à tona deveres gerais de conduta aos intermediários financeiros, bem como a criação de regras no que diz respeito a organização às condições de exercício das atividades de investimentos, aos valores mobiliários, a cotação oficial de uma bolsa de valores e a informação a publicar.

Assim, a informação é levada a categoria de dever e, portanto, é criada pelas autoridades administrativas um conjunto de deveres de informação, e a tarefa da CMVM

é controlar o cumprimento destes deveres. É de notar que essas diretivas tiveram um papel fundamental no que toca a integração dos mercados, e o aumento da confiança dos investidores, o que certamente proporcionou uma maior abertura do mercado. Os princípios e os deveres que passaram a ser destacados, nesse sentido, são peças muito importantes para a prosperidade das empresas de intermediação.<sup>7</sup>

É de observar que a necessidade de igualdade de informação que temos vindo a debater ao longo deste trabalho, surge da preocupação em proteger os investidores. O dever de informar torna se muito relevante, pois, assegura que a avaliação dos investidores em relação aos ativos negociáveis em Mercado, seja feita com base nos princípios da igualdade e em tempo simultâneo.

Por outro lado, o Mercado de valores mobiliários, é de extrema importância na economia nacional e no sistema financeiro, e o seu pressuposto principal é manter a relação de confiança do público investidor no Mercado, o que só é possível se houver segurança e rigor na informação.

A segurança no mercado é assegurada também com base na criação de mecanismos que atenuam os efeitos negativos ou mesmo os riscos que por vezes correm os investidores ao atuarem no mercado financeiro e de investimentos. Nesses riscos podemos destacar: os riscos que decorrem da assimetria de informações e da manipulação do mercado.

O dever dos intermediários financeiros, por outro lado, não é apenas proteger o interesse dos investidores, é também evitar que estes sejam lesados. Embora não seja possível obrigatoriamente obter a garantia de resultados satisfatórios de investimentos, pois, certos riscos do mercado não dependem da vontade desses intermediários, os investidores tendo a sua disposição a informação, também, assume a responsabilidade pelos riscos.

---

<sup>7</sup> Osório de Castro, Carlos (1997): A informação no Direito do Mercado de Valores mobiliários. In Direito dos Valores mobiliários, Lisboa: Lex, p 33. Segundo este autor, a defesa dos investidores como um dos objetivos principais do direito dos valores mobiliários, deve ser vista no sentido de que se entende por investidores “a coletividade composta por um número indeterminado de pessoas, que corporiza a procura de valores mobiliários no mercado primário e a oferta e a procura desses mesmos valores no mercado secundário – não a cada um dos investidores, individualmente considerado”.

Com base no artigo 7º do código dos Valores mobiliários, que atribui poderes e competências a CMVM no que respeita à intervenção e regulação, podemos ver que é ela que define qual o papel a desempenhar pela autoridade administrativa. Este artigo também consagra o critério geral aplicável a toda a informação, e isto é estendido a toda e qualquer tipo de informação, não importando a sua fonte ou seu conteúdo. O nº1 desse artigo mostra uma regra de conduta ou comportamento que impõe certos requisitos que devem ser respeitados pelos participantes na difusão da informação.<sup>8</sup>

De acordo com Paulo Otero (1999): “ Os deveres de informação não mais são do que um conjunto de princípios disciplinadores da regulação, supervisão, fiscalização e promoção dos mercados de valores mobiliários e da atividade neles desenvolvida pelos respetivos intervenientes na transação de ações, obrigações títulos de participações ou quaisquer outros valores legalmente equiparados, tendo em vista a defesa do interesse público no respeito pela salvaguarda das posições jurídicas dos participantes no âmbito de tais mercados”.<sup>9</sup>

Desde sempre, constatou-se esta necessidade de o mercado ter a confiança dos investidores, e como já havia mencionado, é preciso que haja transparência para que se possa proteger a integridade do funcionamento do mercado.

A quebra de confiança nos mercados pode ser muito impactante, pois, compromete o bom funcionamento do mercado. Nesta via, é vital cultivar a confiança dos investidores e do público no bom funcionamento do mercado, e assim, proteger a liquidez e a segurança no mercado financeiro de modo a promover também a perfeita organização, a regulamentação dos mercados, a estabilidade e integridade do sistema financeiro de forma a criar a certeza de que a informação transmitida aos investidores é adequada e tem qualidade.

---

<sup>8</sup> O artigo 7º do CdVM diz que a informação respeitante a instrumentos financeiros, a formas organizadas de negociação, às atividades de intermediação financeira, à liquidação e à compensação de operação, a ofertas públicas de valores mobiliários e a emitentes deve ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita. O nº 2 desse artigo, deixa claro que o exposto no nº 1 aplica-se seja qual for o meio de divulgação e ainda que a informação seja inserida em conselho, recomendação, mensagem publicitária.

<sup>9</sup> Otero, Paulo. (1999). Alguns problemas e direito administrativo do mercado dos valores mobiliários, in: Direito dos valores mobiliários, Vol. I.

### **3. A informação privilegiada no ordenamento jurídico Português**

A informação, com o passar dos tempos, tornou-se um meio coeso de orientação dos investidores na tomada de decisões. A informação é vista como um meio importante de garantia de equidade entre os investidores, pois além de proporcionar credibilidade e confiança no mercado também acarreta o bom funcionamento deste. Por outras palavras, a transparência e o equilíbrio do mercado só são possíveis graças a informação.

Neste sentido, há uma inegável obrigação de comunicar sobre qualquer fato relevante que possa influenciar na tomada de decisão por parte dos investidores, tanto na compra como na venda de valores mobiliários. Uma informação privilegiada possui uma característica que as diferenciam: dizem respeito á matérias relevantes sobre o próprio mercado financeiro, cujo uso indevido poderá dificultar o bom funcionamento das atividades do mercado e conseqüentemente poderá trazer prejuízos económicos aos investidores.

A lei Portuguesa, no seu artigo 378º do Código dos Valores Mobiliários, define como informação privilegiada: “Toda e informação não tornada pública que, sendo precisa e dizendo respeito direta e indiretamente a qualquer emitente ou a valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, seria idónea se lhe fosse dada publicidade para influenciar de maneira sensível o seu preço no mercado”.

O entendimento trazido pelo Código dos valores mobiliários no nº3 do artigo 378º, deixa claro que a informação privilegiada possui características bastante específicas: A informação é não pública quando não é acessível à generalidade dos investidores; é específicas quando diz respeito direta e indiretamente, a qualquer emitente ou a valores mobiliários ou instrumentos financeiros; A informação é precisa quando tem um grau de concretização que permite que a mesma seja utilizada, ou seja, quando diz respeito a fato ocorrido ou razoavelmente previsível, ou que tenha um grau de concretização que permite que a mesma seja utilizada. Não tem de ser completa nem definitiva; A informação tem ainda de ser idónea para alterar de maneira sensível o preço do mercado (*price sensitive*).

O *price sensitive* diz respeito a informação de que qualquer investidor razoável poderia utilizar, para a tomada de decisões de investimento, caso o conhecesse.

Essa possibilidade de influenciar os preços acontece devido aos seguintes fatores: A magnitude previsível do fato em causa no contexto da atividade da empresa; a relevância da informação para as principais determinantes do preço do instrumento financeiro; a credibilidade da fonte; as variáveis do mercado que influem sobre o preço do instrumento financeiro em causa.

Acresce também que existem diversos exemplos de indicadores de que a informação tem a possibilidade de ter impacto sobre os preços: Inicialmente, o fato de que o tipo de informação em causa é idêntica a informação que no passado, teve impacto sobre os preços; o tipo de informação em causa é normalmente tomada em consideração nas recomendações de investimento como fator a ter em consideração na recomendação; a informação foi mantida expressamente em segredo; e por fim, o próprio emitente tratou no passado, fatos idênticos, como informação privilegiada.

As informações privilegiadas devem, portanto, ser disponibilizados ao público em geral, as companhias emissoras de valores mobiliários, aos investidores e os demais intermediários financeiros com base nos princípios da igualdade.

Neste sentido, todos os agentes envolvidos no mercado, devem ter acesso a essas informações para que todos oportunidade de os analisar para que não haja vantagem de uns em detrimento de outros. Essa disponibilização das informações privilegiadas tem como finalidade a busca da eficiência no mercado<sup>10</sup>, deste modo deve buscar a simetria na divulgação das informações relevantes entre os intermediários de forma a assegurar equidade entre todos os intervenientes.

---

<sup>10</sup> A comissão de Valores Mobiliários, Regulação do mercado de Valores mobiliários: fundamentos e princípios. “Define como mercado eficiente aquele em que um grande número de compradores e vendedores reagem através de mecanismos que conduzem o preço dos valores mobiliários a refletirem as informações disponíveis sobre as companhias emissoras. O nível de eficiência no mercado está associado a velocidade de reação dos preços dos valores mobiliários às informações divulgadas. Um sistema de informações deficiente possibilita acesso privilegiado e eventuais retornos extraordinários para alguns em detrimento de outros. Efeitos danosos também advém do tempo de que o sistema precisa para disseminar a informação no mercado possibilitando o acesso de alguns, antes da divulgação ampla.”

#### **4. Os deveres dos administradores no Ordenamento Jurídico Português**

Na vida social comum, existem deveres diretamente exigíveis a todos e que estão na base da convivência social, existem também, deveres que são impostos aos cidadãos em virtude de alguma condição a que estejam sujeitos. Portanto, interessa aqui falar dos deveres dos administradores e gerentes das sociedades comerciais.

No mercado de Capitais, as informações privilegiadas são recebidas primeiramente pelos administradores ou membros do conselho de administração, que devem levar em consideração uma série de deveres que estão amplamente envolvidos com as informações sobre fatos relevantes.

O ordenamento jurídico português, a fim de atribuir maior proteção as informações, cria deveres que devem ser respeitados pelos administradores e demais envolvidos nas negociações em Mercado.

O artigo 64º do Código das Sociedades Comerciais, apresenta os deveres a serem observados pelos administradores e gerentes da sociedade:

Artigo 64º a) – Os gerentes e administradores da Sociedade devem observar deveres de cuidado, revelando a disponibilidade, a competência técnica e o conhecimento da atividade da sociedade adequados às suas funções e empregando nesse âmbito a diligencia de um gestor criterioso e ordenado;

Fica clara a ideia trazida pelo legislador no que toca aos deveres dos gerentes ou administradores nesta primeira alínea. Vem do inglês *duty of care*. O dever de cuidado, diz respeito a obrigação do administrador, ser cuidadoso e vigilante em qualquer situação de tomada de decisões. Está intimamente ligada a ideia de que o administrador deve tomar decisões coesas, como que de sua própria instituição se tratasse. Neste caso, a administração deve ser exercida com o máximo de diligencia com base em princípios técnicos e, por outro lado, deve tomar decisões de gestão de forma razoável.<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup> Coutinho de Abreu J. M. (2003), reformas do Código das Sociedades, Deveres de cuidado e Lealdade. Almedina, pp 21-22. “Tentando precisar mais os critérios, diremos que os administradores estão obrigados a: (a) não dissipar ou esbanjar o património social, (b) evitar riscos desmedidos. No primeiro grupo entra a obrigação dos administradores não adquirirem para a sociedade uma patente inútil ou participações sociais sem valor a sociedade. No segundo grupo, a sociedade não deve poder perecer por causa de uma só decisão falhada, antes de decisão importante, é preciso prever a possibilidade do pior desenlace”.

O artigo 64º b) “Deveres de lealdade no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade tais como os trabalhadores, clientes e credores”.

Esta alínea traz a ideia de que o administrador, no exercício de suas funções só pode agir de acordo com os interesses da sociedade, vetando assim, a possibilidade de

agirem de acordo com os seus princípios de suas funções só pode agir de acordo com os interesses da sociedade. Entretanto, este dever também recai sobre os demais envolvidos nas negociações sociais.<sup>12</sup>

O dever de lealdade está aqui, intimamente relacionado a proibição de usar indevidamente informações privilegiadas para benefício próprio ou de outrem, ou de quaisquer tipos de vantagem que não seja da sociedade. Portanto, é vedado ao administrador, utilizar benefícios atribuídos pelo cargo que desempenha para praticar negociações dentro da sociedade.

O dever de lealdade, surge em vários aspetos da vida social e também em várias áreas do direito.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> ULHOA Coelho Fábio, Curso de direito comercial 9ª ed. Saraiva, 2005, vol 1, p257-258. “O sócio é desleal quando externar divergências, principalmente sobre questões de gerenciamento de pessoal; quando utilizar-se de recursos humanos ou materiais da empresa para propósitos pessoais sem anuência dos demais sócios. Através de condutas que atrapalham o cotidiano do trabalho de dirigentes e funcionários como: conversas dispersivas, assédio sexual, intromissões injustificáveis na execução de tarefas, enfim, o sócio é desleal quando o seu comportamento prejudica o pleno desenvolvimento da empresa explorada pela sociedade”

<sup>13</sup> MENEZES Cordeiro António, Os deveres fundamentais dos administradores das Sociedades, 2006, vol II, Revista da Ordem dos Advogados. “A lealdade como dever acessório: acompanha as diversas obrigações, adstringindo as partes a, por ação, preservar os valores em jogo, no direito Português ela apoia se no artigo 762º /2, do código civil. A lealdade como dever próprio de uma obrigação sem dever de prestação principal: lembraremos a boa fé in contrahendo e o artigo 227º/1, do C.C. A lealdade com especial coloração das atuações de quem gira um negócio alheio; aproxima se, aqui, dos deveres do gestor ou do mandatário – 465º, a), 1161º, 1162º., todos do código civil, nesta vertente, a lealdade tem um conteúdo fiduciário. Já no direito do trabalho, a lealdade surge como um elemento clássico da relação laboral; ela adstringiria o trabalhador a zelar, por ação ou por omissão, pelos interesses da entidade empregadora ou da empresa. No direito das sociedades, a lealdade toma diversas configurações: dos acionistas, entre si. designadamente da maioria quanto à minoria- mas também inversamente”.

## **5. Os órgãos fiscalizadores no Mercado de Capitais**

O mercado de Capitais necessita de órgãos para avaliar os riscos e erros no mercado. O Mercado Português possui 3 órgãos responsáveis para a fiscalização e supervisão, tanto do mercado financeiro, como também, das instituições financeiras: O Banco de Portugal, a Comissão de Mercado de Valores Mobiliários e a Autoridade de supervisão de seguros e fundos de Pensões. Aqui, interessa nos falar apenas dos 2 primeiros.

### **5.1 O Banco de Portugal**

Criado com o objetivo de corrigir erros e melhorar o modo de atuação das instituições financeiras, tem origem á partir da criação do decreto régio de 19 de novembro de 1846, através da fusão entre o Banco de Lisboa e a companhia nacional, tendo passado por várias fases que o fizeram desenvolver e tornar neste órgão que hoje em dia<sup>14</sup>. Seu principal objetivo é assegurar a estabilidade e a eficiência do sistema financeiro, garantir a prestação de informações aos clientes bancários e segurança nas transações, embora não responda perante ninguém. Por outro lado, o Banco de Portugal ainda possui a função de estabelecer regras de conduta das instituições de crédito e sociedades financeiras. Estas regras começam em assegurar transparência ás informações, a publicidade e, o estabelecimento de oportunidade de os clientes apresentarem reclamações a esta entidade.

De modo geral, o poder do Banco de Portugal é dividido em três partes: O poder regulamentar, que é exercido por meio da criação de avisos e instruções e está relacionado a informação; o poder fiscalizador, exercido através de inspeções e fiscalizações a instituições financeiras; e o poder sancionatório, que é praticado por meio de coimas e outros tipos de sanções quando estivermos perante casos de infrações.

Além destas funções, o Banco de Portugal ainda tem a função de dar autorização para criação de instituições de crédito, supervisionar a segurança dos fundos, zelar pela solidez financeira das entidades, e acabar com os riscos de branqueamento de capital, da mesma forma que pode também revogar esta autorização quando notar casos graves de irregularidades no exercício das atividades financeiras.

---

<sup>14</sup> História do Banco de Portugal, consultado em <https://www.bportugal.pt/page/historia?mlid=818> 06/08/7

## 5.2 A comissão de mercado de Valores Mobiliários

A comissão de Mercado de Valores mobiliários foi criada com o objetivo de supervisionar os mercados financeiros e regular com o objetivo de supervisionar os mercados financeiros e regular a atuação dos intermediários do Mercado. Segundo o estatuto da CMVM, trata-se de uma pessoa coletiva de direito público dotada de autonomia administrativa e financeira e de património próprio.

É atribuição da CMVM, de acordo com o estatuto e demais diplomas legais: Contribuir para o desenvolvimento dos mercados de instrumentos financeiros; assegurar a estabilidade dos mercados financeiros, contribuindo para a identificação e prevenção dos riscos sistémicos; sancionar as infrações ao código dos valores mobiliários e legislação complementar; prestar informações e tratar as reclamações dos investidores não qualificados; proceder à mediação de conflitos entre entidades sujeitas à sua supervisão e entre estas e os investidores; e coadjuvar o governo e o respetivo membro responsável pela área das finanças e desempenhar as demais funções que lhe sejam atribuídas pela lei.

Constituído pelo conselho de administração, pela comissão de fiscalização, pelo conselho consultivo e pela comissão deontológica<sup>15</sup>, a CMVM também desempenha funções relacionadas a autonomia de gestão, administrativa, financeira e patrimonial; a independência orgânica, funcional e técnica; órgãos, serviços pessoal e património próprios e possui também poderes de regulação, de regulamentação, de supervisão, de fiscalização e de sanção de infrações.

É atribuição da CMVM, aprovar regulamentos, instruções, recomendações e pareceres genéricos. Por outro lado, tem a sua atividade controlada pelo ministro das finanças, pela direção geral do orçamento, pelo auditor externo e pelo tribunal de contas, pela assembleia da república, pelo conselho de ministros, pelos tribunais administrativos e de pequena instância por iniciativa dos particulares, e por fim, pelos particulares que conhecem as suas atividades ou podem aceder aos processos.

---

<sup>15</sup> O conselho de administração é responsável de definição da atuação da CMVM e direção dos respetivos serviços. A comissão de fiscalização é responsável pelo controlo da legalidade, da regularidade e da boa gestão financeira e patrimonial da CMVM e de consulta do respetivo conselho de administração nesses domínios. O conselho consultivo é um órgão de consulta do conselho de administração nas matérias abrangidas pelas atribuições da CMVM. A comissão de deontologia, possui três membros:

### **CAPÍTULO III – O USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO MERCADO DE CAPITAIS**

#### **1. Da formulação do crime de uso indevido de informação privilegiada**

Partindo do princípio que o Mercado de ações é um dos mais rentáveis organismos financeiros, o mercado de capitais surge com o intuito de criar recursos necessários que estimulem o investimento, é sua preocupação desenvolver que permitem por um lado obter recursos para financiar projetos e por outro lado, criar formas para aplicar suas economias, mas para isso, é preciso haver confiança no mercado, como já foi mencionado anteriormente.

Um dos aspetos mais debatidos ao longo deste trabalho é a informação. Podemos dizer que este tema está no núcleo do nosso debate, uma vez que é um dos pilares do direito dos valores mobiliários. Levando em consideração que, o mercado de capitais é fundamentalmente um mercado de procura e oferta de valores mobiliários, onde há grande emprego de poupanças e investimentos financeiros, onde as empresas, investidores e demais intervenientes, procuram antes de mais nada, eficiência e transparência, de modo a evitar prejuízos financeiros.

A transparência como princípio base para obter a confiança do investidor aparece devido ao risco que o investidor corre por haver assimetria de informação. Por isso a publicação da informação nos mais diversos meios de comunicação dentro do mercado de capitais para que os investidores possam compreender de melhor forma os negócios sobre os valores mobiliários é a forma mais adequada para proteger os investidores, para que possam confiar no mercado, e por outro lado, para o adequado e eficiente funcionamento do mercado.

Em suma, a informação é um dever imposto por lei aos intervenientes financeiros, a fim de resolver os vários problemas do mercado. De acordo com Lamy e Bulhões Pedreira, “as leis, praticamente de todos os países extremam se em exigir cada vez maior transparência na ação dos gestores e cada vez maior divulgação dos fatos capazes de influir na cotação das ações”.<sup>16</sup>

---

<sup>16</sup> Lamy Filho, Alfredo e José Luiz, Bulhões Pedreira, (1997). A lei das S.A, Rio de Janeiro: Ed Renovar, 1997 vol. I, p87.

Entretanto, mesmo que exista no nosso ordenamento jurídico um conjunto de leis que consagrem princípios que regem o Mercado de Capitais, ou uma vasta gama de obrigações e sanções, sempre iremos deparar com intermediários que no exercício de suas atividades, com base no privilégio que possam ter no acesso a informações relevantes sobre empresas e instituições empresariais emitentes em virtude de ineficiência na publicação dessas informações ou ainda quando a não informação é permitido por lei.

A proibição do uso indevido de informação privilegiadas, além de ser uma forma ética de resolver este problema que assola o mercado de capitais, é também uma forma de salvaguardar o desenvolvimento económico, a eficácia do mercado e financeiro e evitar com que os investidores façam maus negócios, como mencionado anteriormente.

Além da transparência, no mercado, o preço dos valores mobiliários nas empresas também é fator importante para definir se o mercado é ou não eficiente.

### **1.1 O problema da assimetria de informação no mercado de capitais**

A disponibilização da informação a todos os investidores em simultâneo também contribui para a eficácia na formação dos preços, além de ser a base para um mercado eficiente.

Vale dizer primeiramente que, para que o mercado financeiro esteja em constante desenvolvimento, o público precisa investir. Para que o público faça as suas aplicações no mercado de capitais de forma racional, este deve confiar no mercado. Em caso de dúvidas em relação a aplicar ou não, ou em relação a evolução das cotações esses investidores tenderão a afastar se do mercado. Uma outra razão de afastamento dos investidores do mercado acontece quando torna se claro que existe pessoas com melhor e mais informação.

Infelizmente a informação não está disponibilizado igualmente para todos. Administradores, altos quadros das sociedades, tem vantagens em obter informação relevante e sensível para o mercado, enquanto que, os pequenos investidores têm menos disponibilidade de acesso a estas informações. Acresce que, maior parte da informação é técnica, logo, é difícil o investidor não institucional de a assimilar de forma correta.

Estas assimetria nada mais são do que falhas no mercado. A preocupação principal da informação ao propor deveres informativos consistentes, que são profundamente

controlados, é de acabar com essas assimetrias e outras market failure (falhas do mercado) que interferem no equilíbrio do mercado.

Muitos autores consideram que a informação configura um bem público, neste sentido vale mencionar que esse equilíbrio vem trazer consigo a obrigação de criar condições mínimas para que todos que intervêm no mercado tenham acesso a mesma informação, além de também terem o direito de exigir que a informação seja de qualidade. As normas de informação, são absolutamente reguladoras, por garantirem a eficiência e a tutela de todos os que estão envolvidos na cena dos mercados de capitais.

Neste sentido, a existência dessas falhas na disponibilização das informações aos intervenientes no mercado de capitais, que configura em assimetrias de informação e mais grave ainda, em abuso de informação privilegiada, tem uma influencia devastadora na formação dos preços no mercado, e conseqüentemente no próprio desempenho do mercado, e por esta razão, o ordenamento jurídico Português buscou tipificar e sancionar estas práticas.

A assimetria, entendida como uma discrepância na disponibilização da informação no mercado de capitais. Neste sentido, podemos dizer em curtas linhas que a mesma informação, não é disponibilizada da mesma forma à todos os agentes. Está intimamente ligada ao risco e a falta de confiança em tomar decisões de investimento o que dificulta todo o processo de investimento económico.

Por outro lado, a assimetria de informação cria a situação do investidor estar em desvantagem em relação á outros investidores, o que cria a necessidade de pagar para obter informações, o que causa um impacto negativo no mercado.

A informação possui um papel relevante e fundamental no mercado de capitais, e é uma das razões pela qual o mercado seja capaz de impulsionar a economia de um país, estimulando o investimento e a poupança.

A proteção do investidor, recai apenas no que diz respeito aos riscos que este assume de forma consciente ou inadvertidamente, a proteção não recai em relação aos riscos e incertezas do mercado, pois, o investidor, deverá agir de forma consciente quando houver as eventuais instabilidades que são próprias do mercado financeiro.

É necessário criar medidas para dirimir essas falhas no mercado que tenham como preocupação a proteção dos pequenos e grandes investidores de forma a reduzir a insegurança.

O ordenamento jurídico Português, desde sempre tem vindo a legislar sobre a matéria da informação privilegiada, como passaremos a ver mais adiante.

## **2. Introdução histórica ao uso indevido de informações privilegiada no Ordenamento Jurídico Português**

Os primeiros relatos do insider trading, tiveram origem no século XVIII, porém, esta prática passou a ser proibida nos EUA após o crash da bolsa de Nova Iorque, que aconteceu em 1929, e em 1933 começaram a tomar medidas repressivas para estas práticas. As medidas mais marcantes foram os *Securities act* de 1933 e o *securities Exchange act* de 1934. Essas duas medidas continham regras que disciplinavam principalmente a questão do full disclosure e, por outro lado, preocupavam em proteger os investidores.

O *Securities Exchange*, foi criado juntamente com um órgão fiscalizador, *Securities and Exchange Commission*, que tendo inaugurado regras muito importantes para a proibição do uso indevido de informações privilegiadas, também está na origem da criação de leis que proíbem esta prática em vários países do mundo.

Entretanto, na Europa, após a elaboração de um relatório que mostrava a preocupação de criar regras comuns que regulasse as informações suscetíveis de influenciar o preço no mercado de capitais, pela comissão da CEE em 1966, começou a surgir a necessidade de criar medidas repressivas á prática do insider trading nos países membros da União Europeia, embora ainda houvesse um consenso em relação a matéria.

Várias são as convenções, recomendações, tratados e diretivas que têm vindo a regular esta prática ao longo dos tempos. A primeira a ser instaurada foi a recomendação 77/534/CEE de 25 de julho de 1977 que regulava as transações relativas a valores mobiliários, mas não teve muita aceitação por não resolver o problema central.

Em 20/04/1989 foi criado o primeiro tratado que regulava a matéria, pela convenção do conselho da Europa, mas Portugal não o ratificou. A diretiva do conselho 89/592 CEE de 13 de novembro de 1989, foi a mais importante iniciativa, uma vez que, inaugurou regras que obrigavam os Estados Membros a aderir a normas que condenassem a prática do insider trading, embora, mais tarde viesse a ser revogada.

A diretiva 2003/6/CE de 20 de janeiro de 2003, foi criada para reger sobre o abuso de informação privilegiada e crimes contra o mercado, foi posteriormente revogada pelo regulamento 596/2014 de abril de 2014 do parlamento europeu.

Em 16 de abril de 2014, surgiu a diretiva 2014/57/EU do Parlamento Europeu que tratava da manipulação de mercado e das sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada.

O ordenamento jurídico Português, desde os anos 80 tem vindo a proibir a prática do insider trading, através de leis e decretos leis que disciplinam esta prática. Podemos destacar de antemão os artigos 449º e 450º do CSC que disciplinam a natureza ilícita do abuso de informação.

O decreto lei nº 187/87 de 21 de abril criou o artigo 524º do CSC cujo texto deixava claro que era proibido aos intermitentes revelarem fatos que não tinham sido publicados e que diziam respeito a sociedade, ilicitamente. Este artigo, porém, foi revogado aquando da entrada em vigor do CdVM. O crime do uso indevido de informação privilegiada entrou em vigor com o artigo 378º do CdVM no ano 1999.<sup>17</sup>

### **3. Conceito de Insider trading: O objetivo da sua repressão.**

Começamos por esclarecer que, este conceito advém do ordenamento jurídico Americano e vem a ser utilizada por vários países para definir os crimes de abuso de informação privilegiada, prática proibida e condenada por lei.

Conforme assevera António Pereira de Almeida:

“O abuso de informação respeita a informação privilegiada a que têm acesso os órgãos sociais, colaboradores, funcionários ou terceiros. A *fattispecie* dessa informação privilegiada obedece aos seguintes requisitos: não pública; específica; precisa e idónea para influenciar os preços do mercado.”

---

<sup>17</sup> Salgueiro, Ana Cláudia. O abuso de informação privilegiada – O especial caso dos instrumentos financeiros em Remuneração dos administradores, in Cadernos do Mercado de valores mobiliários, nº 58, abril de 2016.

<sup>18</sup> De Almeida, António Pereira. Sociedades comerciais, (2011). Valores mobiliários e mercados. Editora Coimbra. 6 edição.

O insider trading nada mais é que o uso indevido de informação privilegiada no Mercado de capitais. Essas informações, como defende António Pereira de Almeida, precisam ser: não públicas, específicas, precisas e idóneas. É de notar que além de ser relevantes, elas precisam ainda de nunca terem sido divulgadas, pois a sua simples divulgação poderia alterar o preço dos títulos da sociedade.

No ordenamento Português, como veremos mais adiante, existe um corpo de normas que regem este assunto. Entre estas normas podemos qualificar àquelas repressivas, que contém sanções penais, civis e administrativas, e por outro lado, as normas preventivas que estão ligadas a ideia de estabelecer informação relevantes ao público, ao mesmo tempo. Esta segunda está intimamente ligada a noção de transparência na publicação da informação, base para a eficiência do mercado.

Na mesma linha de pensamento, o entendimento de Lacerda da Costa Pinto (2000):

“Quem usa negocialmente informação privilegiada não agride apenas a igualdade entre os investidores, antes subverte as condições de regular funcionamento do mercado e coloca em perigo os seus níveis de eficiência.”<sup>19</sup>

Com base no pressuposto de que um dos objetivos principais da CMVM está relacionado com a garantia de eficiência e bom funcionamento do mercado de capitais, foi criado meios para impor o cumprimento de um leque de normas que dizem respeito à difusão da informação com o objetivo de garantir integridade e transparência.

Importante asseverar que, as sociedades emitentes de ações cotadas, são obrigadas a prestar informações de fatos relevantes ou que interferem de qualquer forma nos preços das ações, de forma periódica e não só, de forma imediata a autoridade do mercado.

A CMVM, por outro lado, exige que a divulgação da informação de qualidade aos agentes envolvidos, é a prioridade fundamental da sua existência e o meio mais eficaz que pode utilizar, não só para proteger os agentes envolvidos, e o próprio mercado.

---

<sup>19</sup> Pinto, Frederico de Lacerda da Costa. (2000). O novo regime dos crimes e contraordenações no código dos valores mobiliários, Coimbra, Livraria Almedina.

A CMVM deixa claro que o termo informação privilegiada diz respeito a toda informação não tornada pública que, precisa e dizer respeito direta ou indiretamente a qualquer emitente ou a valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros seria idónea se lhe fosse dada publicidade para influenciar de maneira sensível o preço nos Mercados de capitais.

A prática do insider trading, em linhas de síntese, acontece quando um sujeito que detém informação sigilosa e não pública, para obter vantagem para si ou para outrem, negocia no mercado de ações. A condenação a esta prática ganhou espaço na legislação portuguesa, principalmente após a criação de princípios que resguardavam a confiança do investidor.

No tocante ao pensamento de autores estrangeiros, é uma mais valia analisar o que defende João Pedro Scalzilli e Luís Filipe Spinelli (2007):

“O insider trading, ou uso indevido de informações privilegiadas, é a utilização de informação relevante capaz de afetar a negociação de valores mobiliários antes de ser divulgada aos demais investidores, por pessoa que a tenha obtido, normalmente, por força de relação profissional mantida com a companhia. Assim, o insider compra ou vende no mercado a preço que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações sobre a companhia, que são de seu conhecimento exclusivo.”<sup>20</sup>

Esta prática acontece em grande escala nas bolsas de valores, nas sociedades de ações, nas instituições financeiras ou demais instituições que negociam títulos de créditos.

A regulação dos mercados de capitais é interesse público e a informação possui um propósito fundamental na prosperidade do mercado de capitais, por esse motivo, a proteção dos investidores por meio da transparência é fator básico na regulação do mercado.

---

<sup>20</sup> Scalzilli, João Pedro; Luís Felipe Spinelli (2007). “A racionalidade económica do combate ao insider trading: assimetria de informação e dano ao mercado”. Revista mercantil, industrial, económico e financeiro, São Paulo, (147), p 43.

### **3.1 A criminalização do Insider trading no ordenamento jurídico Português**

O ordenamento jurídico português buscou adotar medidas para que todos os intervenientes tivessem acesso simultâneo á informações relevantes, de forma a buscar impedir através de medidas coercitivas, que os administradores, gestores ou qualquer pessoa, interveniente direto do mercado ou não, utilizasse informações relevantes em proveito próprio ou de terceiros, por terem facilidade de acesso, devido ao cargo que ocupam.

Neste sentido, com o objetivo de criar normas que garantissem o funcionamento do mercado, o legislador criou normas jurídicas que regulassem a difusão da informação. Passaremos agora a fazer a leitura dos artigos que regulam esta matéria:

Artigo 378.º do CdVM sobre abuso de informação:

1 — “Quem disponha de informação privilegiada: a) Devido à sua qualidade de titular de um órgão de administração ou de fiscalização de um emitente ou de titular de uma participação no respetivo capital; ou b) Em razão do trabalho ou do serviço que preste, com carácter permanente ou ocasional, a um emitente ou a outra entidade; ou c) Em virtude de profissão ou função pública que exerça; ou d) Que, por qualquer forma, tenha sido obtida através de um facto ilícito ou que suponha a prática de um facto ilícito; e a transmita a alguém fora do âmbito normal das suas funções ou, com base nessa informação, negocie ou aconselhe alguém a negociar em valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou ordene a sua subscrição, aquisição, venda ou troca, direta ou indiretamente, para si ou para outrem, é punido com pena de prisão até 5 anos ou com pena de multa.

2— Qualquer pessoa não abrangida pelo número anterior que, tendo conhecimento de uma informação privilegiada, a transmita a outrem ou, com base nessa informação, negocie ou aconselhe alguém a negociar em valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou ordene a sua subscrição, aquisição, venda ou troca, direta ou indiretamente, para si ou para outrem, é punida com pena de prisão até 4 anos ou com pena de multa até 240 dias.

3 — Entende-se por informação privilegiada toda a informação não tornada pública que, sendo precisa e dizendo respeito, direta ou indiretamente, a qualquer emitente ou a valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, seria idónea, se lhe fosse dada publicidade, para influenciar de maneira sensível o seu preço no mercado.

4 — Em relação aos instrumentos derivados sobre mercadorias, entende-se por informação privilegiada toda a informação com carácter preciso que não tenha sido tornada pública e respeite, direta ou indiretamente, a um ou mais desses instrumentos derivados e que os utilizadores dos mercados em que aqueles são negociados esperariam receber ou teriam direito a receber em conformidade, respetivamente, com as práticas de mercado aceites ou com o regime de divulgação de informação nesses mercados.

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

6 — (Revogado.)

7 — Se as transações referidas nos n.ºs 1 e 2 envolverem a carteira de uma terceira pessoa, singular ou coletiva, que não seja constituída arguida, esta pode ser demandada no processo crime como parte civil, nos termos previstos no Código de Processo Penal, para efeito da apreensão das vantagens do crime ou da reparação de danos”.

Este artigo, ao longo dos tempos, sofreu algumas mudanças e adaptações, tendo incluído no conceito de informação privilegiada, a ideia que, constitui ilícito civil e criminal, o uso de informações sobre mercadorias que diga respeito a um emitente de forma indireta. Este artigo, traz consigo a preocupação em relação á repressão ao crime de abuso de informação e reforça a ideia de segurança e eficiência no mercado.

Os tipos incriminadores do abuso de informação estão aqui tipificados e descrevem um conjunto de comportamentos penalmente proibido. Deste modo, é de realçar que, é totalmente proibido que, alguém na posse desse tipo de informação, no

âmbito do exercício de suas funções, transmitir ou divulgar essa informação, fora do âmbito normal das suas funções, ficando expressamente impedido de utilizar estas informações sigilosas. Neste sentido, fica impedido de como base nessas informações privilegiadas, negociar, aconselhar alguém a negociar, ordenar para si ou para terceiros, direta ou indiretamente, a subscrição, aquisição, venda ou troca.

Cabe notar que, quando as operações forem efetuadas pelo Banco Central Europeu, por um estado ou qualquer organismo designado pelo estado, por razões de política monetária, cambial ou de gestão da dívida pública, ou através de transações sobre ações próprias efetuadas no âmbito do programa de recompra realizadas com base nas condições legalmente permitidas, o previsto neste artigo não é aplicável.

Esta preocupação é demonstrada no fato de a lei ter criado medidas para mostrar a necessidade de haver uma certa igualdade de posições entre a garantia de eficácia no que diz respeito a proteção dos investidores e as medidas usadas para exercer essa proteção. Esta tal busca por igualdade é defendida no simples fato do posicionamento previsto ao longo deste artigo, vir de encontro com o que é defendido na constituição da república sobre proteção dos interesses económicos dos particulares e garantia de eficiência nas organizações financeiras.

O equilíbrio buscado por este artigo do CdVM, não afeta em nada a relação investidor/mercado, uma vez que a confiança está na base do bom funcionamento do mercado, e só é possível haver confiança se os direitos dos investidores forem respeitados.

Importante realçar também o papel do artigo 449º do CSC no crime de abuso de informação:

#### Artigo 449º - Abuso de informação

*1* – “O membro do órgão de administração ou do órgão de fiscalização de uma sociedade anónima, bem como a pessoa que, por motivo ou ocasião de serviço permanente ou temporário prestado à sociedade, ou no exercício de função pública, tome conhecimento de factos relativos à sociedade aos quais não tenha sido dada publicidade e sejam suscetíveis de influenciarem o valor dos títulos por ela emitidos e adquira ou aliene ações ou obrigações da referida sociedade ou de outra que com ela esteja em relação de domínio ou de grupo, por esse modo conseguindo um lucro ou evitando uma perda, deve indenizar os prejudicados,

pagando-lhes quantia equivalente ao montante da vantagem patrimonial realizada; não sendo possível identificar os prejudicados, deve o infrator pagar a referida indemnização à sociedade.

2- Respondem nos termos previstos no número anterior as pessoas nele indicadas que culposamente revelem a terceiro os factos relativos à sociedade, ali descritos, bem como o terceiro que, conhecendo a natureza confidencial dos factos revelados, adquira ou aliene ações ou obrigações da sociedade ou de outra que com ela esteja em relação de domínio ou de grupo, por esse modo conseguindo um lucro ou evitando uma perda.

3- Se os factos referidos no n.º 1 respeitarem à fusão de sociedades, o disposto nos números anteriores aplica-se às ações e obrigações das sociedades participantes e das sociedades que com elas estejam em relação de domínio ou de grupo.

4 - O membro do órgão de administração ou do órgão de fiscalização que pratique alguns dos factos sancionados no n.º 1 ou no n.º 2 pode ainda ser destituído judicialmente, a requerimento de qualquer acionista.

5 - Os membros do órgão de administração devem zelar para que outras pessoas que, no exercício de profissão ou atividade exteriores à sociedade, tomem conhecimento de factos referidos no n.º 1 não se aproveitem deles nem os divulguem.”

Este artigo veio regular a divulgação de informação privilegiada, prevendo, assim, a responsabilidade civil pelo uso de informação privilegiada. Para além disso, como podemos ver é previsto que o membro do órgão de administração ou fiscalização, corra o risco de ser destituído do cargo que desempenha, quando um acionista requerer inquérito judicial, conforme podemos ver no n.º 1 deste artigo.

Ademais, pode ainda haver destituição judicial do membro do órgão de administração ou fiscalização, se houver requerimento de qualquer acionista, o que nos leva a concluir que além das outras consequências jurídicas, a prática do uso indevido de informação, acarreta também a destituição dos membros da administração.

Em suma, este artigo apresenta a regra de que qualquer acionista tem legitimidade de fazer o pedido de inquérito judicial, independentemente de ter sido prejudicado ou não

com a utilização de informação privilegiada. Por outro lado, este inquérito judicial tem o propósito de fiscalizar se houve ou não uso indevido de informação privilegiada, e traz consigo a consequência de destituição do cargo.

O artigo 450º do CSC, de igual modo, trata do abuso de informação, com referencia ao inquérito judicial:

Artigo 450º - Inquérito judicial:

1 – “Para os efeitos dos nºs 1 e 2 do artigo anterior, qualquer acionista pode requerer inquérito, em cujo processo será ordenada a destituição do infrator, se disso for caso.

2- No mesmo processo pode o infrator ser condenado a indemnizar os prejudicados, nos termos previstos no artigo anterior.

3- O inquérito pode ser requerido até seis meses depois da publicação do relatório anual da administração de cujo anexo conste a aquisição ou alienação.

4 - Durante cinco anos a contar da prática dos factos justificativos da destituição, as pessoas destituídas não podem desempenhar cargos na mesma sociedade ou noutra que com ela esteja em relação de domínio ou de grupo.”

Este artigo, por sua vez, reforça a ideia de que o requerimento de abertura de inquérito judicial por parte do acionista leva a destituição, leva a destituição do cargo dos membros da sociedade.

O nº 4 deste artigo, fica clara a ideia de que na presença de fatos que provam que houve uso de informação privilegiada por qualquer um dos membros da administração e fiscalização, este, além de ser destituído da função que desempenha, também será impedido de desempenhar qualquer função na sociedade que com ela esteja em relação de domínio ou de grupo. O artigo frisa que, poderá ser requerido o inquérito judicial no prazo de 6 meses após a publicação anual do relatório da administração, após a averiguação do anexo de aquisição ou alienação.

Por fim, basta dizer que a consequência jurídica do uso de informação privilegiada, acarreta a sanção de condenação a indenização dos lesados. O acionista tem

o direito individual de requerer que seja aberto um inquérito judicial, como forma de investigar o caso, para que sejam resguardados os interesses de todos e a transparência nas ações da sociedade.

### **3.2 O Insider e o seu papel na sociedade de ações**

O insider, nada mais é do que o indivíduo que possui informação relevante ou privilegiada dentro de uma sociedade de valores mobiliários. Estas informações para serem consideradas relevantes tem de ser capazes de influenciar o preço das ações dos valores mobiliários e que não sejam do conhecimento de todos, ou seja, que até ao momento não foram divulgadas aos demais investidores.

O insider trading é, portanto, o ato praticado pelo insider. Desta forma, a prática do insider trading acontece quando alguém que, com o objetivo de obter lucro indevido, tom a iniciativa de negociar informações privilegiadas antes que estas sejam divulgadas ao público. Os seus atos são motivados pela certeza que terá benefícios financeiros, o que motiva o agente a transacionar com as ações da companhia uma vez que detém em seu poder, informações relevantes.

A simples divulgação destas informações privilegiadas, altera a cotação dos valores mobiliários. Esta divulgação afeta também a conduta dos demais intermitentes.

#### **3.2.1 Os tipos de insiders: Insiders primários e Insiders secundários**

Para iniciar este tema, merece especial destaque o conceito de insiders primários e secundários proposta por António Pereira de Almeida (2011):

“Os insiders primários estão identificados no nº 1 do art. 378 e são os titulares dos órgãos sociais e todos aqueles que por razões funcionais, na empresa ou de serviço público, tiveram acesso à informação privilegiada, ou outras pessoas que, por qualquer forma, tenham obtido essa informação através de um fato ilícito. Nos termos do nº 2 do mesmo

artigo, são insiders secundários, todas as outras pessoas que tomem conhecimento dessa informação privilegiada, a utilizem abusivamente”<sup>21</sup>

O primeiro grupo, os Insiders primários, denominados também por iniciados de primeiro grau, são os agentes que, em virtude do cargo que exercem, estão em situação de acesso facilitado de informação relevante da sociedade, sendo que, estas informações ainda não foram divulgadas. Por outro lado, não há exigência legal que o agente desempenhe funções obrigatoriamente ligadas a administração da sociedade.

Neste leque de agentes que podem ser considerados insiders primários. Podemos destacar qualquer um que possa ter acesso a fatos relevantes que não foram divulgados ao público, podendo ser: os funcionários públicos, os consultores, ou demais funcionários permanentes ou ocasionais. A informação precisa ser obtida através de um fato ilícito ou que suponha a prática de um fato ilícito, sendo passada a outrem, ou com base nessa informação, pratique negócio ou aconselhe alguém a negociar em valores mobiliários.

Existe neste caso, relação direta com o agente e a sociedade, e há um dever de sigilo devido a essa relação. Esse grupo é dividido em 2: os insiders societários que são os membros dos órgãos da administração, direção e fiscalização; Os temporary insiders que são os consultores, advogados, contabilistas, ou qualquer pessoa que exerça função que lhes dá acesso a informação relevantes não divulgadas.

Os insiders secundários, são agentes que não possuem qualquer dever especial para com a sociedade. São denominados também de tippees ou outsiders. Diz respeito àqueles que não estão arrolados no grupo de insiders primários, mas que possuem informações privilegiadas, por esse motivo, este crime é denominado de crime comum.

A conduta dos insiders secundários, também apresenta perigos de lesão ao bem jurídico uma vez que o insider secundário, toma posse da informação e a retransmite de informação relevante.

---

<sup>21</sup> Almeida, António Pereira de (2011). Op. Cit., p 769

Neste caso, um insider secundário é todo aquele que, devido ao fato de terem tomado conhecimento de alguma informação relevante, a utilizem de forma ilícita.

A visão dos juristas Brasileiros em relação as figuras dos insiders primários e dos insiders secundários, embora tenha vários pontos convergentes em relação a figura dos insiders primários e secundários, chega a divergir nos detalhes. Deste modo, passaremos a ver a definição de Nelson Eizirik at all:

“Os insiders primários são aqueles que detêm acesso a informações privilegiadas em razão de sua condição de acionistas controladores, pelo fato de ocuparem cargo de administração ou ainda, no exercício de uma função, mesmo pública, de uma profissão ou de um ofício, ainda que temporário que lhes permita o acesso direto a uma informação privilegiada. São as pessoas que recebem, diretamente uma informação privilegiada de sua fonte e têm o conhecimento especializado suficiente para saber para saber que tal informação é relevante. Já os insiders secundários ou tippees, são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente dos insiders primários e não estão obrigados ao dever de sigilo e nem necessariamente sabem que se trata de informação relevante.”<sup>22</sup>

Parece claro que sim, há muitos pontos semelhantes ao que é defendido tanto na doutrina como no ordenamento jurídico. Contudo, é necessário observar que no Direito Brasileiro existe a exigência que o insider secundário adquira a informação privilegiada direta ou indiretamente, através do insider primário.

No ordenamento jurídico Português, com a transposição das diretivas do mercado que ocorreu em 2006, passa a ser exigido que o simples conhecimento da informação privilegiada, não importando se foi direta ou indiretamente, através de uma fonte interna, configura ilícito penal e civil. Não se exige, portanto, que haja relação entre o detentor da informação, a informação e a fonte. Entretanto, o nº1 do artigo 378º prevê que, se a informação vier de alguma das fontes referidas no nº 1, a pena aumenta.

---

<sup>22</sup> Eizirik, Nelson; Ariádna B Gaal, Flávia Parente. Marcus de Freitas Henriques (2008). Mercado de capitais – Regime jurídico. Rio de Janeiro: editora renovar. P533.

#### **4. Os mecanismos de prevenção do abuso de informação privilegiada no ordenamento jurídico português.**

O abuso de informação privilegiada é uma preocupação que precisa ser combatida, uma vez que, prejudica o bom funcionamento da economia. Este combate só é possível com a tomada de medidas que preservam o princípio da transparência, princípio básico para a existência do mercado de capitais.

Desta forma, torna imprescindível a criação de mecanismos que promovam a confiança e a igualdade de acesso a informações à todos os envolvidos nesse cenário. Entre estes mecanismos, destacamos: A comunicação de transações e a Lista de insiders.

##### **4.1 A comunicação de transações**

Que é uma forma de prevenção do abuso de informações privilegiadas que tem por função regular a comunicação dos dirigentes e das pessoas com eles relacionados. Este dever de comunicação de transação, é regulamentado pelo regulamento nº 7/2007 da CMVM, e além de apresentar os seus termos e condições, ainda apresenta todo o seu conteúdo.

O artigo 248º -B do CdVM demonstra claramente a obrigatoriedade dos dirigentes da sociedade em informar a CMVM de toda e qualquer transação efetuada no prazo de 5 dias uteis. Este dever de comunicar, também recai sobre as pessoas relacionadas aos dirigentes da sociedade.

No nº 2 do referido artigo, é apresentado o conteúdo da comunicação: a natureza; a data; o local; o preço; o volume; o emitente; o instrumento financeiro que dela é objeto; o motivo da obrigação de comunicação; e o número de ações do emitente de que o dirigente passou a ser titular após a transação. O não envio total ou parcial de documentos ou informação, constitui, de acordo com o nº 3 da alínea c) do 389º da CdVM, contraordenação muito grave, por parte dos dirigentes da sociedade.<sup>23</sup>

---

<sup>23</sup> O artigo 248º-B nº 3, considera dirigentes os membros dos órgãos de administração e de fiscalização do emitente e os responsáveis que, não sendo membros daqueles órgãos, possuem um acesso regular a informação privilegiada e participam nas decisões sobre a gestão e estratégia negocial do emitente.

## 4.2 A lista de Insiders

É, de igual modo, um mecanismo de prevenção ao abuso de informação privilegiada que surgiu com a reforma do abuso de mercado em 2006, tem bastante valor na investigação de casos de abuso de informação.

Esta lista surge com a necessidade de prevenir casos de abuso de informação privilegiada, sendo assim, as entidades e as pessoas que atuem em seu nome ou por sua conta, têm a obrigação de elaborar uma lista de pessoas que têm acesso a informação privilegiada.<sup>24</sup>

Está previsto no nº 6 do CdVM que, além da comunicação da inclusão do nome dessas pessoas na lista de insiders, há também o dever de comunicar quais as consequências legais decorrentes da divulgação ou utilização abusiva de informação privilegiada.

Já o 389º nº3 alínea c), estabelece que a violação deste dever de elaborar a lista de insiders, constitui contraordenação muito grave.

Existe alguns deveres relacionados a esta obrigação, que são as seguintes: dever de elaborar a lista de pessoas com acesso a informação privilegiada; dever de incluir a identidade das pessoas nesta lista, bem como, os motivos da sua inclusão na listagem, da data da inclusão dessa pessoa na lista e qualquer outra atualização relevante; dever de manter essa lista rigorosamente atualizada; dever de informar a pessoa cujo nome é referido na lista da sua inclusão na mesma; dever de conservar a lista essa lista pelo prazo de 5 anos; dever de enviar imediatamente a lista atualizada a CMVM, sempre que esta o solicitar.<sup>25</sup>

---

<sup>24</sup>Nesse caso, podemos observar no código dos valores mobiliários que a simples inclusão do nome na lista, não a converte em suspeito, porém, é uma garantia, para a própria entidade emitente, de controlo sobre o circuito subjetivo da informação privilegiada quanto aos insiders primários. Porém, quando houver violação de dever de elaborar a lista de insiders constitui uma contraordenação muito grave.

<sup>25</sup>Informação colhida em: <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Anexos/Pages/Abuso-de-Infirma%C3%A7%C3%A3o-Privilegiada.aspx> em 14/08/2017.

## 5. O tipo subjetivo do crime do abuso de informação

Ora, em primeira instância, como foi possível constatar na leitura ao artigo 378º n° 1 e 2 do CdVM, o crime do uso indevido de informação privilegiada, pode ser praticado tantos pelos insiders primários – pessoas que por serem titulares de cargo ou função de administração fiscal e outros cargos dentro da sociedade, têm a possibilidade de obter informação privilegiada e negociar ilicitamente - e como pelos insiders secundários, que por sua vez podem ser quaisquer pessoas que tendo conhecimento de uma informação privilegiada, transmite, negocia ou aconselha alguém a negociar, no mercado de capitais, a fim de obter lucro ilícito.

Reparemos que, pelo disposto no artigo acima referido, este crime pode ser cometido tanto na forma tentada quanto na forma consumada ou através da participação, segundo os artigos 22, 26 e 27 do código penal português. Neste sentido, acrescentamos que, nos casos em que estiverem envolvidas pessoas coletivas, essas poderão responder criminalmente pela prática do insider trading, de acordo com o código penal, pese embora o artigo 378º do CdVM não disponha sobre a responsabilização criminal de pessoas coletivas. De acrescentar nesta temática, que tanto a doutrina majoritária como a jurisprudência, têm defendido que pessoas coletivas também são passíveis de responder por este crime.<sup>26</sup>

Uma outra figura que merece especial destaque é a omissão. Nos casos, em que a figura do insider non trading – isto é, alguém que recebe a informação privilegiada, mas decide não fazer o negócio. O não fazer nesse caso, implicaria ou não obter vantagens financeiras – também estaria presente no crime de abuso de informação, mas com uma breve leitura do artigo 378º, podemos ver que o CdVM, em nenhum momento faz a previsão deste tipo de conduta.

---

<sup>26</sup> Pinto, Frederico de Lacerda da Costa, (2000) Op.Cit., p 35 e 35. “Em relação ao artigo 378º do CdVM, este não apresenta nenhuma restrição expressa às pessoas singulares nem o alargamento explícito das margens de punibilidade até as pessoas coletivas”. Deste modo, apenas o código penal, depois de 2007, passa a resolver esta situação.

Por outro lado, partindo do princípio de que o dolo está intimamente ligado a ideia de consciência e vontade do agente em realizar a conduta descrita no tipo penal, o artigo 13º do CP defende que o direito penal exige o dolo. Este tem de existir no momento de prática do ato. Em relação ao abuso de informação privilegiada, surge a questão se este pode ser imputável também por negligência.

Tendo em conta que, o artigo 15º do CP caracteriza a negligência como a exceção, a omissão involuntária de um dever, neste sentido, comporta um momento omissivo por ausência do dever de cuidado ou pela ausência de previsão do resultado, ou por outro lado, por incapacidade de evitar determinada situação, apesar de conseguir prever o seu acontecimento.

Neste sentido, nos mercados de capitais, embora haja casos de negligência ou omissão do dever de cuidado com a informação privilegiada, a norma jurídica apenas engloba as condutas dolosas.

Em casos de transmissão de uma informação privilegiada de determinada sociedade, onde for constatada negligência por parte dos agentes, podem estes ser condenados apenas por infração administrativa pela sociedade, mas via de regra o crime é imputável a pessoas singulares. O artigo 248º nº 4 do CdVM, prevê que nos casos em que houver envolvimento de pessoas coletivas, essas incorrem no ilícito contraordenacional, isso nos casos de mera negligência. Por outro lado, só haverá procedimento criminal, nos casos em que constituem ao mesmo tempo crime e contraordenação, e quando se tratar de conduta praticada pela mesma pessoa e houver o mesmo título de imputação, de acordo com os preceitos do artigo 420º do CdVM.

## **6. A figura do bem jurídico tutelado**

Primeiramente, pelos fundamentos do artigo 378º nº 1,2,3 CdVM, que o combate ao crime do insider trading encontra justificativa no fato não só de auferir vantagem ilegítima ao insider e terceiros que de má fé praticam este ato ilícito como também, pelo fato de prejudicar o correto funcionamento do estado, pela quebra da confiança e da transparência do mesmo. Neste sentido, é importante, neste caso, debater a questão do bem jurídico tutelado neste crime.

Não se nega, por óbvio, que os bens jurídicos, são valores da existência social, pelo fato de, visarem o bom funcionamento da sociedade e da sua valoração ética, social e cultural. Esses bens, protegem os desígnios constitucionais fundamentais. Ocorre que, a doutrina não mostrou ao longo dos tempos uma posição unânime em relação a esta temática, pelo que passaremos a abordar alguns posicionamentos em relação ao tema, como é o caso dos ensinamentos de Frederico de Lacerda da Costa Pinto:

“O bem jurídico do uso de informação privilegiada a função pública da informação enquanto justo critério de distribuição do risco do negócio no mercado de valores mobiliários.”<sup>27</sup>

Segundo este autor, o bem jurídico do abuso de informação antes visava proteger os interesses da empresa onde o insider trabalhava e visava também proteger os interesses individuais do investidor, mas com o passar do tempo, e com as mudanças no ordenamento jurídico Português, esta ideia foi ultrapassada.<sup>28</sup>

Já Renata Rodrigues de Abreu ferreira, inclui a confiança e a igualdade de oportunidades dos investidores no bem jurídico tutelado:

“...concluimos debruçar-se a repressão penal do insider trading na proteção penal supra individual representada pelos bens jurídicos: confiança, dos investidores no correto funcionamento do mercado e a igualdade de oportunidades, no sentido de sua importância para a tomada de decisões económicas individuais”<sup>29</sup>

De toda sorte, podemos concluir até aqui que, a doutrina embora não tenha uma visão unânime em relação ao bem jurídico tutelado, valorizam de forma unívoca a ideia da proteção e valorização da informação.

---

<sup>27</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. Op, Cit., p 67. De acordo com os seus ensinamentos, este interesse cria um legado bastante satisfatório, no que diz respeito a organização e também ao funcionamento do mercado de capitais, neste sentido, ao lançar mão de informações privilegiadas, o agente destrói as condições do correto funcionamento do mercado, prejudicando a eficiência e a igualdade entre os investidores.

<sup>28</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. Op, Cit.,p 42-43.

<sup>29</sup> FERREIRA, Renata Rodrigues de Abreu, (2014) O insider trading: A repressão penal do uso de informações privilegiadas no mercado de valores mobiliários. Dissertação de mestrado, área de especialização em ciências jurídico-criminais. Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, p,49.

Desta forma, cabe realçar que a jurisprudência Portuguesa também retrata a figura do bem jurídico tutelado pelo crime de abuso de informação de forma bastante cuidadosa ao longo das suas decisões, permanecendo a máxima de que:

“O crime de abuso de informação protege um bem jurídico complexo e poliédrico que não se esgota na igualdade dos investidores.”<sup>30</sup>

Neste sentido, passo a apresentar os ensinamentos de José de Faria Costa e Maria Elisabete, que trazem uma ideia bastante lúcida sobre o caso:

“A incriminação do abuso de informação privilegiada, pretende, por um lado, tutelar a confiança dos investidores no correto funcionamento do mercado, e por outro lado, proteger a decisão económica individual no sentido de que esta, seja tomada em situação de igualdade de informação para todos os potenciais intervenientes no mercado, criando-se assim as condições de livre concorrência entre os investidores.”<sup>31</sup>

---

<sup>30</sup> Acórdão n.º3233/11.0TDLSB.Juízo criminal de Lisboa.9ª secção do tribunal da Relação de Lisboa.

<sup>31</sup> Pinto, José de Faria Costa e, Maria Elisabete Ramos. Op. Cit., p37-38. Acrescentam que, mais que um bem jurídico poliédrico, está em causa um bem jurídico heterogéneo.

## 7. Os efeitos jurídicos da prática do uso indevido de Informação privilegiada

Muito embora, tendo criado a regra da disponibilização da informação a todos os investidores ao mesmo tempo, e com base no princípio da igualdade, o ordenamento jurídico português, garante que a decisão da sociedade de divulgar as informações privilegiadas, estas deverão permanecer restrita apenas a um número restrito de pessoas. Desta forma, a preocupação é basicamente salvaguardar o perfeito funcionamento do mercado, e o abuso da informação põe em cheque a qualidade do funcionamento do mercado, prejudica a qualidade de funcionamento do mercado de capitais, prejudica as operações e traz vantagens a uns investidores, enquanto que outros são penalizados.<sup>32</sup>

Acentuamos que, a lei, com o objetivo de reforçar a confiança e regular o funcionamento do mercado de valores, criou medidas de proibição e sancionamento destes atos, sem olvidar que, o mercado de valores mobiliários funciona com base em informações e que inicialmente estas informações estão apenas disponibilizadas a um número restrito de pessoas, mas, depois é disponibilizado a todos.

É neste contexto que, a lei portuguesa, partindo do princípio de que o mercado financeiro possui extrema importância na economia nacional, e que a lesão causada pelo ato ilícito, traz consequências para todos os que estão envolvidos na compra e venda de ações e demais atividades do mercado de capitais, passou a responsabilizar criminalmente, civilmente e administrativamente, estes atos ilícitos.

A primeira consequência está prevista no nº 4 do 248º, e no 394º nº1 alínea I), ambos do CdVM. O primeiro deixa claro que, não é permitido qualquer divulgação da informação, para além do âmbito normal das funções e pode eventualmente ser responsabilizado criminalmente, enquanto que, o segundo artigo já trata da negligência e vem corroborar com o que preceitua o primeiro artigo sobre o ilícito contraordenacional. Em relação as penas principais, estas estão previstas nos nº 1 e 2 do artigo 378º CdVM. Este artigo apresenta as formas de responsabilização civil. O nº 1 deste artigo, começa por mostrar, mais uma vez a figura do insider primário.

---

<sup>32</sup> Pinto, Frederico Lacerda Costa. Op. Cit., p 42- 43. “Quem utiliza informação privilegiada encontra-se numa situação de vantagem ilegítima perante os demais investidores com quem negocia, podendo com mais segurança, evitar prejuízos e obter lucros.”

Depois, passa a mostrar que, quem comete este ato, incorre e ilícito doloso, punível com pena principal de prisão até 3 anos ou multa de 100 á 360 dias.

Em relação a insiders secundários, ou quando outras pessoas tomam posse de informação privilegiada e a usem de forma ilícita, incorre também ilícito penal, punível com pena de prisão de até 2 anos ou pena de multa de até 240 dias, conforme dispõe o nº 2 do referido artigo.

Em relação as penas acessórias, estas estão descritas no artigo 380º do CdVM. Primeiramente, a alínea a) apresenta a pena acessória segundo o qual o agente fica interditado, por um prazo máximo de 5 anos de exercer sua profissão, o que inclui também a inibição de desempenho de funções de administração, direção, fiscalização, etc. A alínea b) por sua vez, apresenta a segunda pena acessória que está relacionada a prevenção geral do sistema e a proteção de mercado, esta pena é a publicação da sentença condenatória.

Ainda no que toca as consequências legais, o artigo 380º-A, que dispõe sobre esta matéria, temos a apreensão e perda das vantagens do crime. Aqui a consequência é puramente patrimonial. O arguido ou terceiros com quem este negociou perdem os benefícios patrimoniais, tanto os transitórios como também as permanentes ou qualquer vantagem, correm o risco de serem apreendidos durante o processo, ou totalmente perdidas após a sentença, sendo que o valor apreendido é transferido para reparar os danos lesados, enquanto que 60% é transferido para o Estado e 40% é paga aos investidores em forma de indenização.

É óbvio neste caso, que a lei tem como fundamento primordial a reparação dos danos causados pela lesão, e a fez pelas vias patrimoniais, cortando as vantagens obtidas com a prática do fato proibido.

Neste contexto, das consequências legais, para esta prática, é muito importante elucidar o que tratamos anteriormente no nosso estudo dos artigos 449º e 450º do CSC. É de frisar que estes artigos, além de contemplar mecanismos especiais de reparação de danos, o que configura na responsabilização civil por meio da indenização, conforme podemos ver nos nºs 2 e 3 do 449º CdVM, ainda apresenta os procedimentos para a destituição judicial de titulares de órgãos sociais que utilizem informação privilegiada. Por fim, o artigo 450º CSC, traz outra consequência legal, que é a possibilidade de abertura de inquérito judicial que acarreta destituição do infrator.

## **CAPÍTULO IV – O USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NOS DIFERENTES ORDENAMENTOS JURÍDICOS:**

### **1. Jurisprudência Portuguesa sobre o uso indevido de informação privilegiada**

O uso indevido de informação privilegiada, é um tema que ganhou muito destaque ao longo dos tempos, mas, apesar disso não existe na jurisprudência Portuguesa, um leque muito variado de acontecimentos sobre a matéria, que deram entrada nos tribunais e transitaram em julgado, mas, ao longo deste trabalho, serão analisados alguns dos casos que, apresentam um contributo importante para elucidar o problema.

#### **CASO 1: Prática de Insider trading em caso de lançamento de OPA**

O primeiro caso trata de um recurso de uma sentença que condenou o réu de crime de abuso de informação, previsto e punido pelo artigo 378º, nº 2 e 3 do CdVM. A pena estabelecida foi de 100 dias de multa à razão diária de 20 euros, a que corresponde 66 dias de prisão subsidiária. As primeiras alegações do arguido no recurso foi de que houve violação do princípio nemo tenetur, e pede também nulidade das provas colhidas pela CdVM, utilizadas no processo crime. Por outro lado, alega não ter havido a necessária autorização para a obtenção de prova, razão pela qual alega violação dos artigos 125º, 126º nº 2 do CPC, dos 26º nº 1 e 32º nº 8 da constituição da república portuguesa, o que acarreta nulidade. Alega violação da legalidade, da segurança e das garantias do processo criminal. Nega, por outro lado, ter conhecimento do lançamento da OPA, antes da publicação, não tem proximidade com informações privilegiadas. Alega, não ter cometido crime de insider trading, por não se mostrarem preenchidos todos os requisitos do tipo legal previstos no nº 3 do artigo 378º do CdVM. Por fim, não há, segundo o arguido, nexos causal entre a informação e a conduta ilícita, e que a compra das ações foi motivada por aconselhamentos do seu banco pessoal.

Na sentença o tribunal conclui, após ouvir as testemunhas e analisar todas as provas que: as declarações do arguido não tinham credibilidade e que este havia faltado com a verdade em relação aos fatos apresentados. O tribunal, baseou-se no artigo 378º nº 2 e 3, e fez menção ao bem jurídico complexo e poliédrico que não se esgota na igualdade dos investidores, logo, a condenação a infração existe para proteger o bem jurídico supra individual. Por outro lado, a incriminação do crime em pauta visa tutelar a confiança dos investidores de forma a zelar pelo correto funcionamento do mercado. Por outro lado, visa proteger a decisão económica individual, no sentido de que esta seja tomada em

situação de igualdade para que haja livre concorrência no mercado em relação aos investidores. O crime do insider trading é preenchido se a informação não for pública, precisa; fazer referência a valores mobiliários ou entidades emitentes; idoneidade para influir de maneira sensível o preço das ações, e no caso em análise, todos estes pré-requisitos foram preenchidos.

Neste caso, houve sim abuso de informação pelo artigo 378º, nº 2 e 3 do CdVM não existindo qualquer forma de desculpa, desta forma, o arguido foi condenado como autor material de um crime de abuso de informação privilegiada, e teve também as penas acessórias previstas no artigo 380º CdVM.

### **Caso 2: Aquisição de títulos com conhecimento prévio da OPA**

Trataremos agora de um recurso que foi interposto pelo arguido para refutar a sua condenação pela prática do insider trading. Nas alegações iniciais, o arguido declara que não há definição de qual a informação que este obteve a respeito da OPA, e nesse caso não se pode qualificar tal informação como privilegiada. Alega neste sentido, que o tribunal deu erroneamente como provado que o arguido tomou conhecimento da OPA pelo fato deste ter realizado investimentos e conseguir uma mais valia, o que configura uso abusivo da prova por presunção. Não há provas de que o arguido teve acesso a informação não pública a respeito da OPA. Por outro lado, este não consta da lista de insiders, e não há indícios de contato com algum insider, portanto, não há provas diretas de que o arguido tomou conhecimento efetivo da OPA. Alega que, o que motivou a aquisição dos títulos foi o seu baixo valor e a manutenção de distribuição de um bom dividendo. Alega, da mesma forma que, a regra do nº 3 do artigo 378º, impõe que a informação para ser considerada privilegiada, ela necessita ser precisa, sob pena de perder os requisitos de informação privilegiada, o que aconteceu no presente caso. Finalmente, acrescenta que, pelo fato da decisão de lançamento da OPA estar numa fase preliminar, não era possível prever que haveria lançamento ou não da mesma.

Na sentença, na fundamentação dos fatos que dizem respeito ao crime de abuso de informação privilegiada, mais concretamente, o tribunal decidiu que, o arguido adquiriu os títulos por um preço mais baixo para os revender e assim, lucrar com a revenda, após a valorização do preço destes. Deste modo, tendo em seu poder, informações privilegiadas, tomou decisão de investimento que o fez lucrar, em detrimento dos outros investidores que estavam em situação de desvantagens porque a informação não era pública. Atentou contra as regras de livre concorrência do mercado. Por outro

lado, o tribunal declara que, tem sido descrito pela jurisprudência a necessidade de existir 4 requisitos para que a informação seja entendida como privilegiada: ser privada, restrita, precisa e price sensitive. Segundo o tribunal, não é requisito para o preenchimento do tipo penal, o apuramento do acesso a informação, o que importa aqui é o fato de que o arguido teve conhecimento da informação price sensitive antes da sua publicação.

Por outro lado, é entendimento daquele tribunal que as provas dos crimes contra o mercado, são feitas por raciocínio dedutivo, pela prova indireta através de meios de prova direta, como documentos, testemunhos e declarações do arguido. Em relação ao carácter preciso da informação, o tribunal defendeu a posição de que a redação do art.248º do CdVM diz expressamente que a verificação de determinada informação é privilegiada, não depende do seu grau de formalização e que a precisão não se refere ao grau de perfeição, formalização e finalização. Por fim, o arguido foi declarado culpado, aplicando as penas previstas na lei.

## **2. Insider trading nos Estados Unidos da América**

Na sequência do crash da bolsa de valores de 1929, foi aprovado o securities Exchange Act de 1934 pelo congresso. O SEC, mencionado anteriormente, regulamentar e supervisionar os mercados de capitais nos EUA, cria assim regras e regulamentos concernentes ao mercado, nomeadamente para proteger os investidores manter os mercados livres para proteger os investidores e manter os mercados livres de fraudes.

Ao longo dos tempos, o securities Exchange act de 1934, foi a pioneira no tratamento jurídico do uso indevido de informação privilegiada enquanto crime penalmente punido.

Acrescentamos que, o securities Exchange commission, trata dos dispositivos manipuladores e enganosos. Aqui encontramos uma regras claramente proibitivas. Neste sentido, há também que mencionar o dispositivo 14E que proíbe qualquer pessoa de fazer qualquer declaração falsa de fatos relevantes ou omissão de fatos em relação a oferta pública. Já o dispositivo 16B, destinado aos diretores e principais acionistas e que dispõe sobre os lucros de compra e venda de segurança dentro de seis meses.

Neste dispositivo, há uma proibição explícita de uso de informação privilegiada obtidas em razão da relação do agente com a sociedade de ações. O dispositivo 20ª, por

sua vez, diz respeito a responsabilidade dos comerciantes contemporâneos para negociação com o insider e dispõe sobre direitos de ação privada, baseadas na negociação contemporânea na alínea a), e, na alínea b) trata das limitações da responsabilidade. As alíneas seguintes, tratam da responsabilidade solidária para comunicação da autoridade para não restringir outros direitos de ação expressos ou implícitos.

Por fim, os dispositivos 21A e 30, tratam das penalidades resultantes da prática do insider trading nos EUA<sup>33</sup>. Para esclarecer algumas questões relacionadas ao termo, precisamos antes esclarecer que o termo pode designar tanto uma conduta ilegal como também uma conduta legal. O insider trading é legal, quando diz respeito a compras e vendas de ações, pelos diretores, administradores e funcionários, em suas próprias empresas. A troca, compra e venda de ações próprias implica obrigatoriamente a comunicação a SEC.

O insider trading ilegal, por sua vez: em posse de informação confidencial privilegiada, sobre eventos importantes usam a vantagem especial desse conhecimento para colher lucros ou evitar perdas no mercado de ações, em detrimento da fonte de informação e dos investidores típicos que compram ou vendem suas ações sem a vantagem de ter informações confidenciais.<sup>34</sup>

Em 1909, foi julgado o primeiro caso sobre insider trading nos EUA, apesar de não haver leis que proibissem a prática. A proibição a esta prática, leva a criação dos conceitos de Misappropriation theory – em que a apropriação indevida de informação privilegiada, através da quebra do dever de lealdade, leva a que as pessoas não consigam negociar sem que incidam em conduta proibitiva.

---

<sup>33</sup> Dispositivo 21-A: Whenever it shall appear to the Commission that any person has violated any provision of this title or the rules or regulations thereunder by purchasing or selling a security or security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) while in possession of material, nonpublic information in, or has violated any such provision by communicating such information in connection with, a transaction on or through the facilities of a national securities exchange or from or through a broker or dealer, and which is not part of a public offering by an issuer of securities other than standardized options or security futures products, the Commission.

<sup>34</sup> Informação colhida em: <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm> em [20/08/2017](https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm).

Uma das mudanças mais significativas neste tema, ocorreu no ano 2000 nos dispositivos 10b5-1 e 10b5-2. O primeiro, assim como o segundo, tem por objetivo trazer mudanças a dois pontos, alvos de muito questionamento.

O 10b5-1, segundo o disposto pelo SEC, uma pessoa deve negociar com base em informações materiais, não públicas e relevantes. A regra estabelece também algumas formas de excluir a responsabilidade. Porém, esta regra permite algumas formas de negociar em algumas circunstâncias onde a informação detida não for fator decisivo na decisão de negociar.

O 10b5-2, está relacionado a Misappropriation, teoria falada anteriormente. Esta regra impõe deveres de sigilo as pessoas que não possuem vínculo com a empresa, em casos em que alguém decide manter uma informação ou quando está relacionado a pessoa que repassou a informação confidencial.

Nos EUA, a figura do insider trading, refere a violação de um dever fiduciário e quebra da relação de confiança em relações de compra e venda de uma garantia. A SEC apresenta alguns que são passíveis de condenação; por crime de insider trading: diretores corporativos; diretores e funcionários que negociaram valores mobiliários da empresa depois de adquirirem informação confidenciais; amigos; associados de negócios; familiares; funcionários que negociaram títulos depois que receberam tais informações; advogados; bancas; corretagem, que tomaram conhecimento dessas informações de forma indevida.

A SEC, para proteger a confiança dos investidores, de forma a salvaguardar a equidade e integridade do mercado de valores mobiliários, criou normas coesas que ajudassem na investigação e no julgamento de casos que envolvem insider trading.

Em abril de 2012, o congresso aprovou a lei *stop trading on congressional knowledge*. Esta lei impede os membros da sociedade de se valer do uso de informação privilegiada. A função primordial desta lei é a proibição dos membros e funcionários do congresso de usar informação privilegiada pelo qual tomaram conhecimento devido ao cargo que exercem.

---

<sup>35</sup> Informação colhida em: <https://www.sec.gov/fast-answers/answersinsiderhtm.html> em [20/08/2017](https://www.sec.gov/fast-answers/answersinsiderhtm.html)

### 3. O insider trading no ordenamento jurídico Brasileiro

Começamos aqui por apresentar o conceito do uso indevido de informação privilegiada e mais especificamente dos aspectos relevantes que diferem este tema no ordenamento jurídico brasileiro dos outros países. O conceito apresentado por José Marcelo Martins Proença:

“ Verdadeira cilada para a comunidade do mercado de capitais, o comportamento do chamado insider trading (negociação por aquele que está por dentro) consiste no efetivo aproveitamento de informações confidenciais reservadas, acerca do estado e dos negócios de determinada companhia, por parte dos administradores, principais acionistas e outros que a elas têm acesso para negociar com investidores que a tanto se recusariam pelo menos pelas bases estabelecidas, caso conhecedores das mesmas informações.”<sup>36</sup>

A CVM – comissão dos valores mobiliários – órgão regulador do mercado de capitais no Brasil dispõe que as informações relevantes relativas ao emissor, devem ser disponibilizadas a todo público ao mesmo tempo e estas devem ser verdadeiras e claras.

A instrução nº 358/2 da CVM, apresenta no seu artigo 3º que, as companhias devem divulgar tais informações seguindo os procedimentos necessários, é fundamental que, esta seja publicada. Para ser considerada pública é preciso que todos os investidores tenham oportunidade de receber uma informação e tomar as suas decisões com base nela.

O artigo 8º da ICVM 358/2 é bastante taxativo no que diz respeito ao dever de guardar sigilo.<sup>37</sup> No Brasil, o uso da informação privilegiada é amplamente regulado pelas leis 6.404/76 e 6385/76. Cumpre destacar também o papel do insider primário e secundário.

---

<sup>36</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. O insider trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de Capitais. São Paulo, editora quartier latin. 2005. P138.

<sup>37</sup> Segundo este artigo, Cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.

O insider primário no Brasil, tal como no ordenamento jurídico português, é aquele que obtém a informação privilegiada em decorrência do cargo que ocupa. São eles, os acionistas, os administradores, os funcionários públicos com acesso temporário ou definitivo a informação privilegiada, diretamente da fonte.

Já o insider secundário, por sua vez, recebe a informação privilegiada direta ou indiretamente dos insiders primários sem necessariamente saberem de que trata de informação privilegiada.

A lei 6.404/76, também conhecida por lei das sociedades anônimas, atribui ao administrador e as pessoas a ele equiparadas a zelar pelas informações privilegiadas da companhia, incumbe também a ele, no seu artigo 155, o dever de lealdade. O acesso a informação privilegiada não caracteriza insider trading. Para que seja configurado crime de insider trading, é necessário fazer uso dessas informações no mercado financeiro em proveito próprio ou de terceiros. Em 2001 a lei 10.303/2001 altera dispositivos da lei das Sociedades anônimas.

Em relação as consequências legais previstas na lei brasileira, o artigo 155 inciso 3º da LSA, estipula que a pessoa prejudicada tem o direito de receber do infrator indenizado por perdas e danos. Dispõe ainda a instrução CVM 131 que a violação do artigo acima mencionado, caso seja verificado o ilícito, é previsto uma pena de advertência e multa.

Existe também, a aplicação de outras penas, como é o caso da suspensão do exercício do cargo de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam do registro na comissão dos valores mobiliários e ficam inabilitados até 20 anos no máximo, para exercício dos cargos.<sup>38</sup>

Apesar do teor administrativo da sanção aplicada pela CVM, a lei busca no código civil e penal, artigos que contemplam a responsabilização tanto civil só cabe aos administradores, diretores, membros do conselho fiscal, e as outras entidades descritas acima.

---

<sup>38</sup> Mobiliários, Comissão de valores. O mercado de valores mobiliários brasileiro. 3º ed. Rio de Janeiro: Comissão de valores mobiliários 2014.

O uso indevido de informação privilegiada, no Brasil, está intimamente ligado a duas realidades: a negociação quando a pessoa está em posse de informação material não pública e a revelação dessa informação sigilosa a outra pessoa de modo a dar oportunidade de ele negociar ou de revelar a terceiros.

A própria constituição da República, no seu artigo 173 parágrafo quarto já prevê que a lei reprimirá o abuso do poder econômico que vise a dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros.

Outro ponto a acrescentar é o fato do ordenamento o princípio do full disclosure. O bem jurídico tutelado, assim como em Portugal, não é consenso, embora seja unânime na doutrina a ideia de que a lesão proveniente do uso indevido de informação privilegiada tenha consequências danosas em todos que participam nas negociações de títulos do mercado.

Apesar do legislador ter criado leis que protegessem os interesses patrimoniais dos investidores, o ordenamento jurídico brasileiro encontra vários desafios devido ao fato do mercado de capitais estar em constante mutação. De salientar que o Brasil não afasta da corrente mundial da proibição ao uso de informação privilegiada no mercado.

#### **4. O uso indevido de informação privilegiada no ordenamento jurídico Francês – Le Délit d'initié**

O insider trading, na França, é denominado por Délit d'initié. Em 1970, começaram a tomar medidas legais que punisse este tipo de delito. O Délit d'initié fundamenta-se na realização de transações ilegais no mercado financeiro utilizam informação privilegiada ao qual as pessoas têm acesso.

O crime só pode ser cometido por algumas pessoas, que são enumeradas por lei. O primeiro grupo de pessoas, denominadas de insider diretos, que é o núcleo de repressão do insider trading. A lei L225-109, do código comercial francês descreve na íntegra quem são as pessoas passíveis de cometer este crime entre elas destacamos: o presidente, os diretores; administradores; membros do conselho de administração; pessoa físicas e jurídicas envolvidas na empresa como diretor ou membro do conselho fiscal; representantes permanentes das pessoas; membros das filiais da empresa, conforme mostrarei:

L225-109 modificada pela lei nº2012 387 de 22/03/2012:

“Le président, les directeurs généraux, les membres du directoire d'une société, les personnes physiques ou morales exerçant dans cette société les fonctions d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance ainsi que les représentants permanents des personnes morales qui exercent ces fonctions sont tenus, dans les conditions déterminées par décret en Conseil d'Etat, de faire mettre sous la forme nominative ou de déposer les actions qui appartiennent à eux-mêmes ou à leurs enfants mineurs non émancipés et qui sont émises par la société elle-même, par ses filiales, par la société dont elle est la filiale ou par les autres filiales de cette dernière société, lorsque ces actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé.

La même obligation incombe aux conjoints non séparés de corps des personnes mentionnées à l'alinéa précédent.

Les droits de vote et les droits à dividende des actions détenues par toute personne n'ayant pas rempli les obligations du présent article sont suspendus jusqu'à régularisation de la situation. Tout vote émis ou tout versement de dividende effectué pendant la suspension est nul.”

Temos ainda o segundo círculo de pessoas que são os insiders indiretos, que pode ser qualquer pessoa singular com a informação privilegiada adquirida no período de exercício de sua função. Nesse caso, é necessária prova do conhecimento destas informações privilegiadas.

Por outro lado, temos ainda o grupo de pessoas que não estão incluídas em nenhum dos grupos anteriores e que tenham plena consciência que essas informações sejam privilegiadas.

Concluimos com isso que este crime pode ser praticado por aqueles que possuem informação privilegiada antes dos outros investidores no mercado de capitais, isto configura claramente numa vantagem. A França foi o primeiro estado da união europeia, em 1989, a COB (comission des operations de bourse), órgão regulador do mercado, passou também a ter o poder de aplicar sanções administrativas e a regular o procedimento administrativo.

O artigo 621-1 a 3 da AMF (autorité des marchés financiers) retratada a figura da informação privilegiada e dispõe que esta se trata de qualquer informação precisa e não pública que diga respeito a uma ou mais sociedade de instrumentos financeiros. Por outro lado, deixa claro que, se tais informações fossem publicadas, os preços dos instrumentos financeiros seriam influenciados.

Fato muito importante a ser retratado, é o fato de a lei punir apenas as pessoas que, com base na sua atividade profissional, acabam por ter acesso a informação privilegiada a fizeram uso ilegal, desta informação. Neste sentido, os terceiros que usa as chamadas dicas do mercado, ou que dão crédito a boatos no mercado e com isso acabam por comprar ou vender ações, não incorrem em sanção pela prática de Délit d'initié.

Nesta senda, o Délit d'initié pode ser executado quer por uso comunicação de informação privilegiada. No ordenamento jurídico francês, este crime é do tipo doloso. Assim, provados os fatos, de comunicação de informações a pessoa é punida penalmente.

Aos insiders do primeiro círculo (insiders diretos) é presumido de antemão, conhecimento da informação privilegiada, portanto. Assim, a repressão a este crime é de pena máxima de 2 anos e multa de até 1,5 milhões de euros. Acrescentar que, caso houver cúmplices, este também é punido e na existência de terceiros, estes também respondem pelo crime de Délit d'initié.

A repressão ao insider trading no ordenamento jurídico francês está tipificado na lei L465-1 do código monetário e financeiro francês e a competência para o processo e julgamento destes casos é exclusivamente do tribunal de Paris, de acordo com o 704-1 do código de processo penal-francês.<sup>39</sup>

---

<sup>39</sup> Modifié par [LOI n°2011-1862 du 13 décembre 2011 - art. 2](#) Pour la poursuite, l'instruction et, s'il s'agit de délits, le jugement des infractions prévues à l'article 704 et des infractions connexes, le procureur de la République, le juge d'instruction et la formation correctionnelle spécialisée du tribunal de grande instance visé au même article exercent une compétence concurrente à celle qui résulte de l'application des articles 43, 52, 382 et 706-42. Lorsqu'ils sont compétents pour la poursuite et l'instruction des infractions entrant dans le champ d'application de l'article 704, le procureur de la République et le juge d'instruction exercent leurs attributions sur toute l'étendue du ressort fixé en application de l'article 704. La juridiction saisie reste compétente quelles que soient les incriminations retenues lors du règlement ou du jugement de l'affaire sous réserve de l'application des dispositions des articles 181 et 469. Si les faits constituent une contravention, le juge d'instruction prononce le renvoi de l'affaire devant le tribunal de police compétent en application de l'article 522.

## **5. Diretivas e Regulamentos da União Europeia a respeito do abuso de informação privilegiada no mercado de capitais.**

Começamos aqui por falar da diretiva 89/592 da CEE e do Conselho Europeu. Esta diretiva foi uma das pioneiras a serem escritas com o intuito de qualificar o insider trading como fator principal no mau funcionamento do mercado.

Em 28 de janeiro de 2003, surge a diretiva 2003/6/CE do parlamento europeu e do conselho que revoga a diretiva anteriormente mencionada e, traz consigo normas relativas ao abuso de informação privilegiada e a manipulação do mercado. A presente diretiva, inaugura mudanças no quadro da proteção da integridade do mercado, criou condições para que as autoridades tivessem poder de investigar casos de crimes contra o mercado e que fossem capazes de tomar medidas administrativas para punir os infratores. Embora esta diretiva tivesse introduzida inúmeras novidades em relação ao tema, alguns estados membros não prevê sanções penais para estes crimes.

Com o objetivo de proteger os investidores e a integridade do mercado, surge o regulamento europeu nº 596/2014 do parlamento europeu e do conselho, de 16 de abril de 2014. Este regulamento cuida essencialmente dos assuntos relacionados aos emitentes de instrumentos financeiros, investidores e intermediários financeiros no que diz respeito a divulgação de informações privilegiadas.

Por outro lado, regula sondagens no mercado, de forma a especificar os requisitos que legitimam a divulgação de informação antes do anúncio de uma operação. Acarreta a obrigação de apresentar um relatório escrito que avalia se a informação divulgada constitui informação privilegiada. Apresenta também uma obrigação do emitente ou participante no mercado de das licenças da divulgação de informação, no mercado de divulgação da informação, no momento da divulgação desta.

Em relação as pessoas coletivas, mesmo que estas tivessem tomado os cuidados necessários para se defenderem dos abusos de informação privilegiada, mas não conseguissem, devido a prática desses atos criminosos por pessoas singulares em nome daquelas pessoas coletivas, essas infrações deverão ser imputadas apenas as pessoas singulares.

Por outro lado, há a obrigação de apresentar a o fundamento da decisão de deferimento da divulgação de informação privilegiada.

Ainda em matéria de legislação sobre abuso de informação privilegiada no mercado de capitais, foi aprovada também a diretiva 2014/57 da União Europeia que deve ser aplicada, levando em consideração as normas do regulamento 596/2014. Esta diretiva obriga as autoridades nacionais a impor penas sobre o insider trading e manipulação do mercado. Trata das sanções penais aplicáveis ao abuso de informação e a manipulação do mercado.

O artigo 1º da presente diretiva, trata do objeto e âmbito da aplicação da diretiva. Esclarece que a diretiva mencionada é aplicada aos instrumentos financeiros admitidos nos mais variados tipos de mercados e sistemas de organização. E ainda estabelece os tipos de negociação pelo qual esta diretiva não se aplica.

O artigo 2º trata dos conceitos fundamentais presentes no diploma, entre eles: os instrumentos financeiros; informação privilegiada; licença de emissão; mercado regulado; sistemas de negociação multilateral e organizado; plataformas de negociação e emitentes.

Passaremos então a analisar os artigos 3º e 4º que tratam expressamente do abuso de informação privilegiada e da transmissão ilícita de informação privilegiada:

**Artigo 3º - Abuso de informação privilegiada e recomendação ou indução de terceiros à prática de abuso de informação privilegiada**

1. Os Estados-Membros devem tomar as medidas necessárias para assegurar que o abuso de informação privilegiada, a recomendação ou a indução de terceiros à prática de abuso de informação privilegiada previstos nos n. os 2 a 8 constituam infrações penais, pelo menos, em casos graves e quando cometidos com dolo.

2. Para efeitos da presente diretiva, há abuso de informação privilegiada sempre que uma pessoa que possua informação privilegiada utilize essa informação ao adquirir ou alienar, por sua conta ou por conta de um terceiro, direta ou indiretamente, instrumentos financeiros a que essa informação diga respeito.

3. O presente artigo aplica-se a qualquer pessoa que possua informação privilegiada em virtude de: a). Ser membro dos órgãos de administração, direção ou fiscalização do emitente ou do participante no mercado das

licenças de emissão; b) ter uma participação no capital do emitente ou do participante no mercado das licenças de emissão; c) Ter acesso à informação por força do exercício normal da sua atividade, profissão ou funções; ou d) Estar envolvido em atividades ilícitas.

O presente artigo também se aplica a qualquer pessoa que tenha obtido informação privilegiada em circunstâncias distintas das referidas no primeiro parágrafo, quando que essa pessoa saiba que se trata de informação privilegiada.

4. Considera-se também abuso de informação privilegiada a utilização de informação privilegiada para anular ou alterar uma ordem relativa a um instrumento financeiro a que essa informação diz respeito, quando a ordem tenha sido colocada antes de a pessoa em causa dispor de informação privilegiada.

5. No que diz respeito aos leilões de licenças de emissão ou de outros produtos leiloados com base nessas licenças que sejam realizados em conformidade com o Regulamento (UE) n. o 1031/2010, a utilização de informação privilegiada a que se refere o n. o 4 do presente artigo inclui igualmente a apresentação, alteração ou retirada de uma oferta por uma pessoa por conta própria ou por conta de terceiros.

6. Para efeitos da presente diretiva, a recomendação ou a indução de terceiro a cometer abuso de informação privilegiada verifica-se quando a pessoa possui informação privilegiada e:

a). Recomenda, com base nessa informação, a um terceiro que adquira ou aliene instrumentos financeiros a que essa informação diz respeito, ou induz esse terceiro a efetuar essa aquisição ou alienação; ou

b). Recomenda, com base nessa informação, a um terceiro que cancele ou altere uma ordem relativa a um instrumento financeiro a que essa informação diz respeito, ou induz esse terceiro a efetuar esse cancelamento ou alteração.

7. A utilização das recomendações ou induções a que se refere o n. o 6 constitui abuso de informação privilegiada quando a pessoa que utiliza a

recomendação ou indução sabe que esta se baseia em informação privilegiada.

8. Para efeitos do presente artigo, não deve considerar-se, do mero facto de uma pessoa estar ou ter estado na posse de informação privilegiada, que essa pessoa tenha utilizado essa informação e tenha, assim, cometido abuso de informação privilegiada com base numa aquisição ou alienação, quando o seu comportamento seja qualificado como conduta legítima nos termos do artigo 9.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014.

#### **Artigo 4º: Transmissão ilícita de informação privilegiada**

1. Os Estados-Membros devem tomar as medidas necessárias para assegurar que a transmissão ilícita de informação privilegiada, referida nos n.ºs 2 a 5, constitui uma infração penal, pelo menos, em casos graves e quando cometida com dolo.

2. Para efeitos da presente diretiva, a transmissão ilícita de informação privilegiada ocorre quando uma pessoa possui informação privilegiada e a transmite a outra pessoa, exceto quando tal transmissão é efetuada durante o exercício normal de uma atividade laboral, de uma profissão ou de funções, incluindo o caso de a transmissão constituir uma sondagem de mercado efetuada nos termos do artigo 11º, n.ºs 1 a 8, do Regulamento n.º 596/2014.

3. O presente artigo aplica-se a qualquer pessoa nas situações ou circunstâncias previstas no artigo 3º, n.º 3.

4. Para efeitos da presente diretiva, a transmissão subsequente de recomendações ou induções referidas no artigo 3º, n.º 6, constitui transmissão ilícita de informação privilegiada nos termos do presente artigo, quando a pessoa que transmite a recomendação ou indução saiba que se baseava em informação privilegiada.

5. O presente artigo aplica-se em conformidade com a necessidade de proteger a liberdade de imprensa e a liberdade de expressão.

Esta diretiva foi criada com o objetivo de impor aos estados membros a criação de sanções penais eficazes para a repressão de crimes contra o mercado, entre os quais, o

abuso de informação privilegiada e a manipulação do mercado, devendo esses, serem considerados graves.

Tanto as infrações cometidas pelas pessoas coletivas como a instigação e a cumplicidade no ato criminoso, devem ser punidos. Esta diretiva respeita os direitos fundamentais e observa os princípios reconhecidos na carta dos direitos fundamentais da união europeia, e por outro lado, obriga os estados a garantir também os direitos processuais dos envolvidos.

A presente diretiva, por outro lado, tipifica nos artigos 5º e 6º, a manipulação do mercado e a instigação, cumplicidade e tentativa como crimes contra o mercado, aplicando de igual modo, sanções penais e responsabilidades aos infratores.

Outras diretivas também marcaram a matéria da comunicação na união europeia, como é o caso da diretiva de execução (União Europeia) 2016/523 de 10 de março de 2016, estabelece normas técnicas relativas ao formato e ao modelo de comunicação e divulgação pública das operações de dirigentes.

Por outro lado, encontramos também o regulamento delegado (U.E) 2016/960, complementado com o regulamento de execução (U.E) 2016/959 de 17 de maio de 2016 que regula matérias relacionadas as sondagens de mercado, as normas técnicas de regulamentação relativas aos dispositivos, sistemas e procedimentos adequados aplicáveis aos participantes no mercado que transmitem a informação e que realizem sondagens de mercado.

Ainda no que toca aos regulamentos da união europeia, destacamos o regulamento delegado da comissão nº 2016/522 de 17 de dezembro de 2015, por sua vez, fixa os limiares mínimos de dióxido de carbono relevantes para efeitos de determinação de deveres de divulgação pública de informação privilegiada.

A regulação do mercado de capitais tem sido uma necessidade primordial da união europeia desde sempre. Os estados membros da união europeia apesar de não possuírem as mesmas normas, eles seguem a mesma tendência de harmonização de suas normas.

## CONCLUSÃO

A globalização trouxe progressos, mas também trouxe consequências negativas. O objetivo primordial de presente dissertação, era tratar da vedação ao uso indevido de informação privilegiada no ordenamento jurídico português. Com a eminência das crises financeiras, os governos de vários países começaram a regular de forma mais eficiente, a atividade económica, principalmente o mercado financeiro, e Portugal não é exceção.

Uma medida bastante importante foi a criação da CMVM. Este órgão possui um papel de regulação dos mercados bastante estratégico e dedica especial atenção aos crimes do mercado, o que traz benefícios para toda a economia do país, desenvolve a economia e amplia o mercado.

Por outro lado, o mercado de capitais tem contribuído para o crescimento económico criando medidas eficazes para o desenvolvimento empresarial de forma que estas consigam financiar os seus projetos de investimentos, mas, para ter desenvolvimento isso só não basta, é importante que a regulação do mercado também esteja atrelada a ideia de criar limites e regras punitivas a certas condutas no mercado.

O legislador português, necessitou de criar regras mais rígidas para regular o uso de informação privilegiado no mercado, e criou normas punitivas ao abuso de informação. O código dos valores mobiliários e o CSC, deste modo apresentam normas que criminalizam a prática do insider trading no mercado português e essas normas vão de encontro aos preceitos estabelecidos pela união europeia por grande parte dos estados membros e também dos não membros.

A criminalização do uso indevido de informação privilegiada tem como fundamento a defesa da igualdade no acesso a informação relevante e proteção ao património do investidor, e o desenvolvimento económico e social. Desta forma, para acabar com estas condutas criminosas no mercado, através de vantagens ilegítimas que comprometem a transparência no mercado.

Ao longo deste trabalho, também achamos pertinente debater sobre a informação, demonstrando a importância de a relacionar ao princípio da igualdade dentro do sistema financeiro, pelo fato de ser imprescindível a confiança dos investidores neste setor.

O correto funcionamento do mercado é objetivo importante a ser alcançado no mercado de capitais e isso só é possível se houver confiança dos investidores e igualdade de oportunidades.

De toda sorte, num primeiro momento, achamos conveniente falar do mercado de capitais, apresentamos o seu conceito e o papel no desenvolvimento económico do país. Achamos ser uma mais valia trazer à tona a diferenciação entre o mercado primário e o mercado secundário, apresentamos o seu conceito do princípio do full disclosure.

No segundo momento, tratamos da base do nosso tema que é a informação privilegiada, mas para isso, começamos por falar do dever de informar, mostrando a sua importância no mercado e a sua fundamentação. Aqui, tratamos também dos deveres dos administradores e dos órgãos de fiscalização e regulação dos mercados de capitais.

Já no terceiro momento, entramos no tema central do nosso estudo que é o crime de uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais. Neste capítulo, fizemos uma introdução em termos históricos, falamos da assimetria e depois tratamos da criminalização do insider trading no ordenamento jurídico português e dos aspetos práticos da questão, como é o caso dos insiders primários e secundários, o papel da CMVM, a lista de insiders, as consequências jurídicas desta prática criminosa, bem como o tipo e o bem jurídico tutelado.

Por fim, achamos ser uma mais valia trazer aspetos da jurisprudência portuguesa e debruçamos também sobre o insider trading na perspetiva internacional.

Com o objetivo de contribuir para o assunto em estudo, era de suma importância discorrer sobre a informação nos mercados de capitais, a proteção dos investidores e os princípios que devem ser respeitados para que haja eficiência no mercado.

Concluimos o presente estudo realçando que devemos levar em conta a dificuldade na prova de posse de informações privilegiadas e que é responsabilidade da acusação, provar que o agente utilizou informação privilegiada de forma ilícita com o objetivo de obter ganhos financeiros e o estado deve ter em pauta a criação de medidas preventivas a essa prática.

**BIBLIOGRAFIA:**

- Abreu, Jorge Manuel Coutinho de. (2011) Curso de Direito Comercial, II (2), 4º ed., Coimbra, Almedina.
- Almeida, António Pereira (2011), Sociedades comerciais valores mobiliários e mercado, 6ª ed., Almedina.
- Câmara, Paulo (2011). Manual dos direitos dos valores mobiliários, Coimbra: ed., Almedina.
- Coelho, Fábio Ulhoa (2005). Curso de direito comercial, I (1), 9ª ed., Saraiva.
- Corsetti, Michelangelo (2013). Insider trading, Informação privilegiada. O uso indevido no mercado de capitais. Curitiba: ed. Juruá editora.
- Costa, José de faria e RAMOS Maria Elisabete. O crime de abuso de informação privilegiada: O insider trading – A informação enquanto problema jurídico penal. Ed., Coimbra, 2006.
- Easter Brook, Frank, e Daniel R Fichel (1987). Mandatory disclosure and the protection of investors. Virginia law review Charlo Tesville law review association, (70), 4.
- Eizirik, Nelson; Ariádna B Gaal; Flávia Parente; Marcus de Freitas Henriques (2008). O mercado de capitais – Regime Jurídico. Rio de janeiro: Ed. Renovar.
- Ferreira, Renata Rodrigues de Abreu, (2014). Dissertação de mestrado na área de especialização em ciências jurídico criminais apresentada a faculdade de direito da universidade de Coimbra. Coimbra.
- Grau, Eros Roberto (2006). A ordem económica na constituição da república de 1988, 11ª ed., São Paulo, Malheiros.
- Kumpel, Siegfried (2007). O direito do mercado de capitais. Do ponto de vista do direito europeu, Alemão e Brasileiro. Rio de janeiro: renovar.
- Lamy Filho, Alfredo e José Luiz Pedreira Bulhões (1997). A lei das S.A. Rio de janeiro: Ed. Renovar, I (1).
- Mobiliários, Comissão de valores (2014). O mercado de valores mobiliários brasileiro. 3ª ed., Rio de janeiro: Comissão de valores mobiliários.
- Osório, Carlos de Castro (1997). A informação no Direito do mercado de valores mobiliários. In Direito dos valores mobiliários, Lisboa: Lex.
- Pinto, Frederico Lacerda da Costa (2000). O novo regime dos crimes e contraordenações no código dos valores mobiliários. Coimbra, Ed. Almedina.
- Pinheiro, Juliano Lima (2006). O mercado de capitais: Fundamentos e técnicas. São Paulo, Atlas,
- Proença, José Marcelo Martins (2005). Insider trading: Regime jurídico do uso de informação privilegiada no mercado de capitais. São Paulo: ed. Quartier Latin.

Salgueiro, Ana Cláudia (2016). O abuso de informação privilegiada – O especial caso dos instrumentos em remuneração dos administradores. In cadernos do mercado de valores mobiliários, 53, abril de 2016.

Scalzilli, João Pedro; Luís Felipe Spinelli (2007). A racionalidade económica do combate ao insider trading: assimetria de informação e dano ao mercado. Revista mercantil, industrial, económico e financeiro, São Paulo, v.147, p 43 jul/set.

Ventura, Raul e Brito Correia, Responsabilidade civil dos administradores e sociedades anónimas e dos gerentes de sociedades por quotas. In suplemento aos BMJ v (5), 192º/195º.

**Páginas consultadas na internet:**

CMVM: <http://www.cmvm.pt/pt/Pages/home.aspx>

SEC: <https://www.sec.gov/>

CVM (Brasil): <http://www.cvm.gov.br/>

Bolsa de Lisboa (Euronext): <https://www.bolsadelisboa.com.pt/>

Legislação francesa: <https://www.legifrance.gouv.fr/>

Tribunal de lisboa: <http://www.tribunais.org.pt/jurisprudencia.php?com=lisboa>

Banco de Portugal: <https://www.bportugal.pt/>