



**Escola de Ciências Sociais e Humanas**

Departamento de Economia Política

*Insider Trading*

O Abuso de Informação Privilegiada

Cátia Isabel Correia Rosa Miguel de Matos

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

Orientador:

Professor Doutor Manuel António Pita, Professor Auxiliar

ISCTE – Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa

Setembro, 2017



**Escola de Ciências Sociais e Humanas**

Departamento de Economia Política

*Insider Trading*

O Abuso de Informação Privilegiada

Cátia Isabel Correia Rosa Miguel de Matos

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

Orientador:

Professor Doutor Manuel António Pita, Professor Auxiliar

ISCTE – Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa

Setembro, 2017

## **Agradecimentos**

Neste novo desafio que agora se encontra perto de terminar não poderia deixar de agradecer a todos os que, de alguma forma ou de outra, me apoiaram na realização da presente dissertação.

Um primeiro agradecimento ao Professor Doutor Manuel António Pita que insistentemente procurou acompanhar a realização da dissertação, e pelo seu apoio até ao último momento.

Em segundo lugar, um agradecimento ao João Pedro pelas horas que deixei de lhe dedicar para que as mesmas (muitas!) fossem gastas no estudo e na escrita da dissertação.

Por fim, agradeço aos meus pais por terem sempre, ao longo de toda a minha vida, insistido, investido e apoiado a minha vida académica que agora finaliza mais uma etapa.

## RESUMO

O mercado de valores mobiliários deve ser pautado pela sua eficiência, integridade, transparência e igualdade de acesso à informação. Todos estes valores são postos em causa com as situações de abuso de mercado, como é exemplo o crime de abuso de informação privilegiada.

O ilícito de *insider trading* ocorre quando uma pessoa que dispõe de informação privilegiada utiliza essa informação ao adquirir ou alienar, por sua conta ou por conta de um terceiro, direta ou indiretamente, instrumentos financeiros a que essa informação diz respeito, obtendo para si um benefício indevido a partir da informação privilegiada em detrimento de terceiros que desconhecem tal informação. Esta prática ilícita resulta na fragilização da integridade dos mercados financeiros e da confiança dos investidores.

Por forma a garantir a integridade dos mercados e confiança dos agentes que lá atuam, a prática do crime de abuso de informação privilegiada deve ser censurada e, como consequência, ser aplicadas as devidas sanções.

**Palavras-chave:** informação privilegiada; crime de abuso de informação privilegiada, *insider trading*, mercados de valores mobiliários, igualdade, responsabilidade, administradores.

## **ABSTRACT**

The financial market should be guided by its efficiency, integrity, transparency and equal access to information. All these values are called upon question by situations of market abuse, such as the crime of insider trading.

The illicit of insider trading occurs when a person possesses inside information and uses that information by acquiring or disposing of, for its own account or for the account of a third party, directly or indirectly, financial instruments to which that information relate, obtaining for himself an undue benefit from the inside information to the disadvantage of third parties who are unaware of such information. This illicit practice results in the weakening of the integrity of financial markets and investor confidence.

In order to ensure the integrity of the markets and the trust of the acting agents, the practice of insider trading crime should be censored and, as a consequence, sanctions should be applied.

**Keywords:** inside information; crime of insider trading, insider trading, securities markets, equality, liability, board members.

## ÍNDICE

Introdução .....	1
Sistematização – Delimitação do Objeto.....	3
Capítulo I – O Abuso de Informação Privilegiada: crime de mercado. ....	5
<i>Secção I</i> – A criminalização do abuso de informação privilegiada. ....	5
(i) Fundamento: o mercado de valores mobiliários e o princípio de <i>market equalitarism</i> . ....	5
(ii) A evolução do regime vigente: <i>uma nota histórica-legislativa introdutória</i> . ....	11
<i>Secção II</i> – O quadro legal e o tipo de crime.....	15
(i) A necessidade de uniformização.....	15
(ii) O quadro legal atual – esquematização .....	17
Capítulo II – Análise da definição de “informação privilegiada” e contornos legais .....	19
<i>Secção I</i> - Definição de “informação privilegiada”. ....	19
(i) Caráter não público da informação. ....	21
(ii) Caráter preciso da informação. ....	22
(iii) Caráter específico da informação. ....	24
(iv) Caráter <i>price-sensitive</i> da informação. ....	25
<i>Secção II</i> - O âmbito de aplicação subjetiva: remissão. ....	26

Capítulo III – A atuação para efeitos de crime de abuso de informação privilegiada ....	27
<i>Secção I</i> – A conduta censurável.....	27
<i>Secção II</i> – O <i>Insider</i> : definição. ....	30
<i>Secção III</i> – Transmissão ilícita de informação privilegiada e condutas legítimas .	35
(i) Transmissão ilícita de informação privilegiada .....	35
(ii) Condutas legítimas.....	36
Capítulo IV – A questão dos administradores como <i>insiders</i> primários .....	38
<i>Secção I</i> – Os administradores como <i>insiders</i> primários: discussão e deveres .....	38
(i) Dever de administrar com diligência .....	41
(ii) Dever de cuidado.....	42
(iii) Dever de lealdade .....	42
<i>Secção II</i> – A responsabilidade dos órgãos sociais e o dever de indemnizar.....	43
Capítulo V – Medidas Preventivas .....	51
<i>Secção I</i> - O papel da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.....	51
<i>Secção II</i> - As medidas preventivas .....	53
(i) Listas de <i>Insiders</i> .....	54
(ii) Comunicação de Operações .....	57
Conclusão .....	63
Referências Bibliográficas.....	65

## **GLOSSÁRIO DE SIGLAS**

**Al./als** – Alínea/Alíneas

**Ac.** – Acórdão

**Art.** – Artigo

**CC** – Código Civil

**CEE** – Comunidade Económica Europeia

**Cfr.** – Conforme

**CVM** – Código dos Valores Mobiliários

**CMVM** – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

**CSC** – Código das Sociedades Comerciais

**CP** – Código Penal

**Ed.** – Edição

**ESMA** – Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados

**Ex.** – Exemplo

**i.e.** – isto é

**MAD** – Market Abuse Directive

**Ob. cit.** – Obra citada, com descrição bibliográfica em “Referências Bibliográficas”.

**p.** – Página

**pp.** – Páginas

**Proc.** – Processo

**S.A.** – Sociedade(s) Anónima(s)

**SEA** – Securities Exchange Act of 1934

**SEC** – U. S. Securities and Exchange Commission

**Seg./segs.** – Seguinte/seguintes

**UE** – União Europeia

**V.** – Vide

**Vol.** - Volume

*Insider trading, moreover, is held to be morally suspect not because its overall value to the society is denied but because many regard fairness, equality, a level playing field, the most important criteria for a morally decent marketplace.*

Tibor R. Machan

## INTRODUÇÃO

A presente dissertação é elaborada no âmbito do Mestrado em Direito das Empresas com especialização na área de Direito das Sociedades Comerciais, e versa sobre a temática do crime de abuso de informação privilegiada, internacionalmente conhecido como *insider trading*.

O estudo que ora nos propomos elaborar terá mais ênfase sobre o regime legal do crime de abuso de informação privilegiada, procurando detalhar o seu âmbito e as consequências nefastas deste tipo de criminalidade económica sobre os mercados de valores mobiliários e os agentes que lá operam.

Este tema sempre nos suscitou interesse dada a conjuntura atual de crise económica europeia (se não mundial) e a falta de confiança nos mercados de valores mobiliários, particularmente quanto ao seu regime no direito português. O interesse deve-se ao facto de se tratar de um crime que facilmente afeta as grandes estruturas económicas nacionais e internacionais, sendo certo que as situações de abuso de mercado prejudicam a integridade dos mercados e abalam a confiança do público na comercialização dos próprios valores mobiliários.

Ainda assim, e não obstante o *insider trading* ser um crime mundialmente difundido e amplamente praticado (arriscamo-nos a dizer amplamente praticado em Portugal), certo é que a nível nacional são poucos os casos de crime de abuso de informação privilegiada investigados e condenados.

Este é um tema de grande sensibilidade e com grande limitação bibliográfica e doutrinal portuguesa, dificuldade esta que surgiu logo no início do estudo do tema e com a qual desde logo nos conformámos.

No decorrer da investigação, apercebemo-nos da entrada em vigor da Lei n.º 28/2017, de 30 de Maio que veio assim introduzir uma grande reforma na legislação dos crimes de

abuso de mercado pela criação de um regime uniforme a nível europeu e clarificação de conceitos fundamentais no combate e prevenção do *insider trading*.

Para o nosso estudo, esta reforma assumiu grande importância e obrigou-nos a rever profundamente o âmbito e a estrutura da presente dissertação, uma vez que se adaptou todo o direito português em matéria de abuso de informação privilegiada ao importante Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativo ao abuso de mercado. Esta adaptação forçou a alteração do regime existente no Código dos Valores Mobiliários e no Código das Sociedades Comerciais.

Face a estes desafios, procurámos incidir a presente dissertação sobre o regime do crime de abuso de informação privilegiada e as suas vicissitudes, decompondo-o e analisando-o nos seus pontos de maior interesse para o estudo a que nos propusemos.

## SISTEMATIZAÇÃO

### Delimitação do objeto

A presente dissertação versa sobre o regime do crime de abuso de informação privilegiada e as suas vicissitudes, pelo que nos propomos a decompô-lo e analisá-lo nos seus pontos de maior interesse para o estudo a que nos propusemos.

No Capítulo I, Secção I, abordaremos o crime de *insider trading* enquanto crime de mercado, explorando o mercado de valores enquanto fundamento para a sua criminalização. Abordamos igualmente a evolução do regime deste ilícito criminal numa breve sinopse histórica com origem nos EUA e desenvolvimento, para o que nos interessa, da experiência europeia.

A propósito da Secção II, faremos um enquadramento geral e legal do *insider trading* no ordenamento jurídico português, focando a nossa atenção para a uniformização do regime por força das diretivas e regulamento europeus.

No Capítulo II propomo-nos a analisar a definição de “informação privilegiada” e os seus demais contornos legais para efeitos jurídico-penais. Faremos a decomposição deste conceito e analisaremos as características que fazem deste tipo de informação, informação privilegiada.

Em seguida, no Capítulo III, procuraremos analisar as condutas ilícitas que são suscetíveis de consubstanciar o crime de abuso de informação privilegiada e, igualmente, as condutas que se afiguram legítimas na divulgação de informação privilegiada. Nessa sequência, iremos ainda entrar em detalhe no conceito de *insider*.

No Capítulo IV vamos abordar a questão dos administradores enquanto *insiders* primários na prática do abuso de informação privilegiada e o seu dever de indemnizar na

medida da vantagem realizada, oferecendo-nos para fazer uma análise ao disposto na legislação portuguesa sobre esta questão.

Por fim, dedicaremos o Capítulo V ao estudo das medidas de prevenção do crime de abuso de informação privilegiada que são impostas na legislação nacional por força da legislação europeia, bem como abordaremos os pontos mais fulcrais da atuação da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários enquanto entidade reguladora e de supervisão.

O trabalho de dissertação termina assim com a elaboração das conclusões relativamente ao âmbito do presente estudo.

A presente dissertação a que nos propomos desenvolver não pretende ser um manual detalhado referente ao crime de *insider trading*, mas sim um estudo sobre o regime legal deste tipo de ilícito no ordenamento jurídico português e no direito da união europeia que agora se vê mais uniformizado.

A uniformização europeia e solidificação do quadro regulatório comum deste ilícito criminal foram a razão de ser que nos levou a concluir por texto mais objetivo e de análise dos contornos legais do *insider trading*, a fim de compreender o seu alcance e consequências nos mercados de valores mobiliários, as suas vantagens e desvantagens, o seu tratamento no seio da atuação dos administradores das sociedades anónimas à luz do direito português e ainda as medidas a aplicar para a sua prevenção e sanção.

## CAPÍTULO I

### **O Abuso De Informação Privilegiada: *crime de mercado***

---

#### Secção I – A criminalização do abuso de informação privilegiada

- (i) Fundamento: o mercado de valores mobiliários e o princípio de *market equalitarism*

Os mercados de valores mobiliários enquanto espaços que se destinam a facilitar o encontro entre a oferta e a procura de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros, têm atualmente uma importância crescente. Essa importância decorre do grande fluxo de valores mobiliários em distribuição no mercado e do seu necessário valor económico.

Numa sociedade fortemente marcada pela crise, as empresas tendem a socorrer-se do mercado de capitais para, desse modo, conceder liquidez aos seus títulos emitidos e permitir a sua capitalização e valoração. Os mercados financeiros alimentam-se de informação. Informação essa que, necessariamente, conduz os investidores a tomar as suas decisões de investimento. Ora, o conhecimento da realidade e o aproveitamento dos conhecimentos certos colocam em vantagem certos investidores em detrimento de outros que, na realidade, não obtêm informação ‘no momento certo’.

O momento da divulgação da informação e a própria qualidade da mesma são aspetos que condicionam e orientam as decisões dos investidores, assim como a de outros agentes que operam no mercado de valores mobiliários.

Com efeito, uma vez divulgada, a informação condiciona as decisões dos agentes no mercado, refletindo efeitos significativos nos preços dos valores mobiliários. Dada a sua importância, a informação deve ser divulgada de forma transparente e igualitária, para que não sejam criadas injustiças e vantagens indevidas<sup>1</sup>. Pretende-se pois uma igualdade de oportunidades face às decisões de investimento nos mercados de valores mobiliários.

Assim, há uma constante procura de informação atempada de elementos que possam influir na decisão de investimento no mercado de capitais enquanto local privilegiado para a transação de valores mobiliários.

Por estas razões, de vantagem e desvantagem em relação às informações em constante movimento no mercado de valores mobiliários, a própria regulação do mercado torna-se um assunto de trato difícil. Desde logo, o sistema financeiro impõe condutas de estabilidade e transparência, assim como de confiança entre os agentes que atuam em mercados financeiros. Estas condutas deverão ser asseguradas e fiscalizadas pelas entidades reguladoras, tais como, em Portugal, pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), e a nível europeu pela ESMA<sup>2</sup>. O papel regulador da CMVM mostra-se essencial para o bom funcionamento do sistema do mercado de valores mobiliários, como se verá mais adiante.

---

<sup>1</sup> Miguel Matias, *Crime de Abuso de informação*, disponível em [http://www.fcblegal.com/xms/files/Vida\\_Judiciaria\\_-\\_Crime\\_de\\_Abuso\\_de\\_Informacao\\_Privilegiada.pdf](http://www.fcblegal.com/xms/files/Vida_Judiciaria_-_Crime_de_Abuso_de_Informacao_Privilegiada.pdf)

<sup>2</sup> A ESMA (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados) é uma autoridade independente da União Europeia que tem como missão a proteção do interesse público contribuindo para a estabilidade e a eficácia do sistema financeiro a curto, médio e longo prazos, em benefício da economia europeia e dos respetivos cidadãos e empresas, designadamente através da preparação de normas regulatórias e contribuir para práticas comuns de supervisão, podendo nomeadamente emitir pareceres às instituições da União Europeia e desenvolver orientações, recomendações e projetos de normas técnicas de regulamentação e de execução. Em Portugal, a CMVM colabora ativamente nos trabalhos da ESMA, tanto ao nível da participação no Conselho de Supervisores da ESMA como dos respetivos comités permanentes e grupos de trabalho.

Necessariamente, os mercados encontram-se em constante e rápida mudança, carecendo de regulamentação que acompanhe o ritmo da sua própria mudança e dos inerentes avanços tecnológicos. A par deste ritmo crescente, terá de ser garantida a proteção dos investidores de modo a assegurar a estabilidade do próprio sistema financeiro.

Tanto assim é que a regulação do sistema financeiro prossegue determinados objetivos, tais como a manutenção da estabilidade sistémica, a manutenção da segurança e solidez do sistema financeiro e ainda a proteção do investidor.

Ora, um mercado financeiro eficiente, integrado e transparente exige a integridade do mercado<sup>3</sup>. Mais assim é na medida em que o bom funcionamento dos mercados e a confiança do público nos mesmos afiguram-se como condição essencial do crescimento económico e da própria prosperidade.

Uma regulação eficiente dos serviços e dos mercados financeiros mostra-se crucial para todo o espaço europeu, uma vez que estes impulsionam o crescimento económico que, especialmente em Portugal, tem importância vital<sup>4</sup>.

Não obstante a regulação que tem vindo a ser criada em torno da proteção dos mercados financeiros, nomeadamente na partilha de informação essencial, tem emergido como crime de mercado, o abuso de informação privilegiada. Certo é que as situações de abuso de mercado prejudicam a integridade dos mercados e abalam a confiança do público nos próprios valores mobiliários.

---

<sup>3</sup> Considerando (2) do Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativo ao abuso de mercado.

<sup>4</sup> Neste sentido, Teixeira dos Santos, Fernando, *Avaliação Geral e Perspectivas de Regulação do Mercado de Capitais*, A Regulação Financeira em Portugal num Mercado em Mudança Centro Cultural de Belém 15 e 16 de Novembro de 2001, disponível em [http://www.fep.up.pt/docentes/ftsantos/interven%C3%A7%C3%B5es/Regula%C3%A7%C3%A3o\\_CCB15Nov01.pdf](http://www.fep.up.pt/docentes/ftsantos/interven%C3%A7%C3%B5es/Regula%C3%A7%C3%A3o_CCB15Nov01.pdf).

Na origem deste crime encontram-se comportamentos decorrentes da utilização de informações que não são divulgadas à generalidade dos investidores, mas sim a um grupo restrito de pessoas.

Ora, a expressão ‘*insider trading*<sup>5</sup>’ significa comércio interior. Não se trata de um simples ato de comércio mas sim uma comercialização praticada por um sujeito situado numa posição especial<sup>6</sup>, denominado ‘*insider*’. Esta comercialização concretiza-se em compras e vendas de valores mobiliários fundamentadas em informação relevante não disponível para todos os investidores, e cujo conhecimento coloca quem a sabe em posição vantajosa sobre os demais.

Em termos muito práticos, estamos perante um crime de abuso de informação privilegiada quando alguém usa, no mercado de valores mobiliários, uma informação economicamente relevante a que teve acesso por uma via privilegiada, antes de a generalidade dos intervenientes no mercado a poderem conhecer, com benefício desse conhecimento prévio.

A característica fundamental e definidora do abuso de informação privilegiada é a obtenção de um benefício indevido a partir de informação privilegiada em detrimento de terceiros que desconhecem tal informação, fazendo com que a integridade dos mercados financeiros e da confiança dos investidores fique fragilizada.

Como se verá mais adiante, a proibição do abuso de informação privilegiada deverá ser aplicada quando a pessoa que dispõe dessa informação retira um benefício indevido da vantagem obtida com essa informação, concretizando, com base na mesma, operações no mercado de aquisição ou alienação, cancelamento ou alteração,

---

<sup>5</sup> Gomes, Fátima, “*Insider Trading*” – Relatório de Mestrado em Ciências Jurídico-Comerciais, Valadares: APDMC, 1996, p. 7, refere que ‘*insider trading*’ não será a expressão mais adequada para descrever este tipo de comportamentos reprováveis.

<sup>6</sup> Gomes, Fátima (1996), *ob. cit.* p. 7

incluindo sob a forma tentada, por sua conta ou por conta de terceiros, direta ou indiretamente, de instrumentos financeiros a que essa informação respeite<sup>7</sup>.

De modo a manter a integridade dos mercados e a confiança das entidades que aí colaboram, o Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014<sup>8</sup> vem assim estipular determinadas condutas que são vedadas à luz da proibição de abuso de informação. Trata-se da disposição geral de proibição de abuso de informação privilegiada e de transmissão ilícita de informação privilegiada, nos termos do artigo 14.º do Regulamento. Descortinamos já a estipulação de proibição de cometer ou tentar cometer abuso de informação privilegiada; a proibição de recomendar que alguém cometa abuso de informação privilegiada ou induzir alguém a cometer abuso de informação privilegiada; e ainda a proibição de transmitir ilicitamente informação privilegiada.

Assim, a regulação do crime de abuso de informação privilegiada surge da necessidade de prevenir este tipo de comportamentos oportuníssimos baseados na assimetria da informação<sup>9</sup> obtida. Este crime torna-se prejudicial para os investidores que acederam à informação em momento posterior e, por isso, não beneficiaram das

---

<sup>7</sup> Considerando (23) do Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativo ao abuso de mercado.

<sup>8</sup> Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, que estabelece um quadro regulatório comum em matéria de abuso de informação privilegiada, transmissão ilícita de informação privilegiada e manipulação de mercado (abuso de mercado), bem como medidas para evitar o abuso de mercado, a fim de assegurar a integridade dos mercados financeiros na União e promover a confiança dos investidores nesses mercados, e que procedeu à alteração ao Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, e ao Decreto-Lei n.º 357-C/2007, de 31 de outubro.

<sup>9</sup> Carvalho, Francisco Proença e Loureiro, Filipa, “*O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading), em especial a questão dos administradores como insiders primários, quando actuam em representação da sociedade*”, Publicação Actualidad Jurídica Uría Menéndez, n.º 27, 2010.

vantagens inerentes ao conhecimento prévio da informação sendo, igualmente, prejudicial para os próprios acionistas e entidade emissora.

Este tipo de comportamento é merecedor de reprovação social no sistema norte-americano, e na generalidade dos países europeus.

Com efeito, o sistema jurídico português vem proibir a transmissão da informação economicamente importante enquanto esta não for tornada pública, uma vez que, antes de o ser, a informação tem-se por restrita. Uma vez tornada pública, a informação encontra-se acessível a todos os agentes de mercado, nomeadamente aos investidores, em situação de igualdade, pressupondo-se que a mesma foi tornada pública para todos ao mesmo tempo. Se assim não ocorrer e alguns agentes de mercado, através da sua posição na negociação ou mediante informação que receberam de terceiros, acederem à informação em causa antes da generalidade dos restantes agentes de mercado, poderemos estar perante um caso de abuso de informação privilegiada.

Este tipo de condutas vem perturbar o normal e correto funcionamento do mercado de capitais, pondo em risco a sua eficiência e credibilidade, sendo suscetível de originar vantagens ilegítimas para uns, e posições desvantajosas e até prejudiciais para outros.

Assim, dir-se-á que a criminalização do abuso de informação privilegiada visa proteger, primeiramente, *i*) a confiança dos acionistas, constituindo uma extensão do dever de lealdade, nos termos do art. 64.º, n.º1, b) do Código das Sociedades Comerciais, e, em segunda linha, *ii*) induz a um funcionamento mais eficiente dos mercados, diminuindo os custos de capital<sup>10</sup>.

O princípio de *market igualitarismo*, enquanto condição fundamental de sobrevivência e desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários, procura

---

<sup>10</sup> Matias, Miguel, *Crime de abuso de informação privilegiada*, Vida Judiciária, Março/Abril 2015, disponível em [http://www.fcblegal.com/xms/files/Vida\\_Judiciaria\\_-\\_Crime\\_de\\_Abuso\\_de\\_Informacao\\_Privilegiada.pdf](http://www.fcblegal.com/xms/files/Vida_Judiciaria_-_Crime_de_Abuso_de_Informacao_Privilegiada.pdf).

dispor os investidores em posição de igualdade entre si, face à informação de que dispõem.

As condutas tendentes à prática de *insider trading* não podem passar despercebidas sem a conseqüente punição legal, como se verá adiante.

(ii) A evolução do regime vigente: uma nota histórica-legislativa introdutória

A regulação do *insider trading* foi fortemente demarcada no direito norte-americano desde a segunda metade do séc. XX. Podemos afirmar que este é o berço da regulação do *insider trading* muito em parte devido á crise de 1929, *i.e.* o *crash* da Bolsa de Nova Iorque. Nesse período de consciencialização da volatilidade dos mercados financeiros começaram a surgir as primeiras legislações federais sobre a sua regulação, nomeadamente, através do *Securities Act de 1933* e do *Securities Exchange Act of 1934*<sup>11</sup>.

O ilícito criminal do abuso de informação privilegiada nos EUA continua a ser regido pelo SEA of 1934 ou “”, mais concretamente na Sec. 10. *Regulation of the Use of Manipulative and Deceptive Devices* e Sec. 16, b) SEA<sup>12</sup>.

A regulação do *insider trading* do contexto europeu surgiu mais tardiamente com a Diretiva 89/592/CEE do Conselho, de 13 de Novembro que, com o decurso do tempo se veio a mostrar insuficiente e ultrapassada. Por esse motivo, em 2003, foi adotada a Diretiva 6/2003/CE do Conselho, de 28 de Janeiro de 2003 que pretendia

---

<sup>11</sup> Trata-se de um documento extenso, dividido por 39 Sec.’s, que regula e disciplina a negociação em mercado e funcionamento dos próprios mercados de valores mobiliários.

<sup>12</sup> Para mais aforamentos sobre o tratamento do *insider trading* nos EUA, v., Miragaia Da Silva, Bárbara, “*Insider Trading – A Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anónimas pelo crime de Abuso de Informação Privilegiada*”, Dissertação de Mestrado em Direito das Empresas – Especialização em Direito das Sociedades Comerciais, Setembro, 2015, p. 18 ss.

uma harmonização europeia em matéria de crimes de abuso de mercado. Esta diretiva ficou conhecida como a Diretiva MAD<sup>13</sup>.

Mais recentemente, em 2014, assistimos a nova reforma do regime europeu pela entrada em vigor da nova Diretiva MAD, a Diretiva 2014/57/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Abril de 2014, relativa Às sanções penais aplicáveis ao abuso de mercado. A par desta Diretiva, foi ainda adotado o Regulamento (UE) n.º 596/2014 que veio revogar a primeira Diretiva MAD.

O Regulamento (UE) n.º 596/2014, como se verá mais adiante a propósito da Secção II do presente Capítulo, surgiu da necessidade de estabelecer um quadro jurídico europeu mais uniforme e sólido relativo ao abuso de mercado com o objetivo, por um lado, de preservar a integridade do mercado e assegurar a responsabilização dos agentes que pratiquem crimes de mercado. Por outro lado, esta norma vem assegurar aos agentes de mercado mais segurança jurídica na igualdade de acesso à informação, tal como preconizado pela Diretiva MAD.

Com a adoção destas duas normas, o quadro jurídico europeu ficou mais sólido no combate aos crimes de mercado, pretendendo com esta uniformização que os Estados Membros reforcem igualmente as suas legislações nesta matéria.

Também em Portugal, no período da segunda metade do séc. XX, se começou a regular o crime de abuso de mercado, ainda que de forma ligeira.

Refira-se, contudo, que a regulamentação dos mercados nacionais teve um início mais reativo do que proativo, uma vez que a necessidade de regulamentação nasceu consoante os acontecimentos com que os mercados se deparavam<sup>14</sup>.

Com efeito, os mercados estão em constante mudança, pelo que carecem de regulamentação atualizada e que acompanhe os avanços do mercado, procurando,

---

<sup>13</sup> *Market Abuse Directive* – MAD, ou em português, Diretiva do Abuso de Mercado.

<sup>14</sup> Carvalho, Francisco Proença e Loureiro, Filipa, (2010), *ob. cit.* e Teixeira dos Santos, Fernando (2001) *ob. cit.*, p.4.

continuamente, a proteção dos investidores e a necessária estabilidade e transparência do sistema financeiro.

No século XX assistimos a um enorme desenvolvimento e procura do mercado de valores mobiliários, levando à criação e aprovação do Regimento do Ofício do Corretor que previa a existência de uma categoria de corretores dedicados, exclusivamente, à intermediação de negócios com valores. Igualmente, veio a ser aprovado do Regulamento da Bolsa que admitia a especificidade jurídica do mercado de valores mobiliários, deixando este de vigorar como um segmento das bolsas de valores. Estes dois documentos legais estiveram em vigor durante (uns incríveis) setenta e três anos.

Face aos progressos económicos da década de 60 e 70, surgiu a necessidade de corrigir o desajuste entre as estruturas obsoletas da Bolsa de Valores de Lisboa através do Decreto-Lei n.º 8/74, que veio reformar a orgânica e as regras das bolsas de valores.

Não obstante, após a crise bolsista de 1987, a credibilidade no mercado nacional afunda-se e surgiu, na tentativa de a recuperar, a figura do Auditor-Geral do Mercado de Títulos, cuja função era a de supervisionar os agentes do mercado. Criou-se ainda o Conselho Nacional das Bolsas de Valores, ficando este encarregue de informar e aconselhar o Ministro das Finanças relativamente a assuntos do mercado de valores mobiliários.

A realidade económica após a adesão de Portugal à Comunidade Económica Europeia (CEE) obrigou a uma nova revisão as estruturas regulamentares dos mercados de valores mobiliários tendo sido criada, em junho de 1988, uma secção especializada, visando estudos que concluíram com a criação e aprovação do Código do Mercado de Valores Mobiliários em abril de 1991. Esta legislação veio acolher a generalidade das indicações da Diretiva 89/592/CEE de 13 de Novembro. Foi este um dos momentos mais marcantes do mercado dos valores mobiliários no que respeita à

matéria da informação, uma vez que foi adotado o princípio do *full disclosure* a par do enquadramento sancionatório dos crimes de mercado.

Mais tarde, o Código do Mercado de Valores Mobiliários, aprovado em 1991, veio a mostrar-se desajustado face à globalização dos mercados de valores, impondo a necessidade de criação de uma regulamentação mais flexível, dando assim origem a um novo Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro. Este novo código procurou concretizar cinco ideais: codificar, simplificar, flexibilizar, modernizar e internacionalizar<sup>15</sup>.

Após sucessivos ajustes, eis que surge o crime de abuso de informação privilegiada previsto e punido nos termos do artigo 378.º do Código dos Valores Mobiliários (CdVM). A sua disposição legal encontra-se inserida no Título VIII – Crimes e Ilícitos de Mera Ordenação Social, Capítulo I – Crimes, Secção I – Crimes Contra o Mercado.

Não obstante os progressivos avanços na regulamentação dos crimes de mercado, em especial, o crime de abuso de informação privilegiada, a sua responsabilidade e natureza ilícita já se encontrava regulada nos termos e para os efeitos dos arts. 449.º do Código das Sociedades Comerciais (CSC), relativamente aos administradores das sociedades anónimas. O art. 524.º, que veio a ser revogado aquando a aprovação do CdVM em 1991, tipificava já o crime de abuso de direito.

Mais recentemente foi aprovada a Lei n.º 28/2017, de 30 de Maio, que veio introduzir uma grande reforma na legislação dos crimes de mercado, criando assim um regime uniforme de regras e clareza dos conceitos fundamentais subjacentes, como se verá a propósito da Secção seguinte.

---

<sup>15</sup> Como refere Fernando Teixeira dos Santos, *ob. cit.*, p. 6.

## Secção II – O quadro legal e o tipo de crime

### (i) A necessidade de uniformização

A criminalização do *insider trading* parte da necessidade de prevenir comportamentos e atuações que se baseiem na desigualdade informativa e na falta de transparência dos mercados de valores mobiliários.

Até recentemente, o crime de abuso de informação privilegiada era previsto e punido nos termos do art. 378.º do Código dos Valores Mobiliários (CdVM), inserido no Título VIII – Crimes e Ilícitos de Mera Ordenação Social, Capítulo I – Crimes, Secção I – Crimes Contra o Mercado. Esta norma, com carácter penal, visava prevenir e reprimir a prática de *insider trading*. A par desta disposição, tínhamos ainda o disposto nos arts. 248.º e ss do CdVM e, relativamente às sociedades anónimas e à responsabilidade dos seus órgãos de administração e fiscalização, o art. 449.º do CSC.

Não obstante a existência destas disposições legais por transposição das diretivas europeias<sup>16</sup>, o regime relativo ao abuso de mercado continuava, em Portugal, a ser sumariamente integrado e aplicado. Razão pela qual, foi então aprovada a Lei n.º 28/2017, de 30 de Maio, que pretende introduzir uma reforma na legislação dos crimes de abuso de mercado pela criação de um regime uniforme e clarificação de conceitos fundamentais.

Esta lei vem rever o regime sancionatório do direito dos valores mobiliários, transpondo em especial, a Diretiva 2014/57/UE, do Parlamento e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada, e parcialmente a Diretiva 2013/50/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de Outubro de 2013.

---

<sup>16</sup> Conforme referido *supra* a propósito das Diretivas MAD.

A grande novidade é que adaptou, igualmente, o direito português ao importante Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Abril de 2014, relativo ao abuso de mercado, (e respetiva Diretiva de Execução (UE) 2015/2392, da Comissão, de 17 de Dezembro de 2015), procedendo à alteração ao Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, e ao Decreto-Lei n.º 357-C/2007, de 31 de Outubro.

A transposição do Regulamento (UE) n.º 596/2014 é de grande importância, uma vez que é para este diploma que as disposições sobre a matéria do abuso de mercado na legislação nacional remetem, e porque foi este o diploma que atendeu aos desenvolvimentos registados, desde a entrada em vigor da Diretiva MAD (Diretiva 2003/6/CE), dos mercados e que deram origem a mudanças significativas no panorama financeiro. Aquando da sua aprovação, o Regulamento veio garantir, não só a uniformidade das regras e a clareza dos conceitos fundamentais aplicáveis em todos os Estados-Membros, cujos obstáculos decorrem das divergências entre legislações nacionais, mas também um quadro mais uniforme e mais sólido, a fim de preservar a integridade do mercado, evitar a possibilidade de arbitragem regulatória e assegurar a responsabilização no caso de tentativa de manipulação, bem como assegurar aos participantes no mercado mais segurança jurídica e menos complexidade regulamentar, contribuindo de forma determinante para o bom funcionamento do mercado interno<sup>17</sup>.

É possível afirmar que a problemática de averiguar se uma pessoa infringiu a proibição do abuso de informação privilegiada ou tentou cometer abuso de informação privilegiada deverá ser analisada segundo o objetivo do Regulamento (UE) n.º 596/2014, que consiste principalmente na proteção da integridade do mercado financeiro e no reforço da confiança dos investidores, através da garantia de

---

<sup>17</sup> Considerandos (3) e (4) do Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativo ao abuso de mercado.

que os investidores se encontram em posição igual e protegidos da utilização ilícita de informação privilegiada.

(ii) O quadro legal atual – esquematização

O quadro legal que temos hoje em matéria de abuso de informação privilegiada mostra-se mais completo e uniformizado do que o regime que vigorava até recentemente, leia-se, Junho de 2017.

De uma forma mais generalista, com a entrada em vigor da Lei n.º 28/2017, praticamente todas as disposições relativas a esta matéria presentes no CdVM e no CSC vão remeter agora para o Regulamento (UE) n.º 596/2014. Deixamos assim de ter a sistematização do abuso de informação privilegiada consagrada unicamente no nosso ordenamento jurídico, sendo por isso necessária a concretização das disposições legais através do Regulamento.

Assim, o art. 248.º, n.º 1 CdVM, remete para o art. 14.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014, base legal para a proibição de abuso de informação privilegiada e de transmissão ilícita de informação privilegiada.

O regulamento europeu vem assim estipular determinadas condutas que são vedadas à luz da proibição de abuso de informação. Assim, é proibido:

“(…)

*i) Cometer ou tentar cometer abuso de informação privilegiada;*

*ii) Recomendar que alguém cometa abuso de informação privilegiada ou induzir alguém a cometer abuso de informação privilegiada; ou*

*iii) Transmitir ilicitamente informação privilegiada.”*

Entendemos que, face às novas alterações introduzidas em matéria de *insider trading* no ordenamento jurídico português, seria vantajoso para o presente estudo proceder desde já a uma esquematização do quadro legal aos olhos da nova legislação:

	<u>Na legislação nacional:</u>	<u>No Regulamento (UE)</u>
	<u>CdVM</u>	<u>n.º 596/2014</u>
O conceito de <i>informação privilegiada</i>	Artigo 378.º, n.º 4	Artigo 7.º
O conceito de <i>abuso de informação privilegiada</i>	Artigo 378.º	Artigo 8.º
O conceito de <i>insider</i>	Artigo 378.º, n.º 1	Artigo 8.º
A proibição de abuso de informação privilegiada	Artigo 248.º	Artigo 14.º
A transmissão ilícita de informação privilegiada	Artigo 248.º, n.º 1.	Artigo 10.º
As condutas legítimas	Artigo 248.º	Artigo 9.º
A prevenção de abuso de mercado	Artigo 248.º-A e 248.º-B	Artigo 16.º
As listas de <i>insiders</i>	Artigo 248.º-A, n.º 7 ss	Artigo 18.º
A comunicação das operações de dirigentes	Artigo 248.º-B	Artigo 19.º

## CAPÍTULO II

### Análise da definição de “informação privilegiada” e contornos legais

#### Secção I - Definição de “informação privilegiada”.

O disposto do n.º 3 do art. 378.º CdVM vinha assim definir o que se entende por ‘informação privilegiada’ para efeitos de relevância jurídico-penal.

Assim,

*“Entende-se por informação privilegiada toda a informação não tornada pública que, sendo precisa e dizendo respeito, directa ou indirectamente, 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.”.*

A Lei n.º 28/2017, 30/05 veio introduzir alterações nesta disposição legal, figurando a mesma no n.º 4 do art. 378.º, nomeadamente pelo acréscimo na parte final do texto do seguinte *“(…) para influenciar de maneira sensível o seu preço no mercado, nos termos do Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, e respetiva regulamentação e atos delegados.”.*

Consultando o Regulamento neste sentido, encontramos no disposto do seu artigo 7.º a caracterização dos diferentes tipos de informação privilegiada que, na verdade, vem de harmonia com o sentido da disposição *supra* transcrita.

Veja-se,

Interessa-nos, em especial para o nosso estudo, a alínea a) do seu n.º 1 que passamos a transcrever com sublinhado nosso:

(...) 1. Para efeitos do presente regulamento, a informação privilegiada engloba os seguintes tipos de informação:

a) *A informação com carácter preciso, que não tenha sido tornada pública e diga respeito, direta ou indiretamente, a um ou mais emitentes ou a um ou mais instrumentos e que, caso fosse tornada pública, seria idónea para influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados;(...).*

Mais acrescenta no n.º 5 do art. 378.º, que também constitui informação privilegiada a informação relacionada com ordens pendentes sobre valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros e que tenha sido transmitida por clientes de intermediários financeiros e que, no mesmo sentido, “*não seja pública, tenha carácter preciso e esteja direta ou indiretamente relacionada com emitentes ou com instrumentos financeiros, a qual, se lhe fosse dada publicidade, seria idónea para influenciar de maneira sensível o seu preço ou o preço dos contratos de mercadorias à vista conexos*”.

Numa análise sumária às duas primeiras disposições transcritas, evidenciam-se determinadas características da informação privilegiada, tais como a necessidade da informação não ser do conhecimento geral porquanto não é pública, o carácter preciso da informação, o facto de a informação ter que dizer respeito a determinado valor mobiliário ou instrumento financeiro e, ainda, a sua capacidade de influenciar de maneira sensível o preço dos títulos no mercado. Estes são conceitos que, necessariamente carecem de concretização, como se verá.

Ora, o texto do art. 378.º não se basta pela definição de informação privilegiada. Este artigo é uma norma de carácter penal que visa a prevenção e

repressão da prática de *insider trading* pelo que dispõe, igualmente, sobre quais as condutas proibidas adstritas ao crime de *insider trading*, assim como faz uma classificação sumária dos tipos de fontes da informação, ou seja, vem distinguir os *insiders* primários dos *insiders* secundários, como se verá adiante.

A regulação do abuso de informação privilegiada não se basta pelo CdVM. Encontramos nos arts. 449.º e 450.º do CSC, a tutela do tipo de crime referente aos membros do órgão de administração ou do órgão de fiscalização e a respetiva responsabilidade por indemnização aos prejudicados pela prática do crime de *insider trading*.

Com efeito, podemos retirar desta disposição legal quatro requisitos que qualificam determinada informação como informação privilegiada. Trata-se de conceitos, por vezes, de difícil determinação. São eles: *i*) a informação não pública, *ii*) a informação precisa, *iii*) a informação específica e *iv*) a informação idónea para influenciar de maneira sensível o preço de valores mobiliários no mercado.

Ora, em complemento ao disposto no art. 378.º do CdVM e da alínea a) do n.º 1 art.7.º do Regulamento, são então clarificados estes elementos do conceito de informação privilegiada.

Veja-mos,

(i) Caráter não público da informação

A informação é privada quando a mesma não é suscetível de ser conhecida pela generalidade das pessoas, uma vez que se encontra reservada a um grupo restrito. O caráter não público da informação privilegiada cessa quando a informação é divulgada e passa a ser conhecida pela generalidade, ou seja, quando é tornada pública. Também neste momento cessa o seu relevo jurídico-penal.

Face ao exposto, o abuso de informação privilegiada diz respeito à informação que se destina a ser divulgada, traduzindo-se a infração no seu uso antecipado face à data da divulgação.

Haverá aqui que precisar dois tipos de comportamentos. No primeiro, os agentes de mercado, com vista ao exercício da sua profissão, recolhem informação tendente à gestão de investimentos ou aconselhamento financeiro. No segundo, temos os agentes que consultam analistas que recebem a informação dos agentes típicos referidos no artigo 378.º, n.º 1, a) a d) do CdVM e que com essa informação, aconselham a negociação de títulos. Ora, na primeira situação estamos perante um caso de estudo dos mercados assente em informações do domínio público pelo que, nos termos da Diretiva 2003/6/CE, tal conduta não releva para efeitos do tipo legal de crime de abuso de informação privilegiada. Diferente é o segundo comportamento que, ao receber informação dos referidos agentes, encontra-se já no âmbito da prática do crime de *insider trading*.

(ii) Caráter preciso da informação

A aferição do caráter preciso da informação afigura-se bastante relevante para a definição do que é informação privilegiada.

Antes da entrada em vigor da Lei n.º 28/2017, de 30 de Maio a lei não densificava o conceito de informação precisa ou de informação com caráter preciso.

Ainda assim, era desde logo possível raciocinar no sentido de aferir que a informação é precisa se incidir sobre um facto ocorrido, existente ou razoavelmente previsível. *A contrario*, não estará em causa meros rumores ou especulações sobre a informação, nem tão pouco aquela que o agente usa por simples juízos ou valorações pessoais.

Já a propósito desta matéria, era possível referir a alteração do artigo 248.º do CdVM, operada por força do Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de Março, que transpôs para o ordenamento jurídico português as Diretivas n.º 2003/6/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de Janeiro, n.º 2003/124/CE, de 22 de Dezembro, n.º 2003/125/CE, de 22 de Dezembro e n.º 2004/72/CE, de 29 de Abril, todas estas da Comissão, que vinha dar conta que, onde anteriormente se exigia a ocorrência de um facto na esfera de atividade do emitente, passou a exigir, que a informação tenha carácter preciso. Desde logo se remete para a necessidade de que a informação se fundamente em elementos concretos, “*reportando-se a uma realidade minimamente identificada*”<sup>18</sup>, ou seja, que assuma uma consistência mínima<sup>19</sup>.

Atualmente, com o Regulamento (UE) n.º 596/2014, temos já uma concretização desde conceito de informação de carácter preciso no n.º 2 do seu artigo 7.º. Assim, e para efeitos do disposto no n.º 1 do artigo, considera-se que uma informação possui um carácter preciso se “*(...) fizer referência a um conjunto de circunstâncias existentes ou razoavelmente previsíveis ou a um acontecimento já ocorrido ou razoavelmente previsível e se essa informação for suficientemente específica para permitir retirar uma conclusão quanto ao eventual efeito desse conjunto de circunstâncias ou acontecimentos a nível dos preços dos instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados (...)*”.

No caso de se tratar de um processo continuado no tempo destinado a concretizar ou provocar uma determinada circunstância ou acontecimento, esta disposição legal vem ainda estipular que não só essa circunstância ou acontecimento futuros podem constituir informação com um carácter preciso, como também os passos

---

<sup>18</sup> Carvalho, Francisco Proença e Loureiro, Filipa, (2010), *ob. cit.*, p. 115.

<sup>19</sup> Matias Santos, Filipe, “*O Carácter Preciso da Informação Privilegiada – anotação ao Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, 3.ª secção, Processo n.º 3945/06.OTFLSB*”, p. 164.

intermédios desse processo que estão relacionados com a concretização dessa circunstância ou acontecimento futuros.

Assim, para que a informação tenha carácter preciso, não tem que ser precisa ou completa ou definitiva; terá antes que possuir um grau de concretização que permita que a mesma seja utilizada<sup>20</sup>.

(iii) Carácter específico da informação

A especificidade da informação implica que a informação, além de precisa, deve referir-se, direta ou indiretamente, a certa realidade, ou seja, deve referir-se a um emitente, a factos internos deste, ou a determinados valores mobiliários ou instrumentos financeiros.

Caberá saber se a expressão de ‘direta ou indiretamente’ se reporta, igualmente, à chamada *market information*. Ora, pela análise do conceito de informação privilegiada, a expressão parece querer alargar o próprio conceito de informação privilegiada, abrangendo, igualmente, a informação sobre o mercado e não unicamente a informação que versa sobre os emitentes ou valores emitidos por estes.

---

<sup>20</sup> Frederico de Lacerda da Costa Pinto, refere a necessidade da informação se reportar à descrição de uma realidade que uma “consistência mínima”, excluindo rumores ou vozes de mercado sem qualquer substancia, gerados por pessoas que não o próprio emitente e que não resultem de quebras de confidencialidade deste. Vide, da Costa Pinto, Frederico de Lacerda, *O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Códigos dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2000, p.76.

Frequentemente exemplifica-se o carácter preciso da informação privilegiada com o caso da preparação de uma OPA, no qual todo o processo é globalmente considerado e, da mesma forma, cada fase isolada do mesmo pode ser considerada informação específica.

(iv) Caráter *price-sensitive* da informação

A idoneidade da informação para influenciar de maneira sensível o seu preço no mercado encontra-se fortemente ligada ao conceito económico de volatilidade dos próprios valores mobiliários, sendo esta a característica que origina as variações na cotação dos títulos.

O caráter *price-sensitive* da informação afere-se através da suscetibilidade de influência da informação sobre o preço dos valores em mercado numa perspetiva *ex ante*<sup>21</sup>, i.e., deve atender-se ao momento anterior ao da publicação da informação privilegiada. Quer isto dizer que, mediante um juízo de prognose, deve ter-se em conta o grau em que seria expectável que determinada informação surtisse efeito sobre os preços no mercado, no caso de ter sido divulgada no momento em que a informação foi utilizada e antes de ser do interesse público.

Esta suscetibilidade é determinada através do padrão do investidor razoável. É neste sentido que o n.º 4 do artigo 7.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014 vem definir a informação que, caso fosse tornada pública, seria idónea para influenciar de maneira sensível o preço dos instrumentos financeiros, dos instrumentos financeiros derivados, como o tipo de informação que um investidor razoável utilizaria normalmente para fundamentar em parte as suas decisões de investimento.

Está em causa um índice qualitativo e não uma alteração quantitativa da variação do preço de mercados dos títulos. Trata-se de uma previsão hipotética de alteração do fluxo negocial dos títulos, com impacto sensível na origem das suas cotações<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> Sendo este um ponto assente na Doutrina.

<sup>22</sup> Carvalho, Francisco Proença e Loureiro, Filipa, (2010), *ob. cit.*, p. 116.

Secção II - O âmbito de aplicação subjetiva: remissão

As pessoas que transmitem e usam a informação classificada de privilegiada são, necessariamente, a fonte da informação privilegiada. Em termos sistemáticos, estes agentes cabem nas categorias de *insiders* primários ou de *insiders* secundários, consoante o seu grau de conhecimento e atuação.

A propósito deste tema, dedicamos a Secção II do Capítulo III.

## CAPÍTULO III

### A atuação para efeitos de crime de abuso de informação privilegiada

#### Secção I – A conduta censurável

Para que o crime de abuso de informação privilegiada seja qualificável como tal, exige que o agente pratique determinadas condutas ilícitas, distintivas de outros crimes de mercado. Estas condutas foram já aqui apontadas a propósito da base legal para a proibição de abuso de informação privilegiada e de transmissão ilícita de informação privilegiada (art. 248.º, n.º 1 CdVM e art. 14.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014).

Assim, as condutas vedadas à luz da proibição de abuso de informação são, nos termos do direito europeu, a *i*) prática ou tentativa de cometer abuso de informação privilegiada; *ii*) a recomendação a alguém da prática abuso de informação privilegiada ou indução de alguém a cometer abuso de informação privilegiada; ou; *iii*) a transmissão ilícita de informação privilegiada.

Pretendemos no presente estudo analisar estas três condutas gerais que são proibidas porquanto consubstanciam a prática do ilícito de abuso de informação privilegiada, ainda que não o façamos pela ordem que expusemos *supra* ou de forma autónoma.

Estamos perante abuso de informação privilegiada quando uma pessoa que dispõe de informação privilegiada utiliza essa informação para posteriormente adquirir ou alienar, por sua conta ou mesmo por conta de um terceiro, ainda que direta ou indiretamente, instrumentos financeiros a que essa informação diz respeito. Este é o preceito do artigo 8.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014 que vem assim definir o crime de abuso de informação privilegiada.

Quando essa pessoa dispõe dessa informação praticar os atos ora descritos, presume-se que essa pessoa utilizou essa informação em seu benefício. Não obstante, esta presunção não prejudica os direitos de defesa do agente.<sup>23</sup>

A conduta do abuso de informação privilegiada não se basta com a utilização da informação para com ela adquirir ou alienar instrumentos financeiros. Considera-se igualmente abuso de informação privilegiada a conduta do agente em que usa a informação privilegiada para cancelar ou alterar uma ordem relativa a um instrumento financeiro a que essa informação diz respeito, caso a ordem tenha sido colocada antes de a pessoa em causa estar na posse da informação privilegiada.

A recomendação a alguém da prática abuso de informação privilegiada ou indução de alguém a cometer abuso de informação privilegiada é também uma prática censurável e proibida para efeitos do Regulamento (UE) n.º 596/2014.

Caberá agora especificar o âmbito da recomendação e indução de outra pessoa a cometer abuso de informação privilegiada. Nos termos do n.º 2 do artigo 8.º do Regulamento, recomendar ou induzir outra pessoa a cometer abuso de informação privilegiada ocorre, essencialmente em duas situações. São elas quando a pessoa possui informação privilegiada e *i*) recomenda ou induz, com base nessa informação, outra pessoa a adquirir ou alienar instrumentos financeiros a que essa informação diz respeito, ou, da mesma forma, *ii*) recomenda ou induz a outra pessoa a cancelar ou alterar uma ordem relativa a um instrumento financeiro a que essa informação diz respeito.

Podemos desde logo concluir que a recomendação ou indução de terceiros na prática de abuso de informação se espelha em dois grupos de condutas censuráveis: aquisição ou alienação e cancelamento ou alteração.

---

<sup>23</sup> Considerando (24) do Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativo ao abuso de mercado.

Não obstante, deve atender-se ao facto de que a utilização das recomendações ou induções apenas constitui abuso de informação privilegiada nas situações em que o terceiro que faz uso das mesmas sabendo que estas se baseiam em informação privilegiada. Por outras palavras, não haverá abuso de informação privilegiada por parte destes agentes se, recebendo recomendações ou induções e usando a informação daí decorrente, estes não saibam ou não tenham como saber que se baseiam em informação privilegiada.

Já no direito nacional, mais concretamente nos n.º 1, 2 e 3 artigo 378.º do CdVM, a legislação vem concretizar e elencar as condutas censuráveis na utilização da informação privilegiada e que são suscetíveis de punir o agente com pena de multa e de prisão à luz da legislação nacional.

Veja-mos,

As primeiras condutas censuráveis a destacar serão as de quem dispõe de informação privilegiada e a *i) transmite a alguém* fora do âmbito normal das suas funções ou, mesmo com base nessa informação, *ii) negoceie ou aconselhe alguém a negociar* em valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou *iii) 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.

Da mesma forma, é punido com pena de prisão até 5 anos ou com pena de multa quem, nas circunstâncias *supra* descritas, disponha de informação privilegiada e, com base nessa informação, *ordene ou aconselhe alguém a ordenar*, direta ou indiretamente, para si ou para outrem, *a modificação ou o cancelamento de uma ordem*.

Ainda que a situação em causa não se enquadre na descrição do n.º 1 do artigo 378.º do CdVM<sup>24</sup>, qualquer pessoa que tenha conhecimento de uma informação privilegiada e a transmita a outrem ou, com base nela venha a negociar ou aconselhar alguém a negociar em valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou ordene a sua subscrição, aquisição, venda, troca ou a modificação ou o cancelamento de ordem, direta ou indiretamente, para si ou para outrem, sujeita-se a punição com pena de prisão até 4 anos ou com pena de multa até 240 dias.

### Secção II – O Insider: definição

Como já referido anteriormente, as pessoas que transmitem e usam a informação privilegiada são consideradas a fonte da informação privilegiada, pelo que, estes são categorizados em *insiders* primários e *insiders* secundários, consoante o seu grau de conhecimento e atuação.

Tipicamente, o crime de *insider trading* encontra-se organizado em função de certas relações especiais de grupos de agentes com fontes de informação, chamados de *corporate insiders* e *temporary insiders*, na terminologia norte americana<sup>25</sup>, ou de qualquer pessoa que com aqueles agentes tenham essa relação especial. Assim, haverá um tratamento mais ou menos agravado consoante a maior proximidade com a fonte. Logicamente, serão *insiders* primários os que estão em primeira linha de proximidade e, em segunda linha, os *insiders* secundários ou *tipees*.

---

<sup>24</sup> “(...)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 respectivo 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;(...)”.

<sup>25</sup> Carvalho, Francisco Proença e Loureiro, Filipa, (2010), *ob. cit.*, p. 113.

Os *insiders* primários têm acesso à informação privilegiada pela sua necessária proximidade com a fonte, como bem se verá adiante a propósito dos titulares de órgãos de administração ou fiscalização do próprio emitente ou de titulares de participações sociais. Os *insiders* secundários serão os que não sendo primários, obtém essa informação através de um agente com as qualidades de *insider* primário e depois a utilizam.

Com a transição das diretivas sobre o abuso de mercado de 2006<sup>26</sup>, o regime do art. 378.º n.º 2 CdVM deixou de exigir que o conhecimento da informação chegasse ao agente através de uma fonte interna do emitente, sendo suficiente o seu conhecimento de que a informação é privilegiada, independentemente da fonte que lhe deu origem.

No sentido de definir o âmbito subjetivo do tipo de crime de *insider trading*, o art. 378.º vem no n.º 1 dispor do seguinte:

*“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 respectivo 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;*

---

<sup>26</sup> Ainda em 2006, a CMVM deu a conhecer um conjunto de entendimentos da autoridade de supervisão sobre o novo regime legal, incluindo o regime da divulgação e diferimento da informação privilegiada, bem como os comportamentos a adotar e a evitar pelos emitentes com valores admitidos à negociação em mercado regulamentado. No âmbito da iniciativa sobre o abuso de mercado, esses entendimentos foram revistos e divulgados em documento autónomo: cfr. *Entendimentos da CMVM sobre a divulgação de informação privilegiada por emitentes*, CMVM, 2008.

*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, directa ou indirectamente, para si ou para outrem, é punido com pena de prisão até 5 anos ou com pena de multa. (...)”.*

De forma semelhante, o n.º 4 do artigo 8.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014 vem definir o âmbito subjetivo do crime de abuso de informação privilegiada indicando, nomeadamente, o seguinte:

*(...)“4. O presente artigo aplica-se a qualquer pessoa que disponha de informação privilegiada em virtude de:*

- a) Ser membro dos órgãos de administração, direção ou fiscalização do emitente ou do participante no mercado de licenças de emissão;*
- b) Ter uma participação no capital do emitente ou do participante no mercado de licenças de emissão;*
- c) Ter acesso à informação por força do exercício da sua atividade, profissão ou funções; ou*
- d) Participar em atividades ilícitas.*

*O presente artigo aplica-se igualmente a qualquer pessoa que disponha de informação privilegiada em circunstâncias distintas das especificadas no primeiro parágrafo e quando essa pessoa saiba ou deva saber que se trata de informação privilegiada.*

5. *Quando a pessoa for uma pessoa coletiva, o presente artigo é igualmente aplicável, nos termos da legislação nacional, às pessoas singulares que participem na decisão de efetuar a aquisição ou alienação ou cancelamento ou alteração de uma ordem por conta da pessoa coletiva em causa.*”(...)

O disposto em ambos os artigos *supra* transcritos descreve determinados comportamentos penalmente proibidos.

De uma forma geral, quem tenha na sua posse informação privilegiada, encontra-se impedido de a transmitir, fora do âmbito normal das suas funções, bem como não pode utilizar essa informação para, com base nela, negociar, aconselhar alguém a negociar, ou ordenar, para si ou para outrem, direta ou indiretamente, a subscrição, venda ou troca de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros.

O disposto no n.º 1 do art. 378.º vem ainda abranger as situações em que as aquisições de valores mobiliários ou outros instrumentos são realizadas por uma pessoa singular para a carteira do próprio emitente.

Estes factos são penalmente tutelados ainda que cometidos na forma consumada ou na forma tentada, assim como em qualquer modalidade de participação nos termos dos arts. 22.º, 26º e 27.º do Código Penal.

Pela análise das transcrições *supra*, é possível concluir pela existência de uma especial proximidade de profissão ao crime de abuso de informação privilegiada. Quer isto dizer que as pessoas que por norma trabalham em ambientes *corporate*, onde existe suscetibilidade de tratamento e uso de informação privilegiada, são as que necessariamente são elegíveis enquanto sujeitos/agentes da prática de *insider trading*. Esta proximidade relaciona-se por força do exercício da profissão, através de vínculo laboral ou por prestação de serviços, tal como os agentes pertenceram aos órgãos sociais de administração de uma

sociedade que lide com mercados de valores e todo o seu ambiente envolvente, mas não só. Estas disposições legais vêm permitir aqui uma abertura para qualificação de *insiders*, bastando-se a participação em atividades ilícitas ou a obtenção da informação através de um facto ilícito ou que suponha a prática de um facto ilícito.

O abuso de informação privilegiada é um crime imputável apenas a pessoas singulares. Ainda que esteja em causa uma pessoa coletiva que disponha de informação privilegiada, o disposto do artigo 8.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014 é aplicável às pessoas singulares que participem na decisão de efetuar a aquisição ou alienação ou cancelamento ou alteração de uma ordem por conta da pessoa coletiva em causa.

Assim, a disposição *supra* transcrita como n.º 5 vem, e bem, responsabilizar as pessoas singulares que em nome e representação da pessoa coletiva, ordenaram a aquisição ou alienação/cancelamento ou alteração de uma ordem sobre valores mobiliários fazendo uso de informação privilegiada. E fará todo o sentido que assim seja pois são estes os agentes últimos a tomar decisões e, no fundo, a praticar o crime de *insider trading*.

Face ao exposto, resulta destas disposições a consagração das condutas penalmente típicas dos *insiders*, sendo o crime de abuso de informação privilegiada imputável a pessoas singulares e apenas a título doloso, nos termos do art. 13.º CP, pelo que existe um nexo causal entre a informação e a conduta ilícita. Todavia, a norma não se refere à exigibilidade do dolo, uma vez que, a imputação do crime a título de dolo enquanto elemento essencial da punibilidade do agente que pratica o facto, resulta das regras gerais previstas no CP<sup>27</sup>.

Deste modo, *a contrario*, o tipo incriminador do crime de *insider trading* não integra os casos de simples posse de informação ou de *non trading* com base em informação privilegiada. O primeiro caso poderia ter relevância penal apenas nos termos dos arts. 194.º

---

<sup>27</sup> Gomes, Fátima, “*Insider Trading*” – Relatório de Mestrado em Ciências Jurídico-Comerciais, Valadares: APDMC, 1996.

a 197.º CP, i.e., nos casos de acesso ilegítimo a segredos. Trata-se de casos de difícil prova. Mais, o comportamento não adquire relevância criminal caso não exista dolo em relação aos comportamentos tipificados na lei, uma vez que os tipos de ilícito em estudo são dolosos<sup>28</sup>.

Deixaremos para a Capítulo IV, em especial, o âmbito subjetivo regulado no artigo 449.º do CSC, referente aos membros do órgão de administração ou do órgão de fiscalização e a respetiva responsabilidade no crime de *insider trading*.

### Secção III – Transmissão ilícita de informação privilegiada e condutas legítimas

#### (i) Transmissão ilícita de informação privilegiada

Conforme já referido anteriormente, é proibida a transmissão ilícita de informação privilegiada, nos termos do art. 14.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014.

Existe transmissão ilícita de informação privilegiada quando uma pessoa dispõe de informação privilegiada e a transmite a qualquer outra pessoa. Não obstante esta premissa, não existe transmissão ilícita se a mesma ocorrer no exercício normal da sua atividade, profissão ou funções: é o que dispõe o texto do artigo 10.º do Regulamento.

Uma vez que se trata de informação, ou seja, algo de fácil transmissão, o legislador não deixou de parte as situações da transmissão subsequente de recomendações ou induções a terceiros que venham posteriormente, e com base nessa

---

<sup>28</sup> Neste sentido, v. Ac. TRP (Leonel Serôdio) de 31-05-2012: “*Não integra a prática de um crime de abuso de informação previsto no art.º 378.º, n.ºs 1 e 3, do Código de Valores Mobiliários a conduta do agente que não preencha todos os elementos desse tipo legal, designadamente por falta de factos que revelem ter usado informação privilegiada e ter agido com dolo.*”.

informação privilegiada, a cometer abuso de informação privilegiada. Desse modo, constitui igualmente transmissão ilícita de informação privilegiada no âmbito do artigo 10.º, as situações em que a pessoa que transmite a recomendação ou indução saiba, ou devesse saber, que a mesma se baseava em informação privilegiada. Forma-se assim uma cadeia de transmissão de informação privilegiada, cujos agentes/intervenientes, que se encontram na posse de informação privilegiada e que têm conhecimento dessa mesma qualidade, são *insiders* na prática do crime de *insider trading*.

(ii) Condutas legítimas

Não obstante a descrição do conjunto de comportamentos penalmente proibidos no âmbito do tratamento de informação privilegiada, existem determinadas atuações que se encontram excluídas das proibições *supra* mencionadas.

Assim, o disposto na norma do n.º 1 do art. 248.º CdVM, cujo carácter penal visa prevenir e reprimir a prática de *insider trading*, bem como a proibição genérica do artigo 14.º do Regulamento e as suas respetivas concretizações não se aplica quando às seguintes situações:

*“(…) a) À negociação sobre ações próprias efetuada no âmbito de programas de recompra e às operações de estabilização (...);*

*b) Às operações, ordens ou condutas de prossecução de política monetária, cambial ou de gestão da dívida pública dos Estados membros, dos membros do Sistema Europeu de Bancos Centrais ou de qualquer outro organismo designado pelo Estado membro ou de país terceiro reconhecido (...);*

- c) *Às operações, ordens ou condutas de prossecução da política de gestão da dívida pública efetuadas pela Comissão Europeia ou por qualquer outro organismo ou pessoa designada para esse efeito, (...);*
- d) *Às operações, ordens ou condutas da União Europeia, do Banco Europeu de Investimento, do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira, do Mecanismo Europeu de Estabilidade, de veículos com finalidades específicas dos Estados membros ou de instituição financeira internacional instituída pelos Estados membros com a finalidade de mobilização de financiamento e prestação de assistência financeira, (...);*
- e) *Às atividades desenvolvidas pelos Estados membros, pela Comissão Europeia ou por qualquer organismo oficial ou pessoa designada no âmbito das licenças de emissão e da prossecução da política climática da União Europeia, (...);*
- f) *Às atividades desenvolvidas por um Estado membro, pela Comissão Europeia ou por outro organismo designado oficialmente ou pessoa que atue por conta dos mesmos no âmbito e promoção da Política Agrícola Comum e da Política Comum das Pescas da União Europeia(...).”*

## CAPÍTULO IV

### A questão dos administradores como *insiders* primários

---

#### Secção I – Os administradores como *insiders* primários: discussão e deveres.

A questão dos administradores enquanto *insiders* primários tem sido discutida desde há muito. Na verdade, são estes que agem na qualidade de legais representantes das sociedades, em parte por fazerem parte dos órgãos de administração ou fiscalização, sendo por isso quem as vinculam. Esta sua importância assume maior destaque quando estão em causa sociedades anónimas de capital aberto e que, por isso, têm o seu capital sujeito ao investimento do público em mercado de valores.

Tal como referido, apenas às pessoas singulares pode ser imputado o ilícito criminal de abuso de informação privilegiada. Não será contudo pacífico que, em casos de *insider trading* por parte de uma sociedade, quem estará por detrás dessa atuação serão as pessoas que atuam em representação da mesma.

Ainda que os tribunais portugueses tenham vindo a condenar os órgãos sociais na prática do crime de *insider trading*, alguma da doutrina não segue o mesmo entendimento. É o caso da doutrina que vem defender a violação do princípio da legalidade na não punibilidade dos entes coletivos<sup>29</sup>.

Ora os tribunais, defendidos por outra parte da doutrina<sup>30</sup>, têm vindo a condenar os agentes que praticam atos em representação de entidades coletivas. Todavia, outra parte da doutrina tende a defender que também as pessoas colectivas têm interesse em agir e, para

---

<sup>29</sup> Neste sentido e para mais desenvolvimento do tema, Carvalho, Francisco Proença e Loureiro, Filipa, (2010), *ob. cit.*, p. 116-117.

<sup>30</sup> Neste sentido segue José Faria da Costa.

que o possam fazer, necessitam de o fazer através dos seus órgãos sociais. No entender desta doutrina, a lei criou um “beco sem saída” levando sempre à indicição destes órgãos pela prática deste ilícito criminal.

Neste pressuposto, a jurisprudência tem assentado a sua tese em três argumentos, a saber: os crimes de mercado apenas são imputados a pessoas singulares; não existe diferença material entre a representação das pessoas coletivas e das pessoas singulares; o agente que pratica as ações é um *insider* que se insere na previsão do tipo incriminador.

Esta corrente doutrinária defende que o primeiro e o segundo argumento são refutados desde logo porque não existe uma relação causal entre eles. A regra da não punibilidade das pessoas coletivas em crimes de mercado é exatamente o contrário do que é assente no direito penal, onde a regra é a da punibilidade destes entes coletivos. Esta doutrina defende ainda que o terceiro argumento é falacioso pois o agente atua em representação de uma pessoa coletiva e não no seu interesse próprio ou interesses de outrem. Este agente atua sim através dos poderes de representação que lhe foram concedidos pelas sociedades, pelo que, a tese defendida pelos tribunais redundaria numa violação do princípio da legalidade e do princípio da igualdade (artigo 13.º CRP) pois não existe um tratamento igualitário entre pessoas coletivas e pessoas singulares.

A tese da defesa do agente que atua tão só em representação de uma pessoa coletiva e não no seu interesse próprio ou interesses de outrem parece-nos ser altamente contestável. A sociedade em si existe e tem personalidade jurídica mas o seu fim é, por norma, o lucro. O lucro nem sempre aproveita verdadeiramente à figura da sociedade, aproveita sim a quem está por detrás da instituição: principalmente os sócios, mas também órgãos sociais<sup>31</sup> e de

---

<sup>31</sup> A propósito desta matéria, revelou-se muito interessante a leitura do artigo “*Abuso de Informação Privilegiada – O Especial Caso dos Instrumentos de Remuneração dos Administradores*” de Ana Cláudia Salgueiro, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*. A Autora faz um estudo sobre a problemática das remunerações dos administradores assentes numa fração variável com possíveis interseções com o crime de *insider trading*. A remuneração variável dos administradores pode permitir a um alinhamento dos interesses destes com os interesses dos acionistas, que surge pela

fiscalização. Dito isto, não nos parece errado prosseguir, nos crimes de mercado, com a indicação dos *insiders* primários, os agentes que atuam em representação da pessoa coletiva.

Certo é que os administradores estão adstritos a determinados deveres para com a estrutura societária em geral. Desde logo temos a normal geral do artigo 64.º do CSC que vem elencar os deveres fundamentais dos administradores, os que para o nosso caso verdadeiramente interessam, com sublinhados nossos:

*(...) 1 - Os gerentes ou administradores da sociedade devem observar:*

- a) Deveres de cuidado, revelando a disponibilidade, a competência técnica e o conhecimento da actividade da sociedade adequados às suas funções e empregando nesse âmbito a diligência de um gestor criterioso e ordenado; e*
- b) Deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os*

---

existência de uma estrutura remuneratória que faz variar os ganhos dos administradores em função dos ganhos dos acionistas. O caso da retribuição com opção de compra de ações (*stock options plans*), pode ser suscetível de dar aso à utilização indevida, e ilícita, de informação privilegiada, traduzindo-se na prática de um crime de mercado.

Segue-se a transcrição do exemplo dado pela Autora, para melhor compreensão desta problemática: *Para percebermos melhor a problemática que pode estar aqui em causa, teremos por referência as questões colocadas por Eduardo Ribeiro Bottino: “imaginemos um administrador cujo plano de bonificação preveja o direito de optar por receber a sua remuneração em ações ao invés de dinheiro e que o prazo para essa opção seja entre os meses de novembro e dezembro. Esse administrador está obrigado a fazer a divulgação de um fato relevante que causará a diminuição do valor das ações e deverá fazê-lo no início de novembro; por outro lado, já é possível antever que em dezembro será divulgado o melhor resultado da empresa em vários anos, o que elevará o preço das ações novamente. O exercício do direito de aquisição das ações entre um e outro fato relevante constituiria o uso de informação privilegiada? Estaria o gestor obrigado a adquirir-la antes da divulgação do primeiro fato? (...) Será que o gestor deveria aguardar a divulgação dos lucros para exercer o seu direito de aquisição? E se esse direito expirasse antes da data prevista para a divulgação dos resultados do ano?”.*

*interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores.*

*2 - Os titulares de órgãos sociais com funções de fiscalização devem observar deveres de cuidado, empregando para o efeito elevados padrões de diligência profissional e deveres de lealdade, no interesse da sociedade. (...)*

Ora, da análise do *supra* transcrito, destacamos então o dever de cuidado, o dever de lealdade e ainda o dever de administrar com diligência dos administradores para com a sociedade e a sua estrutura orgânica.

A análise destes deveres desde logo impõe-se para a apuramento de responsabilidade civil dos administradores, ainda que a mesma deva ser feita em confrontação com o princípio do *business judgement rule*<sup>32</sup>. Faremos uma indicação sumária a estes deveres.

(i) Dever de administrar com diligência

Esta é a obrigação fundamental dos administradores que os vincula a agirem, na administração da sociedade com boa-fé enquanto princípio geral de

---

<sup>32</sup> Almeida, António Pereira, “*Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*” - Volume 1, 7.<sup>a</sup> Edição, Outubro 2013, p.266. O princípio do *business judgement rule* é, nos termos art, 72.º, n.º 2, como que uma regra de avaliação da responsabilidade dos administradores perante a sociedade. Permite aferir da medida em que as ações e omissões dos administradores são passíveis de gerar responsabilidade civil. Assim, segundo o disposto no artigo 72.º, os administradores respondem para com a sociedade pelos danos a esta causados por actos ou omissões praticados com preterição dos deveres legais ou contratuais, salvo se provarem que procederam sem culpa. Todavia, esta responsabilidade é excluída se provarem que atuaram em termos informados, livres de qualquer interesse pessoal e segundo critérios de racionalidade empresarial. Este princípio teve origem no ordenamento jurídico dos Estados Unidos da América, nomeadamente, na jurisprudência destes tribunais.

cumprimento das obrigações, e que se desdobra em outros deveres, tais como o dever de gestão, o dever de representação. Este poder-dever tem como referência o padrão do gestor criterioso e ordenado.

(ii) Dever de cuidado

O *duty care* é um direito que vincula os administradores das sociedades desde o momento em que estes aceitam as funções de administração<sup>33</sup>. A partir desse momento, os administradores têm o dever de conhecer dos assuntos sociais, nomeadamente, de acompanhar a atividade da sociedade e de obter a informação necessária para se inteirar dos assuntos sociais de modo a tomar decisões ponderadas.

As obrigações que incorrem do dever de cuidado são obrigações de meios (*i.e.*, são formas de condutas) que vinculam os administradores nas boas práticas de gestão da sociedade e não obrigações de resultado.

(iii) Dever de lealdade

O dever de lealdade estreita-se com a atuação dos administradores de acordo com o interesse social e de modo a evitar conflito de interesses, pelo que, ainda que não seja esse o *core* da norma, os administradores devem também atender aos interesses dos próprios sócios. Não se deve esquecer que, não obstante a natureza contratual do dever de lealdade, o administrador age com autonomia e discricionariedade.

---

<sup>33</sup> Coutinho De Abreu, na sua obra, “*Deveres de Cuidado e de Lealdade dos Administradores e Interesse Social*”, in *Reforma do Código das Sociedades*, IDET, Almedina, 2007, desdobra o dever de cuidado em dever de controlo ou vigilância, dever de atuação procedimentalmente correta e dever de tomar decisões razoáveis.

No âmbito desta lealdade caberá também aos administradores atender a todos os interesses que se mostrem relevantes para a dinâmica societária. Assim, nos casos em que a sua lealdade conflitue com o interesse social, o administrador deverá dar prevalência ao interesse social, isto sem prejuízo de incorrer em responsabilidade civil.

O dever de lealdade decompõe-se em várias obrigações, tais como, a obrigação de transparência perante os outros administradores, sócios e terceiros; a obrigação de não concorrência e ainda a obrigação de não apropriação de informações internas e afins.

Chegados aqui, observamos que os deveres fundamentais dos administradores têm quase que uma função preventiva de situações como as de apropriação de informação interna da sociedade e de negócios com a mesma por parte dos administradores, *i.e.*, de informação privilegiada.

## Secção II – A responsabilidade dos órgãos sociais e o dever de indemnizar

No crime de informação privilegiada, enquanto crime de mercado do qual um agente retira vantagens indevidas por possuir informação economicamente relevante, existem, por norma, vários lesados. Estes lesados não são individualmente protegidos pelos preceitos jurídicos de carácter penal neste tipo de crime, mas é protegido um bem jurídico supra-individual que se manifesta na livre concorrência de mercado<sup>34</sup>.

---

<sup>34</sup> Faria Da Costa, V. e Ramos, Maria Elisabete, “*O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading). A informação enquanto bem jurídico-penal*”, Coimbra, Coimbra Editora, 2006, p. 37, *ex vi* Brochado, Ana, “*A indemnização por abuso de informação privilegiada no Código das Sociedades Comerciais*”, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 36, Agosto 2010.

O artigo 449.º do CSC vem definir uma responsabilidade civil dos administradores em matéria de abuso de informação<sup>35</sup>. Caberá fazer a análise ao disposto neste artigo a fim de averiguar qual a função do mesmo, se meramente compensatória ou ainda sancionatória e preventiva, tal como o disposto no art. 378.º do CdVM e das disposições nesta matéria no Regulamento (UE) n.º 596/2014.

Refere o n.º 1 do art. 449.º do CSC que 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 susceptíveis de influenciarem o valor dos títulos por ela emitidos e adquirir ou aliene acções 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 indemnizar os prejudicados, pagando-lhes quantia equivalente ao montante da vantagem patrimonial realizada; não sendo possível identificar os prejudicados, deve o infractor pagar a referida indemnização à sociedade.*”

Mais refere o seu n.º 2 que os agentes *supra* descritos respondem por culposamente terem revelado a terceiro os factos relativos à sociedade, 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.

Aqui há uma clara responsabilização dos *insiders* primários que obtém a informação dado a sua proximidade à sociedade emitente de instrumentos financeiros, bem como os *insiders* secundários que, recebendo dos primeiros a informação, a utilizam retirando da sua ação uma vantagem.

---

<sup>35</sup> Não nos caberá no âmbito do presente trabalho analisar todas as vertentes da responsabilidade dos administradores face à orgânica societária, mas tão só a sua responsabilidade para efeitos do artigo 449.º do CSC.

Os membros do órgão de administração ou mesmo do órgão de fiscalização que venham a ser acusados da prática alguns dos factos que o artigo 449.º CSC descreve nos seus n.º 1 e n.º 2, podem ainda enfrentar um processo de destituição judicial, a requerimento de qualquer acionista que com a prática daquele ato seja lesado. Esta destituição é justificada pela responsabilidade que os membros do órgão de administração têm de zelar pelas outras pessoas que, no exercício de profissão ou atividade exteriores à sociedade, e que tomem conhecimento de factos referidos no n.º 1 do artigo, não se aproveitem deles nem os divulguem.

Por um lado, pode-se defender que a disposição legal do artigo 449.º CSC tem o intuito de proteger o interesse dos sócios<sup>36</sup> (ou seja, o interesse societário propriamente dito) das sociedades emitentes de valores mobiliários, de modo a reforçar a confiança entres os agentes que constituem a estrutura societária pela manutenção das informações e decisões seguras. Não protege necessariamente o interesse da sociedade enquanto tal.

Por outro<sup>37</sup>, pode não parecer viável uma conceção unitária de interesse social, querendo isto dizer que atendendo aos deveres dos administradores para com a sociedade<sup>38</sup>, o artigo 449.º CSC pode antes assumir um carácter de proteção em torno da própria sociedade, enquanto instituição que é<sup>39</sup>.

---

<sup>36</sup> Neste sentido, Pedrosa Augusto, Ana Micaela, “*Insider Trading – perspectiva sobre o enquadramento jurídico societário no ordenamento português*”, *O Direito*, ano 136.º, V, 2004, p. 44.

<sup>37</sup> Neste sentido, Coutinho De Abreu, “*Curso de direito comercial: das sociedades*”, vol. II., Coimbra, Almedina, 2007, p.14.

<sup>38</sup> A título de nota introdutória neste tema, refira-se que nos termos do art. 64.º, n.º 1, al. b), os gerentes ou administradores da sociedade devem observar “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 seus trabalhadores, clientes e credores.

<sup>39</sup> Haverá ainda que considerar que o âmbito desta norma pode extravasar a proteção do interesse social, visando igualmente a proteção da integridade do mercado de valores e da própria confiança

Esta norma, que não encerra carácter penal, é, todavia, incerta quanto à aplicação da indemnização a pagar aos lesados pelo crime de *insider trading* nos termos em que é descrito no disposto do seu n.º 1<sup>40</sup>. Esta incerteza prende-se com a medida do ressarcimento aos prejudicados, com a definição de prejudicados e com a própria natureza do tipo de indemnização está aqui em causa<sup>41</sup>.

Com efeito, a norma do artigo 449.º CSC refere que quem pratica o ilícito de abuso de informação privilegiada, deve indemnizar os prejudicados pelo montante da vantagem patrimonial realizada. Caso não sejam identificados os prejudicados, a indemnização deve ser paga à sociedade.

Quem são estes *prejudicados*? Pensamos que aqui se compreendem todos os que deixaram de obter a sua vantagem patrimonial em detrimento daqueles que, atento à sua qualidade de órgão de administração ou de fiscalização, encontrando-se na posse de informação privilegiada, fizeram uso da mesma e com essa atuação obtiveram para si lucro ou evitaram perdas.

Ultrapassada esta indefinição, caberá agora saber que tipo de indemnização está aqui em causa. Uma vez que estamos perante um facto ilícito, podemos ser levados a concluir pela responsabilidade por danos. Ainda assim, haverá que considerar duas hipóteses que a

---

dos agentes de mercado, i.e., em especial os investidores. Neste sentido, Coutinho De Abreu, “Curso de ...”, ob. Cit.

<sup>40</sup> Neste sentido, Brochado, Ana, “A indemnização por abuso de informação privilegiada no Código das Sociedades Comerciais”, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 36, Agosto 2010, p. 34.

<sup>41</sup> Brochado, Ana, ob. cit, vem a propósito desta problemática, colocar as seguintes dúvidas: “*Posto isto, uma dúvida logo se levanta: havendo vários prejudicados, em que medida devem ser ressarcidos? Devem receber cada um quantia equivalente ao montante da vantagem realizada, devem ser indemnizados até ao valor do dano sofrido, não ultrapassando o montante global das indemnizações o montante da vantagem realizada, ou deve a quantia equivalente ao montante da vantagem realizada ser distribuída pelos prejudicados, tendo em conta o dano sofrido por cada um?*”

doutrina tem discutido: *i*) estaremos perante o instituto do enriquecimento sem causa ou, pelo contrário, *ii*) entraremos no âmbito da responsabilidade civil?

Ora, uma vez que se trata aqui da obtenção de uma vantagem patrimonial, seria desde logo de ponderar a figura do enriquecimento sem causa, na medida em que a obrigação de indemnizar desta norma pressupõe exatamente a existência de um enriquecimento que não apresenta à partida causa justificativa e que o mesmo tenha sido obtido à custa do empobrecimento daquele que pede a restituição.

Não é, contudo, claro que os requisitos deste instituto se encontram totalmente preenchidos pela prática do *insider trading*, em especial quanto à deslocação patrimonial do enriquecimento. Facto é que, o *insider trading* não se basta por uma mera deslocação patrimonial de vantagens. Esta prática encerra atuações ilícitas e é crime para todos os efeitos. Desta forma, não se poderá considerar que a indemnização devida pela prática de abuso de informação privilegiada, tal como é preconizada pelo artigo 449.º CSC, seja devida unicamente através do instituto do enriquecimento sem causa pois, enquanto ilícito criminal que é, merece a devida censura jurídica<sup>42</sup>.

Resta-nos averiguar o instituto da responsabilidade civil, considerando a sua função reparadora de danos (e compensatória) e a sua função punitiva (e preventiva).

Nos termos do art. 449.º CSC a conduta ilícita do administrador em causa é a aquisição ou alienação de ações ou obrigações quando este 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. Ora, da prática de um ato ilícito ou de uma violação resulta responsabilidade civil para o seu agente, e dessa responsabilidade tem que surgir, necessariamente, uma obrigação de indemnizar, tal como preconizado no texto do art. 449.º CSC. Mais uma vez, a problemática foca-se na identificação dos lesados que, a

---

<sup>42</sup> Neste sentido, Brochado, Ana, “A indemnização ...”, Ob. Cit., p. 36.

não se verificar, faz com quem a indemnização seja paga à sociedade. Este enredo atenta mais na obrigação de restituir do que propriamente na prova do dano, como seria de esperar no instituto da responsabilidade civil.

A indemnização aqui referida parece bastar-se pela quantia equivalente ao montante da vantagem patrimonial obtida pelo *insider* o que leva a considerar apenas a função compensatória. Mais, com esta norma entende-se que o grau de culpabilidade do agente pode influenciar o montante da indemnização<sup>43</sup>.

Para que a figura da responsabilidade civil seja aplicada, terão de ser verificados, entre outros, o pressuposto do dano e o pressuposto do nexo de causa entre o facto e o dano. Se o dano é preterido em função da obrigação de restituir a quantia equivalente ao montante da vantagem patrimonial realizada, a aplicação deste instituto à natureza da indemnização nos termos do art. 449.º torna-se dúbia.

Como resolver este impasse? A doutrina<sup>44</sup> tem vindo a indicar duas possíveis conceções para esta questão:

- i) Considerar o art. 449.º CSC como uma norma de proteção de interesses alheios, e por isso considera-se uma norma geradora de responsabilidade civil que se articula com o regime de responsabilidade civil extracontratual. O montante da vantagem realizada fixar-se-ia como um *limite complementar ao limite-regra da responsabilidade civil, o dano*. Havendo um só prejudicado, se o valor do dano mostrasse ser inferior à vantagem realizada, o montante da indemnização seria equivalente ao valor do dano; se fosse superior, a indemnização seria equivalente ao valor da vantagem realizada.

---

<sup>43</sup> Brochado, Ana, “A indemnização ...”, Ob. Cit., p. 40: é legítima a aplicação de uma indemnização de montante inferior ao dano causado nas situações em que a responsabilidade se dever à mera culpa do agente e situação económica deste e do lesado o justifiquem.

<sup>44</sup> Idem., p. 38.

Havendo vários prejudicados, cada um teria a receber o valor correspondente ao dano por estes sofrido.

- ii) Considerar o art. 449.º CSC como uma norma de responsabilidade civil com presunção do montante do dano, ou seja, estabelece uma presunção de que o montante do dano corresponderá à quantia equivalente ao montante da vantagem patrimonial realizada. Considerando a presunção ilidível, e caso o valor do dano seja superior à quantia equivalente ao montante da vantagem patrimonial, o prejudicado pode ser provar a diferença entre ambos; se for inferior, o lesante pode, igualmente, fazer prova dessa diferença. Caso se considere que a presunção é inilidível, e o valor do dano for superior, o prejudicado recebe apenas essa quantia, recorrendo posteriormente ao instituto da responsabilidade civil para obter o resto; se for inferior, o lesante pode recorrer do instituto do enriquecimento sem causa.

Ambas as concepções permitem enquadrar o art. 449.º do CSC como uma norma de responsabilidade civil sem descurar a reparação do dano enquanto fim último deste instituto. Todavia, estas tentativas não solucionam a situação em que não sejam identificados quaisquer prejudicados. Neste caso, não haverá como identificar qual o valor do dano nem, subsequentemente, qual a quantia a restituir pelo lesante.

Face ao exposto, a doutrina que aqui seguimos, parece levar a concluir que é possível, no caso do art. 449.º CSC, estarmos perante uma situação de responsabilidade civil cuja finalidade não se centra apenas na reparação do dano, como é característica deste instituto. Querera isto dizer isto dizer que, nos termos deste artigo, poderemos estar perante uma manifestação da função punitiva e da função preventiva do instituto da responsabilidade civil.

Estranho não será considerar ambas as funções punitiva e preventiva para a solução desta situação em particular que impõe que o administrador, enquanto *insider* na prática do crime de abuso de informação, se veja obrigado, através da norma do artigo 449.º CSC, a indemnizar os prejudicados na medida da vantagem patrimonial por si realizada, obtida através da aquisição ou alienação de valores mobiliários da sociedade à qual diz respeito a informação privilegiada.

Esta solução permite-nos concluir que o artigo 449.º CSC pretende evitar o enriquecimento injustificado do administrador *insider*, obrigando-o, através da sua função compensatória, a indemnizar os prejudicados, e através da sua função punitiva e preventiva a fazê-lo pelo pagamento da quantia equivalente ao montante da vantagem patrimonial por si realizada.

## CAPÍTULO V

### Medidas Preventivas

---

#### Secção I - O papel da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), enquanto pessoa coletiva de direito público e a natureza de entidade administrativa independente é dotada de autonomia administrativa e financeira e tem património próprio. Ainda assim, a CMVM desempenha as suas atribuições no âmbito do Sistema Europeu de Supervisores Financeiros e do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, integrando os respetivos órgãos.

Nos termos dos Estatutos da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários<sup>45</sup>, esta entidade tem por missão a regulação e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros, bem como das entidades que neles atuam, nos termos previstos no Código dos Valores Mobiliários e na respetiva legislação complementar.

A CMVM, na sua atribuição de supervisão, segue, ao segundo, o funcionamento do mercado de valores mobiliários com o recurso a sistemas informáticos e a meios humanos afetos a essas tarefas<sup>46</sup>.

Sucedem que, no âmbito da prossecução das suas atribuições e quando isso se mostre necessário, a CMVM estabelece formas de cooperação com outras entidades reguladoras, designadamente o Banco de Portugal, o Instituto de Seguros de Portugal e a Autoridade da Concorrência, bem como com autoridades de outros Estados que exerçam funções de supervisão e de regulação no domínio dos instrumentos financeiros e do sistema financeiro em geral.

---

<sup>45</sup> Estatutos da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, diploma aprovado pelo Decreto-Lei n.º 5/2015, de 8 de Janeiro, com as alterações introduzidas pela Lei n.º 148/2015, de 9 de Setembro.

<sup>46</sup> cfr. *Entendimentos da CMVM sobre a divulgação de informação privilegiada por emitentes*, CMVM, 2008.

Assim, são atribuições da CMVM, entre outras, a regulação e supervisionamento dos mercados de instrumentos financeiros, promovendo a proteção dos investidores, bem como assegurar a estabilidade dos mercados financeiros, contribuindo para a identificação e prevenção do risco sistémico. Estas duas atribuições resultam necessariamente numa outra: contribuição para o desenvolvimento dos mercados de instrumentos financeiros.

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários tem, por isso, um papel fundamental no setor do controlo e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros, contribuindo para que a informação seja geral e paritária<sup>47</sup> entre os investidores.

O acompanhamento dos mercados e a inerente vigilância da informação trocada entre os agentes económicos que aí atuam permite à CMVM proceder à identificação de determinadas ocorrências que, pelas suas especialidades, não enquadram nos padrões de normalidade da negociação em mercado. Uma vez identificadas estas operações, as mesmas são objeto de análise detalhada de modo a apurar ou dissipar suspeitas que se tenham levantado, designadamente, suspeitas da prática de crimes de mercado, como o são o *insider trading* ou a manipulação de mercado.

Os poderes de controlo de supervisão da CMVM, que têm por fundamento o princípio da transparência e da eficiência, traduzem-se na aplicação de sanções quando existem comportamentos abusivos, suscetíveis de serem violadores da lei e da estabilidade dos mercados. Por essa razão e não só, a CMVM pode, nos termos dos seus Estatutos, exigir a qualquer entidade, pública ou privada, o fornecimento direto de informações que se revelem necessárias para o estrito cumprimento das suas atribuições<sup>48</sup>.

Ora, visando precisamente a estabilidade dos mercados e a paridade de informação, a CMVM estabeleceu determinados deveres informativos a serem cumpridos pelos

---

<sup>47</sup> Carvalho, Francisco Proença e Loureiro, Filipa, (2010), *ob. cit.*, p. 111.

<sup>48</sup> Vide, n.º 5 do Artigo 4.º (Missão e atribuições) dos Estatutos da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

operadores de mercado. Estes deveres informativos traduzem-se em duas medidas preventivas aplicadas pela CMVM, são elas: (i) a comunicação de transações de determinados sujeitos, e (ii) elaboração de lista de *insiders*.

Quando a CMVM tem conhecimento da existência de casos suspeitos, deve iniciar uma investigação que, a verificar-se as suspeitas, é alvo de denúncia ao Ministério Público. Para tanto, a CMVM deverá ter reunido fundadas suspeitas na transmissão de informação privilegiada e de seu uso, consubstanciando assim um crime de *insider trading*. Feita a denúncia o processo segue a sua tramitação junto das autoridades judiciárias.

### Secção II - As medidas preventivas

A nível europeu, designadamente nos termos e para os efeitos do Regulamento (UE) n.º 596/2014, para garantia das condições de mercado uniformes entre os sistemas e plataformas de negociação, exige-se que qualquer pessoa que opere em mercados regulamentados estabeleça e mantenha sistemas e procedimentos eficazes, destinados a prevenir e detetar práticas de abuso de informação privilegiada, nos termos dos artigos 31.º e 54.º da Diretiva 2014/65/EU.

Neste sentido segue o artigo 16.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014, estipulando que *qualquer pessoa que, a título profissional, prepare ou execute operações deve estabelecer e manter dispositivos, sistemas e procedimentos eficazes para detetar e comunicar ordens e operações suspeitas*.

Assim, os operadores de mercado e as empresas de investimento que explorem uma plataforma de negociação devem comunicar de imediato à autoridade competente da plataforma de negociação todas as ordens e operações, nas quais se incluem o cancelamento

e suas alterações, que sejam susceptíveis de constituir abuso de informação privilegiada ou a mera tentativa.

A nível nacional, a matéria do abuso de mercado já havia sofrido uma reforma em 2006. Essa reforma resultou no reforço dos mecanismos de prevenção ao dispor da CMVM face aos crimes de abuso de informação privilegiada. Assim, a comunicação de transações de dirigentes societários de um emitente de valores mobiliários e das pessoas com aqueles estreitamente relacionadas, começou a ser regulada pelo CdVM, bem como a elaboração de listas de pessoas com acesso a informação privilegiada, as chamadas listas de *insiders*.

O âmbito destes dois mecanismos encontra-se regulado na legislação nacional nos novos artigos 248.º-A e 248.º-B do CdVM, cuja concretização, uma vez mais, remete para o Regulamento (UE) n.º 596/2014, mais concretamente os seus artigos 18.º e 19.º, que nos propomos a analisar no ponto seguinte.

A par do Regulamento (UE) n.º 596/2014, a Diretiva 2014/57/UE do Parlamento e do Conselho de 16 de Abril de 2014, transposta para o ordenamento jurídico português através da Lei n.º 28/2017, de 30 de Maio, veio estabelecer as sanções penais aplicáveis ao crime de abuso de informação privilegiada.

(i) Listas de *Insiders*

Nos termos do artigo 18.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014, incumbe aos emitentes ou a qualquer pessoa que atue em seu nome ou por sua conta, a elaboração de uma lista de todas as pessoas que têm acesso a informação privilegiada e que trabalhem ao abrigo de um contrato de trabalho, ou que de qualquer outra forma desempenham tarefas através das quais acedam a informação privilegiada<sup>49</sup>. Esta lista deve ser facultada às autoridades competentes a pedido destas e com a maior

---

<sup>49</sup> Como é o caso dos consultores, contabilistas ou agências de notação de crédito.

brevidade possível, e deve ser mantida durante um período de, pelo menos, cinco anos após ter sido elaborada ou atualizada.

Não se trata de uma mera lista escrita, mas sim um instrumento sério. As entidades devem tomar as medidas que se afigurem necessárias a garantir que qualquer pessoa que consta da lista assuma, por escrito, conhecer quais as obrigações legais e regulamentares daí decorrentes e esteja consciente das sanções aplicáveis em caso de abuso de informação privilegiada e de transmissão ilícita de informação privilegiada.

A elaboração das listas das pessoas que têm acesso a informação privilegiada constitui em si uma medida útil para a proteção da integridade do mercado, uma vez que estas listas podem ser utilizadas pelos emitentes ou essas pessoas para controlar o fluxo de informação privilegiada e assim gerir as suas obrigações de confidencialidade<sup>50</sup>.

A responsabilidade do emitente em elaborar estas listas não se imiscui pelo simples facto de encarregar um terceiro da elaboração das listas e o legislador europeu deixou tal facto bem assente. Se outra pessoa que atue em nome ou por conta do emitente se encarregar de elaborar e atualizar a lista de pessoas com acesso a informação privilegiada, o emitente continua a ser plenamente responsável pelo cumprimento do disposto no artigo 18.º em apreço.

De modo a que a lista de pessoas com acesso a informação privilegiada cumpra o seu propósito preventivo, esta deve incluir determinada informação, ou seja, deve respeitar a um conteúdo mínimo. Assim, na lista devem figurar, obrigatoriamente:

- i)* a identidade de qualquer pessoa com acesso a informação privilegiada;
- ii)* qual o motivo de inclusão dessa pessoa na lista;

---

<sup>50</sup> Considerando (57) do Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014.

- iii)* qual a data e hora em que essa pessoa obteve acesso a informação privilegiada; e ainda,
- iv)* qual a data em que foi criada a lista.

Certo é que a inclusão da identidade de uma pessoa numa lista desta génese não a converte em suspeito da prática de crime de abuso de informação privilegiada, um *insider*, constituindo antes uma garantia para a própria entidade emitente, que permite controlar o circuito subjetivo da informação privilegiada.

Note-se que estas listas constituem um instrumento útil para a identificação das pessoas que têm acesso a informação privilegiada e a respetiva data em que a obtiveram, por parte das autoridades competentes.

A seriedade da elaboração e manutenção da lista impõe que a mesma seja atualizada nas seguintes circunstâncias: *i)* quando ocorrer uma alteração do motivo de inclusão de uma pessoa inscrita na lista; *ii)* quando houver uma nova pessoa com acesso a informação privilegiada, que deve, por conseguinte, ser adicionada à lista; ou *iii)* quando uma pessoa deixar de ter acesso a informação privilegiada. Esta atualização deve ser precisa ao ponto de especificar a data e hora da mudança que provocou a respetiva atualização.

O legislador, aquando da preparação do Regulamento (UE) n.º 596/2014, consciente de que as listas de pessoas com acesso a informação privilegiada são um instrumento importante para os reguladores na investigação de eventuais abusos de mercado, reconheceu nos seus considerandos que as diferenças nacionais no que respeita aos dados a incluir nas listas em questão impõem encargos administrativos desnecessários aos emitentes. Ora, por forma a reduzir os custos, os campos de dados a constar das listas devem ser uniformes.

Assim, o Regulamento (UE) n.º 596/2014 vem estipular que, por forma a garantir condições uniformes de aplicação do disposto no artigo 18.º referente à

elaboração das listas de pessoas com acesso a informação privilegiada, a *European Securities and Markets Authority* (ESMA) elabora projetos de normas técnicas de execução destinadas a determinar o formato exato das listas de pessoas com acesso a informação privilegiada e o formato para a atualização das listas de pessoas com acesso a informação privilegiada.

(ii) Comunicação de Operações

A comunicação de operações era tratada na legislação nacional a propósito do artigo 248.º - B do CdVM. Com a transposição do Regulamento (UE) n.º 596/2014, o artigo 248.º - B sofreu profundas alterações, remetendo as suas disposições para a concretização do Regulamento.

Este procedimento de comunicação de transações consiste numa medida preventiva contra o abuso de mercado, em especial do crime abuso de informação privilegiada, uma vez que permite uma maior transparência das operações efetuadas pelas pessoas com responsabilidades de gestão a nível dos emitentes<sup>51</sup> e, em certos casos, pelas pessoas estreitamente relacionadas àquelas.

A comunicação das operações efetuadas por pessoas com responsabilidades de gestão, por sua conta ou por pessoas estreitamente relacionadas com aquelas, constitui um elemento de informação importante para todos os participantes no mercado e, igualmente, um meio de supervisão dos mercados pelas competentes autoridades, uma vez que a “transparência plena e adequada do mercado é um requisito prévio para a confiança dos intervenientes no mercado”<sup>52</sup>.

---

<sup>51</sup> Considerando (58) do Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014.

<sup>52</sup> *Idem*.

Assim, nos termos do artigo 19.º Regulamento (UE) n.º 596/2014, os dirigentes de um emitente e as pessoas estreitamente relacionadas com eles devem comunicar ao emitente e à autoridade competente de cada Estado Membro, todas as operações efetuadas por sua conta relativas a ações ou instrumentos de dívida desse emitente ou a instrumentos derivados ou outros instrumentos financeiros com elas relacionados.

Refira-se apenas que, ainda no âmbito deste artigo, no que respeita aos participantes no mercado de licenças de emissão, todas as operações efetuadas por sua conta relativas a licenças de emissão, produtos leiloados baseados nas mesmas ou instrumentos derivados com elas relacionados devem ser, igualmente, comunicadas ao participante no mercado de licenças de emissão.

Estas comunicações devem ser efetuadas prontamente e até três dias úteis após a operação em causa.

Ora, a obrigatoriedade de comunicação destas operações recai sobre próprios os dirigentes dos emitentes e as pessoas estreitamente relacionadas com estes. Afinal quem são estes dirigentes e as pessoas estreitamente relacionadas? Na realidade pré-reforma, o artigo 248.º-B tratava de “dirigentes societários” que eram nada mais do que 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 comercial do emitente. Atualmente e não de forma muito diferente, ainda que mais ampla, o Regulamento (UE) n.º 596/2014 vem definir “dirigentes” como uma pessoa no seio de um emitente (um participante no mercado de licenças de emissão ou outra entidade referida no artigo 19.º, n.º 10) que seja membro dos órgãos de administração, de gestão ou supervisão dessa entidade, ou um responsável de alto nível que, não sendo membro dos órgãos mencionados, possui um acesso regular à informação privilegiada

relativa, direta ou indiretamente, a essa entidade e o poder de tomar decisões de gestão que afetem a evolução futura e as perspectivas empresariais dessa entidade.

Estaremos perante “pessoas estreitamente relacionadas” com os dirigentes de emitentes quando se trate (i) do seu cônjuge ou parceiro considerada pela legislação nacional como equivalente a um cônjuge; (ii) dos filhos a cargo, de acordo com a legislação nacional; ou (iii) outros familiares da pessoa, que coabitem com essa pessoa durante, pelo menos, um ano à data da operação em causa. Em semelhança à legislação anterior, é igualmente considerada pessoa estritamente relacionada, uma pessoa coletiva, um fundo fiduciário ou uma sociedade de pessoas, cujas responsabilidades de gestão sejam exercidas pela pessoa com responsabilidades de gestão ou pelas pessoas anteriormente referidas e que seja, direta ou indiretamente, controlada por essa pessoa, a qual é constituída em benefício dessa pessoa, ou cujos interesses económicos sejam substancialmente equivalentes aos dessa pessoa<sup>53</sup>.

Ora, os emitentes têm a obrigação de notificar, por escrito, os respetivos dirigentes quanto às suas obrigações ao abrigo da comunicação de operações, nos termos e para os efeitos do artigo 19.º. Para além desta imposição, os emitentes devem ainda elaborar uma lista com a identificação de todos os dirigentes e das pessoas com eles estreitamente relacionadas. Em consequência, os dirigentes ficam adstritos a notificar por escrito as pessoas com eles estreitamente relacionadas nos mesmos moldes em que foram anteriormente notificados pelos respetivos emitentes, devendo conservar uma cópia dessa notificação.

A notificação das operações efetuadas por conta dos dirigentes de um emitente ou de pessoa estreitamente relacionada com ele deve conter determinados elementos

---

<sup>53</sup> Para melhor leitura, v. n.º 26 do Artigo 3.º, do Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014.

que facilmente permitam identificar a pessoa em causa, o emitente e a própria operação em si. Assim, o n.º 6 do artigo 19.º determina que a notificação deve conter os seguintes elementos:

- (i) Nome da pessoa;
- (ii) Motivo da notificação;
- (iii) Nome do emitente (ou do participante no mercado de licenças de emissão relevante);
- (iv) Descrição e identificador do instrumento financeiro;
- (v) Natureza da operação;
- (vi) Data e local da operação ou operações; e
- (vii) Preço e volume da operação.

Nas operações efetuadas pelos dirigentes de um emitente ou de pessoa estreitamente relacionada devem, igualmente, incluir-se nas operações a notificar (i) o penhor ou o empréstimo de instrumentos financeiros<sup>54</sup>; (ii) as operações realizadas por qualquer pessoa que, a título profissional, prepare ou execute as operações ou por outrem atuando por conta de um dirigente ou pessoa com este estreitamente relacionada<sup>55</sup>; e ainda (iii) as operações efetuadas ao abrigo de uma apólice de seguro de vida, definidas em conformidade com a Diretiva 2009/138/CE do Parlamento Europeu e do Conselho.

---

<sup>54</sup> Para mais desenvolvimento, v. o Considerando (58) do Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, referindo que “*É necessário esclarecer que a obrigação de publicar essas operações de dirigentes se estende igualmente ao penhor ou ao empréstimo de instrumentos financeiros, pois o penhor de ações pode ter um impacto material e potencialmente desestabilizador na sociedade em caso de alienação repentina e imprevista. Sem a sua transmissão, o mercado desconhece que existe a possibilidade acrescida, por exemplo, de uma alteração futura significativa da titularidade de ações, do aumento na disponibilização de ações no mercado ou da perda de direitos de voto nessa sociedade*”.

<sup>55</sup> O legislador clarificou que a obrigação de publicar as operações desses dirigentes inclui operações por outra pessoa fazendo uso da capacidade de decisão em nome do dirigente.

A obrigatoriedade de comunicação das operações destas entidades não é automática, pelo que é devida apenas quando o montante total das operações atingir determinados patamares previsto na lei<sup>56</sup>. Desta forma, devem estas entidades comunicar as operações por si efetuadas uma vez atingido um valor total de € 5.000,00 (cinco mil euros) num ano civil, pela soma de todas as operações, sem compensação, referidas no n.º 1 do artigo 19.º. Não obstante este limiar mínimo estabelecido, as autoridades competentes podem decidir pelo seu aumento para o valor de € 20.000,00 (vinte mil euros), devendo informar a ESMA da sua decisão e da respetiva justificação<sup>57</sup>.

A comunicação das operações dos dirigentes não se aplica, contudo, em outras duas determinadas situações. São elas, (i) quando os emitentes que solicitaram ou aprovaram a admissão dos seus instrumentos financeiros à negociação num mercado regulamentado; ou (ii) quando se trate de um instrumento negociado exclusivamente num MTF ou OTF, os emitentes aprovaram a admissão dos seus instrumentos financeiros à negociação num MTF ou OTF ou solicitaram a admissão à negociação dos seus instrumentos financeiros num MTF.

Nos termos da legislação nacional, a violação deste dever de comunicar as transações de dirigentes e de pessoas com eles relacionadas à CMVM, constitui contra-ordenação muito grave nos termos do n. 3, al. c) do 389.º do CdVM. Nos termos do artigo 250.º do CdVM, a CMVM pode ainda dispensar a divulgação da

---

<sup>56</sup> A fim de garantir um equilíbrio adequado entre o nível de transparência e o número de comunicações de que as autoridades competentes e o público são notificados, o Regulamento (UE) n.º 596/2014 prevê limiares, abaixo dos quais as operações não devem ser objeto de notificação.

<sup>57</sup> A justificação da decisão de adotar um limiar superior ao estabelecido deve referir especificamente as condições de mercado, antes da sua aplicação. A ESMA deve publicar no seu sítio web a lista de limiares aplicáveis em conformidade com o presente artigo e as justificações apresentadas pelas autoridades competentes para esses limiares.

informação exigida no artigo 248.º - B quando esta seja contrária ao interesse público e seja suscetível

de causar prejuízo grave para o emitente, contando que a ausência da sua divulgação não induza o público em erro sobre factos e circunstâncias essenciais para a avaliação dos valores mobiliários em questão.

## CONCLUSÃO

Terminado o nosso estudo sobre o crime de abuso de informação privilegiada, é tempo de apontar, a título de conclusão, alguns tópicos.

O crime de *insider trading* demonstrou ser um ilícito criminal com várias repercussões no ambiente envolvente onde este é praticado: os mercados financeiros. Um mercado de valores mobiliários íntegro é essencial para o crescimento económico e para o desenvolvimento nacional. Quando a integridade do mercado é afetada pela prática deste ilícito, torna-se claro que daí resultam prejuízos e lesados que têm de ser ressarcidos e a ordem do mercado restabelecida.

Concluimos que ilícito aqui em causa, o crime de abuso de informação privilegiada, acontece quando uma pessoa que dispõe de informação privilegiada utiliza essa informação ao adquirir ou alienar, por sua conta ou por conta de um terceiro, direta ou indiretamente, instrumentos financeiros a que essa informação diz respeito, obtendo, desse modo, um benefício indevido na sua esfera a partir da referida informação privilegiada a que terceiros não tiveram acesso.

Com a entrada em vigor do Regulamento (UE) n.º 596/2014, é esperado que se estabeleça um quadro jurídico europeu mais uniforme e sólido relativo ao abuso de mercado, e em especial para o nosso caso, ao abuso de informação privilegiada. Mas tal objetivo será aoenas alcançado se os Estados Membros da União Europeia, consciencializados da necessidade de preservar a integridade do mercado e assegurar a responsabilização dos agentes que pratiquem crimes de mercado, respeitarem o *core* deste Regulamento e procederem ao reforço das suas legislações nesta matéria.

Com a criação deste quadro jurídico europeu uniforme, o combate aos crimes de mercado prevê-se mais sólido e eficaz através de um conjunto de sanções e outras medidas que reforcem o efeito dissuasor de tais práticas.

Haverá, contudo, ainda um longo caminho a percorrer em Portugal, em especial, com a aplicação desta nova legislação europeia que vem proceder a uma reforma completa do que era o ordenamento jurídico português nesta matéria.

Afigura-se essencial o reforço das medidas de prevenção do crime de *insider trading* e o seu estrito cumprimento por forma a evitar o acesso à informação privilegiada nos termos em que a lei o censura. Estes mecanismos vão permitir que a segurança jurídica seja igualmente reforçada para os participantes do mercado.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Abreu, Jorge Manuel Coutinho de, *Responsabilidade civil dos administradores de sociedades*, Almedina, 2010.

Almeida, António Pereira, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados* - Volume 1, 7.<sup>a</sup> Edição, Outubro 2013.

Almeida, António Pereira, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados* - Volume 2, 7.<sup>a</sup> Edição, Outubro 2013.

Augusto, Ana Micaela Pedrosa, *Insider Trading: perspectiva sobre o enquadramento societário no ordenamento jurídico português*, Dissertação, 2004.

Barreiros, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores: os Deveres Gerais e Corporate Governance*, Coimbra Editora, 2011.

Bastos, Miguel Brito, *Scalping: Abuso de informação privilegiada ou manipulação de mercado*, In: *Revista de concorrência e Regulação*, A. 3, n.º 9 (Jan.- Mar. 2012), 2012.

Brochado, Ana, *A indemnização por abuso de informação privilegiada no Código das Sociedades Comerciais*, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 36, Agosto 2010.

Câmara, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2011.

Carvalho, Francisco Proença, e Loureiro, Filipa, *O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading), em especial a questão dos administradores como insiders primários, quando actuam em representação da sociedade*, *Publicação Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 27, 2010.

Catarino, Luís Guilherme e Peixe, Manuela, *A nova regulamentação dos mercados financeiros - um Tsunami regulatório? (I)*, in Estudos do Instituto dos Valores Mobiliários, Disponível para consulta em [http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1417450522emir\\_tsunami\\_final\\_parte\\_i\\_8out2014\\_parte\\_i\\_dezembro.pdf](http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1417450522emir_tsunami_final_parte_i_8out2014_parte_i_dezembro.pdf)

Comissão do Mercado e Valores Mobiliários, *Novas medidas de prevenção e combate ao abuso de mercado documentos aprovados após consulta pública*, Publicações CMVM, Agosto 2008, Disponível para consulta em <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Documents/7af3acc579f94ed1b11c6197aa93564bNovasMedidasdePrevencaoCombateaoAM.pdf>

Costa, José de Faria e Ramos, Maria Elisabete, *O crime de abuso de informação privilegiada: (insider trading): a informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra, Coimbra Editora, 2006.

Ferreira, Renata Rodrigues de Abreu, *Insider Trading: A repressão penal do uso de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários*, Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídico-Criminais, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2014.

Gomes, Fátima, *Insider Trading – Relatório de Mestrado em Ciências Jurídico-Comerciais*, Valadares: APDMC, 1996.

Mata, Paulo Jorge Saragoça da, *O abuso de informação privilegiada: mais um crime de colarinho branco?*, Trabalho universitário, Faculdade de Direito – Universidade de Lisboa, 1995.

Matias Santos, Filipe, *O Carácter Preciso da Informação Privilegiada – anotação ao Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, 3.ª secção, Processo n.º 3945/06.0TFLSB*.

Miragaia da Silva, Bárbara, *Insider Trading – A Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anónimas pelo crime de Abuso de Informação Privilegiada*, Dissertação de Mestrado em Direito das Empresas – Especialização em Direito das Sociedades Comerciais, Setembro, 2015

Nunes, Pedro Caetano, *Responsabilidade Civil dos Administradores Perante os Accionistas*, Almedina, 2001.

Nunes, Pedro Caetano, *Dever de Gestão dos Administradores de Sociedades Anónimas*, Almedina, 2012.

Rodrigues, Sofia Nascimento, *A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Almedina, 2001.

Salgueiro, Ana Cláudia, *Abuso de Informação Privilegiada – O Especial Caso dos Instrumentos de Remuneração dos Administradores*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 53, Abril, 2016.

Santos, Gonçalo André Castilho dos, *A responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente*, CMVM, Almedina, 2008.

Serens, Manuel Couceiro Nogueira, *Os Administradores de Sociedades Anónimas*, Almedina, 2012.

Verdelho, Pedro, *Infracções no mercado financeiro: crimes de abuso de informação privilegiada e de manipulação de mercado*, in *Direito sancionatório das autoridades reguladoras*, 2009.