



Escola de Ciências Sociais e Humanas

Departamento de Economia Política

Informação Privilegiada e a Responsabilidade dos Administradores

Sara Vieira Rodrigues

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 de 2019

Informação Privilegiada



Escola de Ciências Sociais e Humanas

Departamento de Economia Política

Informação Privilegiada e a Responsabilidade dos Administradores

Sara Vieira Rodrigues

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 de 2019

AGRADECIMENTOS

Encerrado este capítulo da minha vida, não poderia deixar de prestar os meus mais sinceros agradecimentos:

Ao Professor Doutor Manuel António Pita, meu orientador, que ao longo deste processo sempre se mostrou disponível e recetivo, sempre pronto a auxiliar, apresentando as mais elevadas críticas e considerações, tendo representado um papel preponderante na orientação da presente dissertação. Agradeço-lhe por toda a ajuda e tempo que me disponibilizou.

À minha mãe, exemplo de força e garra, por nunca me ter deixado desistir e por me ter dado o seu apoio incondicional todos os dias, nunca vão haver palavras suficientes para lhe agradecer.

À minha família por todos os momentos que tive que abdicar.

Aos meus amigos, por me mostrarem a força, o apoio, o carinho e a compreensão ao longo de todo o tempo e por nunca me deixarem esquecer que conseguia.

Ao Nuno.

Sem eles, não seria possível.

RESUMO

O crime de abuso de informação privilegiada, ou *insider trading*, verifica-se sempre que um indivíduo atue no mercado com base numa informação não-pública, de uma forma que, se não a obtivesse não atuaria. Esta informação é tratada como privilegiada uma vez que não se encontra divulgada de igual modo para todos os agentes que atuam no mercado, colocando em causa a confiança, segurança e igualdade de qualquer mercado de valores mobiliários.

Iremos começar por definir os conceitos base e identificar os sujeitos do tipo de crime, dando especial enfoque à questão do *insider trading* em Portugal, de modo a que possamos contribuir para os estudos já efetuados nesta temática.

Abordaremos ainda a ótica do *insider trading* nos Estados Unidos da América e faremos uma perspetiva comparativa entre este sistema e o Europeu.

Para finalizar, analisaremos a questão da responsabilidade dos gerentes e administradores das sociedades à luz do crime de abuso de informação privilegiada, atendendo à categoria de *insiders* que representam. Para tal, faremos uma breve análise da norma legal, tratando com enfoque as sanções que lhes poderão ser aplicadas pela prática do crime.

Palavras-chave: insider trading; informação privilegiada; insiders; gerentes; administradores; responsabilidade; valores mobiliários; mercado.

ABSTRACT

The crime of insider trading occurs whenever an individual act in the market with a non-public information, in a way that, if he did not obtain it, he would not act. This information is treated as privileged since it is not disclosed in the same way to all market participants, therefore undermining the confidence, security and equality of any securities market.

We will start by defining the basic concepts and identifying the subjects of the type of crime, with a special focus on the issue of insider trading in Portugal, so that we can contribute to the studies already carried out on this subject.

We will also address the perspective of insider trading in the United States of America and make a comparative perspective between this system and the European one.

Finally, we will examine the issue of the liability of managers and directors of companies in light of the crime of insider trading, given the category of insiders they represent. For that, we will make a brief analysis of the legal regulation, focusing on the sanctions that may be applied to them for the practice of the crime.

Keywords: insider trading; privileged information; insiders; managers; administrators; responsibility; securities; market.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	1
Delimitação Do Objeto	1
CAPÍTULO I	4
Enquadramento Conceptual – A Informação Privilegiada	4
A. Características Informação Privilegiada	5
1) Carácter não público	5
2) Especificidade	6
3) Tem que ser precisa	6
4) Suscetibilidade de Alteração de Preços	7
B. Insiders e Outsiders – Caracterização e Tipo	8
CAPÍTULO II	10
O Insider Trading – Na História e Nos Estados Unidos	10
A. Informação Privilegiada – Origem	10
B. State vs. Newman	13
C. Estados Unidos da América	14
▪ Teoria do Dever Fiduciário	14
▪ Disclosure or Abstain Rule	16
▪ Breach-of-duty-to-shareholder Theory e Misappropriation Theory	17
CAPÍTULO III	23
O Insider Trading no Direito Europeu, Receção pelos Sistemas Inglês e Espanhol e Direito Comparado	23
A. Direito Europeu	23
B. Receção pelo Sistema Inglês	26
C. Receção pelo Sistema Espanhol	29
D. Comparação Entre Sistemas	32
CAPÍTULO IV	35
A Informação Privilegiada em Portugal	35
A. A Evolução da Informação Privilegiada em Portugal	35
1) A comunicação de transações:	36
2) A lista de insiders:	37
B. O Crime de Abuso de Informação Privilegiada em Portugal	38
C. A Utilização de Informação Privilegiada em Provento Próprio	42

CAPÍTULO V	44
A Jurisprudência em Portugal	44
○ COFINA - Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, Processo n.º 10916/01.1TDLSB 44	
▪ Análise do caso concreto.....	45
○ ÓSCAR OLIVEIRA - Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, Processo n.º 3233/11.0TDLSB.L1.....	48
▪ Análise do caso concreto.....	49
○ RICCIARDI - Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, Processo n.º 964/14.7TDLSB.L1.....	51
▪ Análise do caso concreto.....	52
○ JORGE OLIVEIRA - Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, Processo n.º 1288/15.8TDLSB.....	54
▪ Análise do caso concreto.....	56
CAPÍTULO VI	59
A Responsabilidade dos Administradores das Sociedades	59
A. O Dever de Indemnizar Associado à Responsabilidade dos Administradores	59
CONCLUSÃO.....	65
BIBLIOGRAFIA.....	68

LISTA DE ABREVIATURAS

Art. – Artigo

CC – Código Civil

Cfr. – Conforme

CdVM – Código dos Valores Mobiliários

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CP – Código Penal

Ed. – Edição

i.e. – isto é

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

OPA – Oferta Pública de Aquisição

SA – Sociedade(s) Anónima(s)

SEC – U.S. Securities and Exchange Commission (Reguladora do Mercado de Valores Mobiliários Norte-Americano)

SEA - Securities Exchange Act de 1934

Vol. - Volume

INTRODUÇÃO

Delimitação Do Objeto

“O mercado não pode ser definido apenas como um ponto de encontro destinado a permitir a troca de bens e produtos, mas tem de ser visto, sobretudo, como uma instituição dotada de regras próprias em que as pessoas que nele atuam reclamam um conjunto de garantias de igualdade.” - Eduardo Paz Ferreira¹.

A presente dissertação foi elaborada para obtenção do grau de mestre no âmbito do Mestrado em Direito das Empresas, especialização em Direito das Sociedades Comerciais, e irá centrar-se num tema comumente muito referido: a Informação Privilegiada e a Responsabilidade dos Gerentes e Administradores.

Atualmente, vivemos numa sociedade onde a informação circula de forma livre e plena, numa sociedade repleta de meios de divulgação e onde a informação influi diariamente no dia-a-dia de cada indivíduo. Deixou de ser necessário recorrer a jornais em papel para obtermos informação, já não necessitamos de estar ao lado de uma telefonia para ouvir as notícias mais atuais e relevantes.

Esta evolução na capacidade de circulação da informação tornou necessária a sua regulação e a censura dos comportamentos por parte dos seus detentores. É nesta esteira que surgiu o interesse por este tema, esta necessidade de regulação e punibilidade de algo tão simples como a divulgação da informação.

Contudo, foi também com o pensamento de querer escrever sobre algo que atualmente tivesse um impacto na vida quotidiana das sociedades e de todos aqueles que com ela apresentam algum tipo de relação. Sendo um tema tão em voga e com uma capacidade infinita de provocar danos de uma dimensão manifesta, podemos encontra-lo em grande parte dos filmes e séries estrangeiros.

Contudo surge a questão, *então e em Portugal?* A verdade é que este tema apresenta, no nosso ordenamento jurídico, um tratamento bastante diminuto, quer a nível de doutrina, quer a nível de jurisprudência.

¹ (Ferreira, 2001: 140 Ob. cit.)

Não são muitos os autores que se atrevem a escrever sobre ele e a atribuir-lhe uma perspectiva económico-penal sem que o façam de forma muito resumida e abreviada, não se alongando nas suas considerações.

Também nos tribunais portugueses, as decisões de condenação pelo crime de abuso de informação privilegiada são diminutas. Mais, muitas vezes as infrações cometidas e subsunção ao crime de abuso de informação privilegiada nem chegam a alcançar a alçada do tribunal.

No capítulo I iremos debruçar-nos sobre o conceito de informação privilegiada, fazendo alusão aos seus requisitos e características, bem como sobre os conceitos de *insider* e *tippee*, enquanto sujeitos do crime de abuso de informação privilegiada.

Seguidamente, no capítulo II abordaremos a origem e breve evolução do *insider trading*, ou abuso de informação privilegiada, fazendo referência à expressão deste crime em particular nos Estados Unidos da América, local do seu surgimento e do maior enfoque a nível mundial, abordando aí as teorias por detrás deste crime, bem como as decisões jurisprudenciais mais preponderantes e determinantes.

No Capítulo III, debruçar-nos-emos pela evolução do *insider trading* com expressão no direito europeu e a sua receção pelos sistemas Inglês e Espanhol, fazendo referência também aqui a alguns casos que marcaram o tipo de crime.

Posteriormente no Capítulo IV abordaremos concretamente o crime de abuso de informação privilegiada em Portugal, com enfoque na sua evolução, criminalização e utilização para aquisição de vantagens patrimoniais em proveito próprio.

Seguidamente no Capítulo V iremos elencar e analisar os casos que se revelaram mais preponderantes na jurisprudência portuguesa, fazendo uma aplicabilidade aos conceitos e definição de informação privilegiada e dos seus agentes, concluindo com a subsunção no crime de abuso de informação privilegiada.

No Capítulo VI iremos debruçar-nos pelos diversos tipos responsabilidades atribuídas aos gerentes e administradores das sociedades, enquanto detentores de uma qualidade de extrema importância, fazendo referência aos deveres, obrigações e direitos a que estes se encontram adstritos, bem como à possibilidade de indemnização dos sujeitos prejudicados com a sua conduta danosa.

Para finalizar, iremos formular as nossas próprias conclusões sobre este tema.

Optámos por não aprofundar esta temática à luz das regras criminais, uma vez que julgamos que esta irá muito além disso, apresentando efetivamente quer um relevo a nível económico e societário, quer um relevo social e, até mesmo, cultural, que merece aqui um especial tratamento face à evolução atual.

CAPÍTULO I

Enquadramento Conceptual – A Informação Privilegiada

Hoje, a informação circula através de um clique, de um telemóvel, computar ou rádio. Através dos meios de comunicação social, das redes sociais e das mensagens, a informação é divulgada de uma forma mais rápida e eficaz por todo o mundo.

Contudo a sua celeridade traz desvantagens e riscos, nomeadamente para os mercados financeiros como os atuais.

Para uma melhor compreensão, cabe primeiramente descortinar a definição de “mercado financeiro”. Começemos por dizer que não se trata de um tipo de mercado, mas sim de uma universalidade de atos. Nele incluem-se todas as ações de compra e venda de valores mobiliários, sejam eles ações ou participações em empresas, obrigações, mercadorias, títulos, entre outros. Mas também todas as interações entre investidores/compradores e vendedores.

Assim sendo, e para que os agentes que neles atuam possam fazê-lo de forma clara, segura, estável e confiante, surge uma preponderante necessidade de maior regulação e controlo da transmissão da informação.

Se uma determinada informação deve ser meramente restrita a um certo número específico de pessoas, sendo apenas tornada pública para a generalidade dos agentes em momento posterior e ao mesmo tempo, podemos dizer que estamos perante uma informação dita privilegiada.

Ou seja, o conceito de informação privilegiada abrange toda a informação que, não o devendo ser, é divulgada a determinados agentes, sendo capaz de modificar o modo como estes irão atuar no mercado financeiro, quer através das suas decisões económicas, quer societárias ou de investimento, de uma forma que, se não a obtivessem, não atuariam.

A divulgação da informação deve ser assim controlada e divulgada de igual modo e tempo para todos os agentes que dela possam usufruir². Uma vez que, ao ser utilizada de modo impróprio e inadequado, poderá colocar em causa o próprio funcionamento em si de todo o mercado, criando situações de manifesta desvantagem entre os seus utilizadores.

Foi exatamente essa desvantagem e a capacidade de influenciar de tal modo os mercados que levou à exigibilidade de implementação de medidas restritas e controladoras em todos os

² (Silva, 2015: 5)

países. De tal forma que, em grande parte destes, passou ser criminalmente punível, e de forma rígida, a utilização de informação considerada privilegiada.

Verdade é que hoje em dia, através da punição criminal, se cria nos investidores uma segurança e confiança no modo de atuação e funcionamento dos próprios mercados, permitindo-lhes tomar decisões conscientes e desprovidas de preocupação³.

Especialmente nas empresas cotadas em bolsa, a transmissão dessa informação é particularmente sensível, uma vez que o valor das suas ações irá sempre corresponder ao valor que o mercado lhes atribui. Estamos verdadeiramente perante casos em que as diversas transações envolventes são concluídas num prazo extremamente reduzido. Pelo que, toda a informação divulgada deverá ser controlada, atenta a sua manifesta capacidade de influir nas decisões financeiras dos seus agentes.

Atualmente, e em Portugal, o conceito de informação privilegiada encontra-se previsto no n.º 4 do artigo 378.º do CdVM e nos termos deste (negrito e sublinhado nossos):

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

Passemos então à análise das concretas características deste tipo de informação.

A. Características Informação Privilegiada

Com a evolução legislativa, foi sendo cada vez mais fácil a identificação de características ou requisitos específicos do *Insider Trading*.

Deste modo, podemos enumerar quatro características fundamentais da Informação Privilegiada:

1) Carácter não público

Trata-se da característica mais importante, uma vez que decorre do próprio significado do seu nome. Ao nos referirmos à informação como privilegiada, estamos automaticamente a

³ (CMVM, 2018: 1)

restringir o círculo de pessoas que a ela têm acesso, atendendo à função ou cargo que desempenham, pelo que nunca se poderá tratar de uma informação que esteja disponível para todos e ao mesmo tempo, logo esta deverá ser sempre não pública.

Isto porque, o princípio basilar do funcionamento dos mercados assenta no facto de a informação ser tornada pública e ser acessível a todos, da mesma forma e ao mesmo tempo – transparência do mercado. Ao tomar conhecimento de que estamos perante uma informação privilegiada, a mesma deverá, desde logo, ser colocada à disponibilidade dos restantes agentes que se encontraram a atuar no mercado em que esta poderá influir.⁴

O seu carácter não público deverá ainda ser analisado à luz da capacidade que essa informação tem para influenciar os preços e reações dos agentes no mercado financeiro, como adiante se verá.

2) Especificidade

A informação nunca poderá ser genérica ou abstrata, terá sempre que ser especificada para um tipo de agente, valor mobiliário, entidade emitente ou instrumento de negociação que esteja ou venha a ser alvo de uma negociação no mercado⁵.

Com tal requisito, o legislador tencionou acautelar todas as situações possíveis dentro de um mercado heterogéneo, imputando sempre determinada característica a algo que nele certamente se encontraria (como sejam os próprios valores mobiliários, os seus agentes ou as entidades que os emitem).

3) Tem que ser precisa

Esta característica é muito importante na medida em que a informação privilegiada a ser utilizada tem que ser real, nunca se podendo tratar de uma mera suposição ou hipótese. Ela tem que ser pelo menos previsível de ocorrer e ser imputada a algo que possa ser facilmente identificável⁶.

⁴ (Almeida, 2013: 176)

⁵ (Silva: 2015: 12)

⁶ (Silva: 2015: 12).

Contudo, tal carácter específico não implica que esta seja necessariamente exaustiva e completa na sua transmissão, bastando tão somente que não se trate de um boato, rumor ou de uma possibilidade hipotética.

Num mercado tão diversificado onde atuam agentes distintos, nem sempre se torna fácil identificar o momento em que a informação se considera precisa. Razão pela qual, comumente, se utiliza como ponto delimitador o encontro da vontade negocial dos agentes envolvidos em determinado negócio ou transação.⁷

4) Suscetibilidade de Alteração de Preços

Não basta que a informação não seja pública, ela tem que apresentar efetivamente uma capacidade ou probabilidade imensa de influenciar os preços de mercado – o chamado *price sensitive*. Esta influência tem que ser analisada tendo em conta a extensão dos seus efeitos, a credibilidade da fonte que emite a informação e a relevância que a mesma apresenta para ser apta a influenciar, alterar ou modificar os preços praticáveis no mercado em que é utilizada.⁸

O modo de perceção desta suscetibilidade de alteração é de tal forma ambíguo que não é possível determinar um meio concreto para a perceber. Deste modo, cabe sempre fazer um juízo *ex ante* relativamente ao momento de divulgação desta informação. Ou seja, deverá fazer-se uso de um juízo de prognose para tentar encontrar o que resultado seria obtido caso a informação não tivesse sido divulgada e, simultaneamente, proceder a um juízo de ponderação atento o resultado efetivamente obtido.⁹

Podemos então concluir que o agente que atua com informação privilegiada, obteve essa informação e com ela decidiu atuar, bem sabendo que a mesma não estaria disponível para todos os seus parceiros negociais de forma igual e que esta informação de que o mesmo dispõe é suscetível de o fazer atuar de determinada forma que, sem ela, não atuaria, antecipando-se no mercado em relação a todos os outros agentes que nele interagem.

⁷ (Carvalho, 2010: 115).

⁸ (CMVM, 2018: 2).

⁹ (CMVM, 2018: 2).

B. Insiders e Outsiders – Caracterização e Tipo

Dentro do circuito de obtenção e divulgação da informação, podemos destacar dois agentes de máxima importância: os *insiders* e os *outsiders*.

O *Insiders* são todos aqueles que obtêm a informação por apresentarem uma ligação pessoal e direta com a entidade emissora (como por exemplo, um funcionário de uma empresa, um gerente ou administrador de uma sociedade).

Por sua vez, os *Outsiders* ou *Tepees* são aqueles que, não tendo as características anteriores, obtêm a informação por qualquer outra forma (como por exemplo amigos ou conhecidos).

Deste modo, a primeira grande divisão entre os *insiders* caracteriza-os em¹⁰:

- a) *Insiders Primários* – aqueles que obtêm a informação em primeiro lugar, sendo por isso os que irão iniciar a sua divulgação. Apresentam sempre uma determinada qualidade ou uma relação com a entidade emitente da informação (inserem-se nos n.ºs 1 e 2 do artigo 378.º do CdVM).
- b) *Insiders Secundários* (ou *Outsiders*) – são aqueles que recebem a informação dos *insiders* primários (inserem-se no n.º 3 do artigo 378.º do CdVM).

Por sua vez, estes *insiders* podem dividir-se em¹¹:

- a) *Corporate Insiders* – aqueles que têm uma participação no capital e respetivos lucros da empresa ou aqueles que apresentem uma ligação direta com a administração ou fiscalização desta (p. ex.: sócios, acionistas, gerentes, fiscais e administradores) – alínea a) do n.º 1 do artigo 378.º do CdVM.
- b) *Temporary Insiders* – agentes que, atendendo à sua profissão, trabalho ou serviço, seja ele permanente ou ocasional, tenham acesso à informação, ou agentes que a conheçam através da função pública ou privada que desempenham (p. ex.: funcionário de uma

¹⁰ (CMVM, 2018: 2).

¹¹ (Silva, 2015: 46).

empresa, prestador de serviços, funcionário do governo) - alíneas b) e c) do n.º 1 do artigo 378.º do CdVM;

- c) *Insiders Institucionais* – aqueles que adquirem a informação em consequência da prática de um ato ilícito. Para tal, deverá ser feita prova do efetivo crime previamente cometido, para que se possa provar a ilicitude do facto (p. ex.: furto ou acesso ilegítimo). Se a prova apresentada não for suscetível de preencher os pressupostos do tipo de ilícito, bastará apenas demonstrar que essa informação nunca poderia ter sido obtida por via de meios lícitos - alínea d) do n.º 1 do artigo 378.º do CdVM.

Feito este breve enquadramento conceptual, caberá passarmos a uma análise aprofundada do tema.

CAPÍTULO II

O *Insider Trading* – Na História e Nos Estados Unidos

A. Informação Privilegiada – Origem

Ao longo da história muitos são os casos objeto de estudo, nos quais o *Insider Trading* começou a ter reflexo, pelo que diversos foram aqueles que se dedicaram à análise de situações particularmente dúbias, vejamos.

Uma das mais caricatas, reporta-se a 1800, no decorrer das invasões napoleónicas no norte de Itália¹². Em junho desse ano, Napoleão terá enviado um mensageiro para passar a informação de que ainda não tinha cessado a Batalha de Marengo. Contudo, o referido mensageiro não trazia meramente esta a informação, uma vez que vinha também instruído para que se processasse uma ordem de compra da dívida pública.

Dada a situação de instabilidade vivida e o facto de a batalha ainda se encontrar a decorrer, o valor da dívida pública diminui e Napoleão adquire partes da mesma a preços muito inferiores aos anteriormente fixados. Para surpresa de todos, cerca de um dia e meio mais tarde, um novo mensageiro chega e informa que a Batalha teria terminado. Esta informação, por sua vez, teve um impacto de tal forma significativo, que fez com o que o valor da dívida aumentasse exponencialmente e que Napoleão pudesse obter um lucro manifestamente superior àquele que obteria, se não tivesse procedido à compra da dívida após a primeira informação.

Este é apenas um dos muitos casos em que os pressupostos do *Insider Trading* se manifestaram de forma clara, desenhando-se uma linha muito ténue entre um possível caso de Informação Privilegiada ou apenas de uma manipulação muito bem executada.

Já nos Estados Unidos, o ponto fulcral ocorreu anos mais tarde, no outono de 1929, nos dias 24 e 29 de outubro¹³, com o maior colapso da Bolsa de Valores de Nova Iorque, de tal grandiosidade que acabou por levar à ocorrência de uma crise económica que afetou, quer dos Estados Unidos, quer os restantes países ocidentais industrializados, originando a Grande Depressão.

¹² (Pratas, 2016: 42)

¹³ (Oxford Review of Economic Policy, Volume 26, Number 3, 2010)

As suas repercussões foram de tal forma significantes que estes dois dias passaram a ser apelidados de Quinta-feira e Terça-feira Negra¹⁴. Diversos são os fatores que se podem enumerar e que poderão estar na base desta crise, entre eles, e a título de exemplo, encontramos:

1. Colocação desmedida de ações à venda, numa altura em que existiam muito poucos compradores: para que estas ações fossem adquiridas, dada a concorrência entre as diversas empresas, os seus preços foram-se tornando cada vez mais irrisórios, levando a uma queda exponencial no seu valor de mercado.
2. Despedimentos: as Empresas não conseguiam alcançar os seus lucros e objetivos, pelo que se viam obrigadas a demitir os seus funcionários por falta de liquidez. Por sua vez, estes, sem emprego, também se encontravam a viver em condições de extrema precariedade.
3. Insolvências: os Bancos e as fábricas, gradualmente, foram perdendo os seus investidores e lucros, tendo que se apresentar muitos deles à Insolvência.

Toda esta instabilidade socioeconómica gerou uma necessidade de regulação dos mercados financeiros e de maior controlo da informação que neles circulava.

Especialmente nos Estados Unidos, a utilização de informação privilegiada durante as negociações começou a ser alvo de censura na teoria dos *special facts*, segundo a qual, seria obrigatório que, se uma das partes estivesse a negociar com base numa informação que sabia ser privilegiada, informasse a outra desse facto.¹⁵

Esta teoria surge na sequência do caso *Strong vs. Repide*, em 1909¹⁶. Este caso ficou mundialmente conhecido uma vez que se tratou de uma negociação com base em informação privilegiada entre um ex-acionista de uma empresa de açúcar e o administrador desta. A empresa situava-se nas Filipinas e o caso tornou-se particularmente mediático, uma vez que o próprio governo se encontrava envolvido.

Um dos acionistas da referida empresa, terá sido influenciado para vender a sua participação ao administrador da mesma, sem ser informado de que esta iria brevemente celebrar um negócio com o governo filipino que lhe proporcionaria diversos lucros. Por sua

¹⁴ Ou em inglês, *Black Thursday and Black Tuesday*. Ficou de tal modo marcado que atualmente se estima que em 1932 as ações tivessem ficado a valer apenas cerca de 20% do valor que apresentavam no verão de 1929.

¹⁵ (Pratas, 2016: 42)

¹⁶ Disponível para consulta em <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/213/419/>

vez, o administrador, atento o cargo desempenhado, tinha conhecimento de toda a negociação envolvente e acabou por adquirir um negócio manifestamente melhor e mais vantajoso.

Este caso foi visto como um ponto de viragem na história do *Insider Trading*, na medida em que passou a ser valorizado o papel que o *insider* ocupa dentro da empresa, que, neste caso particular, tratando-se de um administrador, seria um cargo de extrema relevância, muito mais atendendo aos deveres a que estes se encontram adstritos.

É neste sentido que, nos anos 30, surgem mecanismos de controlo elaborados pela *Securities and Exchange Commission* - Comissão de Segurança e Câmbio – (doravante SEC). Os de maior importância e preponderância são os *Securities Exchange Act* (doravante SEA)¹⁷. Tratam-se de atos que se destinavam a providenciar a regulamentação das bolsas de valores e de mercados, com âmbito de atuação quer no comércio interestadual, quer no comércio externo. As regras impostas por estes atos, consistiam numa maior divulgação da informação a todos, através do recurso aos correios, a fim de evitar práticas desiguais e desleais em tais mercados e bolsas.

Nestes SEA, é de destacar a Seção 10, que apresenta a epígrafe de “*regulation of the use of manipulative and deceptive devices*”¹⁸, quer pela sua estatuição, quer pela a forma como é imposta. Isto porque, ao invés de optar pela elaboração de uma campanha totalmente direcionada para a reprovação da utilização de informações privilegiadas, a SEC promoveu os valores da completa divulgação para com os investidores, de modo a garantir um elevado padrão de justiça e ética negocial no setor dos valores mobiliários¹⁹.

Posteriormente, nos anos 80, surge o *Insider Trading Sanctions Act*, o qual vem, finalmente, reconhecer o carácter ilegal do *Insider Trading*.

¹⁷ (Silva, 2015: 15)

¹⁸ Regulação do uso de mecanismos de manipulação e enganosos.

¹⁹ Princípio da *full disclosure* -
http://www.sechistorical.org/museum/galleries/it/fullDisclosure_a.php

B. State vs. Newman²⁰

Mais recentemente, em meados de 2012, outro caso muito mediático e revolucionante surge no âmbito do *Insider Trading*.

Em 18 de janeiro de 2012 Newman, um gerente de portfólio de fundos de investimento, foi preso por negociar, através do uso de informação privilegiada, ações da Dell e da Nvidia para ilegalmente obter para si um lucro de \$ 72 milhões de dólares.

Foram precisas 6 sessões de audiências de julgamento e 2 dias para que os júris decidissem acusar Newman e condená-lo, em 9 de maio de 2013, a 4 anos e meio de prisão.

Em 10 de dezembro de 2014 Newman recorreu da decisão e o tribunal veio a dar-lhe razão, fundamentando a sua decisão no facto de o governo ter falhado em conseguir demonstrar, sem razão para qualquer dúvida, que os “*tippers*” (agentes que passam a informação), teriam recebido um benefício pessoal para satisfazer o requisito de imposto fiduciário. Não obstante, o SEC acabou por recorrer para o Supremo Tribunal, tendo o recurso sido negado com o mesmo fundamento em 5 de outubro de 2015.



Este caso tornou-se manifestamente relevante na medida em que veio impor dois novos requisitos para a verificação de casos de *Insider Trading*, sendo eles:

- o A existência de um benefício pessoal necessariamente pecuniário e violador do dever fiduciário;
- o O facto de o último “*tipper*” ter que ter conhecimento real do benefício pessoal e tangível do *insider*.

²⁰ (Friedrich, 2016: 25 e 26).

C. Estados Unidos da América

Podemos dizer que os Estados Unidos da América foram o berço do crime de abuso de informação privilegiada. Foi o local onde se verificou a maior proliferação de normativas e teorias em torno deste crime e onde houve uma produção de normas legais mais massificada.

O próprio funcionamento dos mercados levou a que houvessem mais possibilidades de ocorrência de casos relacionados com este crime, de tal forma que foram estes os impulsionadores de todas as teorias.

Num país onde a produção legislativa tem por base o caso julgado, o legislador viu-se obrigado a adaptar o tipo de crime às decisões judiciais tomadas e através destas tornou-se mais fácil perceber as necessidades subjacentes da natureza e tipo de crime.

Para uma melhor compreensão das teorias e normas legais subjacentes, passemos então a uma breve análise dos casos concretos que as originaram:

- Teoria do Dever Fiduciário

É a primeira teoria a surgir nos Estados Unidos, tendo surgido nos SEA de 1934. Nesta altura, a SEC ainda não tencionava utilizá-la especificamente para o *insider trading*, tendo como intenção a sua aplicação a qualquer transação que envolvesse a compra ou venda de valores mobiliários, de modo a que estas se pautassem mediante políticas antifraude.

Segundo esta teoria, existe entre o *insider* e a sociedade um dever fiduciário, isto é, de lealdade e diligência, que o obriga a pautar-se por altos valores morais, isentos de qualquer tipo de meios fraudulentos.

A fraude, neste caso, tanto se poderia representar mediante informações que fossem enganosas, falsos testemunhos, como também através da utilização de informações não-públicas ou da omissão de qualquer outro tipo de informação considerada indispensável nas negociações a encetar.²¹

²¹ (Silva 2015: 19)

Mais, tarde, com a maior densificação de leis e teorias em torno do crime de abuso de informação privilegiada, esta vem a tornar-se uma das teorias mais importantes e mais utilizadas.

- Cady, Roberts & CO. (EUA – 08 de novembro de 1961) ²²²³

Foi um dos primeiros casos mais relevantes dos EUA na medida em que, a partir deste, começou a surgir uma maior produção legislativa relativa à proteção contra o crime de abuso de informação privilegiada.

Robert Gintel era um corretor e sócio da empresa Cady, Roberts & Co., que no âmbito da sua atividade profissional, detinha uma carteira de clientes que possuíam ações da empresa Curtiss-Wright Corporation..

J. Cheever Cowdin, amigo de Robert, fazia parte do conselho de administração da Curtiss-Wright Corporation, tendo por isso participado na reunião do Conselho onde ficou aprovado que seria feito um corte nos dividendos. Devido a alguns problemas técnicos, a notícia desta alteração não foi comunicada imediatamente à Bolsa de Nova York.

Contudo, Cowdin telefonou ao seu amigo Robert e contou-lhe da aprovação efetuada, razão pela qual, antes de se tornar público e para proteger seus clientes (mas à revelia destes), Robert colocou à venda as suas ações. Após a divulgação da notícia, a Bolsa decidiu suspender a referida negociação com a Curtiss-Wright Corporation e a SEC instaurou um processo quer contra Robert, quer contra a Cady, Roberts & CO., alegando a existência de fraude. Os réus acabaram por efetuar um acordo, aceitando a suspensão de Robert da Bolsa por 20 dias. A esta punição, a própria Bolsa acresceu o pagamento de uma multa.

A partir deste momento, tornou-se claro para a SEC que teria que proceder a ajustes na legislação então em vigor, uma vez que a mesma deveria abarcar não só os agentes que tivessem uma relação direta com a entidade emitente, mas sim todo e qualquer agente que, de alguma forma, obtivesse a informação privilegiada.

²² Disponível para consulta em <https://insidertrading.procon.org/sourcefiles/CadyRobertsCo.pdf>

²³ (Rodrigues 2018: 36)

▪ Disclosure or Abstain Rule²⁴

Esta regra impunha que, quem tivesse acesso a uma informação que fosse privilegiada, poderia optar por duas hipóteses: ou divulgar essa informação para o mercado (de modo a que todos os agentes que nele atuassem a pudessem conhecer) ou abster-se de tomar qualquer decisão com base no conhecimento dessa informação.

Vejamos então o caso mais mediático e onde a aplicação desta regra foi mais preponderante:

○ Texas Gulf Sulphur Company (EUA – 19 de agosto de 1966)²⁵²⁶

Em 1961, a Texas Gulf Sulphur Company era uma das maiores empresas de mineração de enxofre do mundo e o seu caso de informação privilegiada tornou-se bastante mediático uma vez que o Tribunal decidiu aplicar, com força jurisdicional, a “*disclosure or abstain rule*”, bem como alargar o próprio conceito de *insider*, vejamos.

Em 1959, perto de Timmins, Ontário, no Canadá, os geólogos da empresa Texas Gulf Sulphur Company descobriram a existência de um grande jazigo de cobre e zinco, avaliado em cerca de US \$ 2 bilhões. Contudo, a empresa não divulgou esta descoberta ao público e, em segredo, começou a adquirir os terrenos onde o jazigo se encontrava.

Porém, conhecendo esta informação, também certos funcionários da empresa decidiram aproveitar-se desse conhecimento e iniciaram uma compra desmedida de ações ou opções de ações na empresa.

A corrida pela compra de ações foi de tal forma exponencial que levou a que a SEC solicitasse explicações à empresa, tendo a mesma, numa conferência de imprensa, informado que desconhecia as razões que levaram a tais decisões, apenas reconhecendo a natureza especulativa de certas informações. Um mês depois, as ações da Texas Gulf Sulphur Company estavam a ser negociadas com um preço médio de US \$ 58 por ação, ao invés dos iniciais US \$ 20 por ação.

²⁴ (Rodrigues, 2018: 35).

²⁵ Disponível para consulta em <https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/258/262/1510735/> e em http://www.sechistorical.org/museum/galleries/it/takeCommand_c.php

²⁶ (Rodrigues, 2018: 37 e 38).

Dias mais tarde, numa reunião interna da empresa, foi divulgada a informação do jazigo a diversos funcionários que, após a mesma, divulgaram a referida informação a amigos e conhecidos, através de chamadas telefónicas. Estes, por sua vez, adquiriram quer para si, quer para clientes seus as ações da Texas Gulf Sulphur Company.

Perante o panorama instalado, e após ser divulgada ao público a informação da descoberta do jazigo, a SEC viu-se obrigada a intervir, processando a empresa, alegando para tal que os comunicados por esta feitos seriam enganosos e falsos. A Texas Gulf Sulphur Company contrapôs dizendo que a divulgação da informação seria prejudicial quer para a própria empresa, quer para os seus acionistas e até mesmo para o negócio em curso referente à aquisição dos terrenos. O tribunal julgou a ação improcedente, justificando para tal que a SEC falhou em provar que as declarações prestadas pela empresa seriam efetivamente falsas e enganosas.

Não contente, a SEC recorreu e o Tribunal de Apelação veio mais tarde dar-lhe razão, fazendo uso da “*disclosure or abstain rule*”, pese embora também admitisse que a empresa não era obrigada a, previamente à conclusão do negócio de aquisição dos terrenos, divulgar a sua descoberta. Contudo este tribunal foi mais longe e alargou o próprio âmbito da Regra 10b-5, que até então apenas proibia a negociação e realização de operações nos mercados por quem detivesse informação privilegiada através da relação que mantinha com a sociedade que a originou.

A partir deste momento, o conceito de *insider* foi alargado e o âmbito desta regra passou a abarcar não só os agentes que obtêm a informação privilegiada pelo facto de manterem uma relação com a sociedade, mas também qualquer agente que tivesse conhecimento da referida informação, quer de forma direta ou indireta, independentemente de existir ou não essa ligação, ficando também estes agentes sujeitos à “*disclosure or abstain rule*”.

- Breach-of-duty-to-shareholder Theory e Misappropriation Theory²⁷

Iremos abordar estas duas teorias juntas, na medida em que a nosso entender, e salvo melhor entendimento, as mesmas são frequentemente utilizadas de modo indissociável.

Começemos então por explicar o seu significado. A *breach-of-duty-to-shareholder theory* é a teoria mais clássica. Tem por base o cumprimento dos deveres fiduciários, ou seja, dos deveres de lealdade e surge no sentido de alargar os referidos deveres às relações de quase

²⁷ (Rodrigues, 2018: 35)

confiança entre os sujeitos conhecedores da informação privilegiada (como advogados ou consultores).

Já a *misappropriation theory* previa que o agente que utilizava a informação privilegiada fazia uma utilização ilegítima desta, uma vez que a mesma não lhe pertenceria, pelo que ao fazê-lo violaria os deveres de lealdade subjacentes à natureza da forma de obtenção da mesma (que, como adiante se verá, muitas vezes derivava de relações laborais,).

No âmbito destas teorias podemos encontrar três casos muito mediáticos, sendo eles:

- CHIARELLA (EUA – 18 de março de 1980)²⁸²⁹

Vincent Chiarella era um trabalhador de uma empresa de impressão que foi contratada para imprimir títulos para futuras ofertas públicas de aquisição (doravante OPA) de um determinado grupo de empresas. Apercebendo-se de que poderia, com essa informação, conseguir para si diversos benefícios, Vincent adquiriu ações das empresas que seriam alvo das referidas OPA's, tudo com o intuito de mais tarde, aquando destas, as poder vender.

Tal comportamento alertou a atenção da SEC que decidiu investigar as negociações desenvolvidas. Vincent acabou por entrar em acordo com a SEC, ficando neste estabelecido que deveria devolver aos vendedores das ações os lucros por si obtidos.

Não obstante, o caso seguiu para tribunal, atenta a violação da Regra 10b-5, tendo Vincent sido condenado. Não contente com o desfecho, Vincent recorreu para o Tribunal de Apelação, tendo aí também sido igualmente julgado, contudo este tribunal optou pela condenação através da ampliação das categorias dos sujeitos da infração do crime de *insider trading*, ampliando por sua vez o próprio âmbito subjetivo deste crime. Isto porque, no entendimento do tribunal, Vincent teria atuado não como *insider* ou *tippee*, mas sim como um “*market insider*”, ou seja, um agente que, não obstante se encontrar fora da relação comercial subjacente, ocupa uma posição fundamental no mercado, que lhe dá a possibilidade de conhecimento de informações privilegiadas. Por sua vez, estes “*market insiders*” encontrar-se-iam também sujeitos à “*disclosure or abstain rule*”.

²⁸ Disponível para consulta em <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/445/222/> e em <https://caselaw.findlaw.com/us-supreme-court/445/222.html>

²⁹ (Rodrigues, 2018: 39 e 40)

Contudo Vincent recorreu e mais tarde o Supremo Tribunal veio a absolvê-lo, com o fundamento de que este não detinha, com nenhuma das empresas, uma relação de confiança, não tendo obtido a informação privilegiada por parte de qualquer destas.

Somos a concordar com Ana Breitenfeld Granadeiro, quando esta refere que o douto tribunal:

“Ao abdicar da exigência de uma relação fiduciária ente as partes da negociação, permitiu combater mais eficazmente o insider trading, abrangendo na sua proibição mais condutas abusivas, e abrindo portas, na nossa opinião, para eventuais posteriores alterações legislativas que abarquem uma visão mais abrangente do abuso de informação.”³⁰

Com esta decisão, o tribunal veio introduzir uma nova teoria no regime do *insider trading*, a “*misappropriation theory*” ou teoria da apropriação ilegítima, segundo a qual o agente que utiliza a informação comete um crime por se apropriar de algo que não lhe pertenceria / diria respeito, violando desta forma o dever de lealdade para com o modo que originou o seu conhecimento, que, no caso concreto, seria o seu vínculo laboral.

o DIRKS (EUA – 01 de julho de 1983)³¹³²

Raymond Dirks, era um analista financeiro que foi contratado por um anterior diretor da empresa Equity Funding of America para que descobrisse a razão pela qual a empresa estaria a ter uma sobrevalorização patrimonial das suas ações. Isto porque, era o trabalho de Dirks fazer análises de investimento para uma corretora, pelo que, poderia ser mais fácil para si perceber se a sobrevalorização patrimonial da mesma seria o resultado de práticas corporativas fraudulentas.

Após uma investigação e diversas conversas com os empregados da empresa, Dirks descobriu que efetivamente existia um esquema fraudulento dentro desta e acabou por falar com o diretor do The Wall Street Journal para que a mesma fosse divulgada. Contudo, com medo de sofrer um processo por difamação, o chefe do jornal nunca publicou a informação fornecida por Dirks, optando por não expor o descoberto esquema fraudulento.

³⁰ (Granadeiro 2015: 54)

³¹ Disponível em <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/463/646/>

³² (Rodrigues, 2018: 40 e 41)

Ao mesmo tempo, Dirks alertou alguns dos seus amigos e clientes que, tomando conhecimento da informação, decidiram vender as suas participações na Equity Funding of America, o que fez com o preço das ações da empresa caísse de US \$ 26 para US \$ 15.

Com uma queda de valor tão acentuada, a Bolsa de Valores de Nova York decidiu interromper as negociações de venda de ações e a SEC decidiu iniciar uma investigação, tendo concluído também pela verificação de práticas fraudulentas. Apenas após a investigação da SEC ter dado frutos é que o The Wall Street Journal decidiu publicar um artigo onde se divulgava o esquema fraudulento, utilizando para tal a informação fornecida por Dirks na sua investigação. Como resultado da investigação da SEC, a mesma concluiu que Dirks teria auxiliado e encorajado diversas violações das disposições legais da Regra 10b-5 da SEA, contudo, atendendo ao seu papel na descoberta da fraude em questão, apenas censurou moralmente o seu comportamento, não lhe tendo aplicado qualquer outra cominação.

Por outro lado, a Equity Funding of America intentou uma ação contra Dirks, alegando para tal que este teria violado o disposto na Regra 10b-5, aproveitando a informação de que dispunha para receber dos seus clientes uma comissão em troca da informação prestada. Quer o tribunal de primeira instância, quer o tribunal de apelação concordaram com a empresa, alegando que, ao conhecer da informação privilegiada através de um *insider* societário, Dirks estaria automaticamente sujeito à “*disclosure or abstain rule*”.

Ao utilizar a informação em seu proveito ao invés de a divulgar, a atitude de Dirks insere-se na tese da “*misappropriation theory*”. Contudo o tribunal de apelação foi mais longe e aplicou uma nova regra “*footnote 14*”, que estaria intimamente ligada com a teoria da apropriação ilegítima. Isto porque, segundo esta regra, qualquer *insider*, mesmo que temporariamente ligado à entidade societária (tal como advogados ou consultores), estaria sujeito a não fazer uma apropriação ilegítima da informação obtida, estando por isso afeto ao próprio dever fiduciário (i.e., de lealdade) imposto a um *insider* societário.

Não obstante, Dirks recorreu desta decisão e o Supremo Tribunal veio a absolvê-lo, não adotando a tese do tribunal de apelação e por isso julgando não haver qualquer tipo de dever fiduciário que necessitasse de ser protegido, quer entre Dirks e a empresa, quer entre este e os acionistas desta.

A magnitude deste caso foi de tal relevância a nível da relação de confiança e classificação de *tippees* que a própria SEC adotou, para futuras investigações, o chamado *Dirks Test* ou Teste de Dirks. Nos termos deste, a SEC procura investigar se o agente que recebe e conhece a

informação privilegiada atua ou não nos termos do crime de *insider trading*. Para tal, são utilizados dois critérios essenciais:

- a) Saber se houve ou não violação de confiança pelo agente, i.e., se este violou ou não o dever fiduciário ao divulgar informação que seria considerada não pública;
- b) Saber se ao fazê-lo, o agente divulgou conscientemente essa informação.

Hoje em dia, o *Dirks Test*³³ ainda é utilizado pela SEC nas suas investigações quanto ao crime de abuso de informação privilegiada, nomeadamente no que concerne ao apuramento do grau de culpa do agente.

o O'HAGAN (EUA – 25 de junho de 1987)³⁴³⁵

James O'Hagan era um advogado e sócio da sociedade de advogados Dorsey & Whitney's. Esta sociedade, foi mandatada pela empresa Mter Grand Metropolitan PLC para representá-la numa possível oferta pública de aquisição das ações da empresa Pillsbury, analisando os riscos inerentes a esta, nunca tendo O'Hagan intervindo a título representativo da empresa.

Contudo, atenta a sua qualidade na sociedade, O'Hagan tinha pleno conhecimento da referida possibilidade de OPA e diligenciou no sentido de obter para si quer opções de compra de ações, quer a compra efetiva de ações da empresa Pillsbury.

Terminada a análise e a representação por parte da Dorsey & Whitney's, a Mter Grand Metropolitan PLC anunciou publicamente a sua pretensão e o valor das ações da Pillsbury subiu exponencialmente, de tal forma que, após vender as ações que tinha adquirido, O'Hagan obteve um lucro de mais de US \$ 4,3 milhões.

A SEC investigou o caso e acabou por acusar O'Hagan em 57 crimes por apropriação ilegítima de informação privilegiada em seu uso pessoal, bem como por fraude, quer para com o seu escritório, quer para os clientes, e por lavagem de dinheiro, no âmbito da Regra 10b-5 e da Regra 14e-a. Em primeira instância O'Hagan foi condenado em todos os crimes, sendo-lhe aplicada uma pena efetiva de prisão.

³³ (Chen, 2018: disponível em <https://www.investopedia.com/terms/d/dirks-test.asp>)

³⁴ Disponível para consulta em <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/521/642/>

³⁵ (Rodrigues, 2018: 43 e 44)

Não obstante, este veio recorrer desta decisão e mais tarde o tribunal de apelação veio a absolvê-lo dos crimes de que vinha acusado. No entendimento deste tribunal, não poderia a SEC utilizar a “*misappropriation theory*” para justificar a violação da Regra 10b-5, teoria através da qual a SEC fundamentou toda a sua acusação. Mais, veio ainda a entender o tribunal de apelação que a SEC havia excedido a autoridade normativa que lhe teria sido concedida pela lei, uma vez que a violação do dever fiduciário não seria um requisito desta, apenas se aplicando quando o agente utiliza a informação privilegiada relativa à sua própria empresa, o que, como vimos, não foi o caso.

CAPÍTULO III

O Insider Trading no Direito Europeu, Recepção pelos Sistemas Inglês e Espanhol e Direito Comparado

A. Direito Europeu

Anteriormente a 2003, não existia uma harmonização de legislação europeia quanto ao crime de abuso de informação privilegiada, o que muitas vezes implicava muitas distorções competitivas entre os vários Estados Membros³⁶.

Pelo que em 2003, atendendo ao tipo de crime e à evolução entretanto verificada, surge a Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 28 de janeiro de 2003³⁷, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado) – doravante Diretiva MAD 2003. Esta tinha como objetivo a implementação de um regime europeu harmonizado que os Estados Membros pudessem utilizar para transpor para os seus respetivos ordenamentos jurídicos.

Nos termos do n.º 1 do artigo 1.º desta Diretiva, era considerada privilegiada:

“toda a informação com carácter preciso, que não tenha sido tornada pública e diga respeito, directa ou indirectamente, a um ou mais emitentes de instrumentos financeiros ou a um ou mais instrumentos financeiros e que, caso fosse tornada pública, seria susceptível de influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados.”.

Tendo por base uma necessidade de confiança dos investidores e o funcionamento eficiente dos mercados³⁸, esta foi então a primeira definição de informação privilegiada adotada por todos os Estados Membros. “Numa perspetiva mais prática, entende-se que os custos sociais inerentes à criminalização se sobrepõem aos benefícios decorrentes da sua desregulação.³⁹”.

³⁶ (Silva, 2015: 27)

³⁷ Disponível para consulta em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0006&from=PT>

³⁸ (Silva, 2015: 28)

³⁹ (Cordeiro, 2016: 381)

Mas a Diretiva MAD vai mais longe e, quanto às pessoas detentoras de informação privilegiada, proíbe desde logo os seguintes comportamentos⁴⁰:

- Negociação de valores mobiliários fazendo, para tal, uso da informação de que se dispõe;
- Divulgação, fora dos casos por força de trabalho, profissão ou funções, das referidas informações a terceiros;
- Recomendação ou indução de terceiros a efetuarem transações, utilizando, para tal, a informação privilegiada.

No seu artigo 2.º, a Diretiva MAD já previa a estipulação do conceito de *insider*, uma vez que estes seriam aqueles que adquirem a informação privilegiada em virtude:

- Da sua qualidade de membro dos órgãos de administração, de gestão ou de fiscalização da entidade emitente;
- Da sua participação no capital da entidade emitente;
- Do acesso a esta por força do exercício da sua atividade, da sua profissão ou das suas funções; ou
- Das suas atividades criminosas.

Mais, para além das proibições aplicadas às pessoas *supra* referidas, estas deveriam ainda ser aplicadas a toda e qualquer pessoa que tenha uma informação privilegiada desde que a mesma saiba ou lhe seja exigível saber que se trata de informação privilegiada⁴¹.

Não obstante, com a evolução do tempo e dos próprios mercados, tornou-se claro que seria necessário proceder a ajustes nesta Diretiva, pelo que, em 2014, surge a Diretiva 2014/57/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014⁴², relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de

⁴⁰ (Silva, 2015: 32 e 33)

⁴¹ Artigo 4.º do Regulamento n.º 596/2014, de 16 de abril de 2014

⁴² Disponível para consulta em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0057&from=PT>.

mercado), bem como o seu respetivo Regulamento n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014⁴³.

Este regulamento é de extrema importância na medida em que vem, de certo modo, concretizar conceitos e situações abrangidos pela nova Diretiva MAD. Uma das novidades que este apresenta é o modo de identificação do carácter preciso da informação, dispondo para tal que a informação (**negrito e sublinhado nosso**):

“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, dos contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou dos produtos leiloados com base nas licenças de emissão.**”⁴⁴

Contudo, e como o próprio nome indica, esta nova Diretiva MAD, bem como o seu Regulamento trouxeram inovações no que diz respeito às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado.

Uma vez que a ideia sempre partiu de uma necessidade de uniformização e harmonização legal a nível europeu, pretendeu-se, desde logo, adotar sanções que permitissem uma aplicabilidade igual em todos os Estados Membros, bem como conferir poderes iguais a todas as autoridades nacionais dos Estados Membros, estabelecendo, para tal, os meios e poderes destas autoridades no mercado.

Para além destas inovações a nova Diretiva MAD e o seu Regulamento vieram ainda estabelecer a existência de uma clara distinção entre o crime de abuso de informação privilegiada e o crime de manipulação de mercado.

⁴³ Disponível para consulta em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=DE>

⁴⁴ Artigo 7.º, n.º 2 do Regulamento n.º 596/2014, de 16 de abril de 2014.

B. Receção pelo Sistema Inglês

A primeira curiosidade a saber sobre o *insider trading* no Reino Unido é relativa ao seu nome, uma vez que este crime é conhecido por *insider dealing*.

Inicialmente a necessidade de punição do crime de abuso de informação privilegiada surge com base nos deveres fiduciários e como um modo de proteção dos acionistas.

A primeira regulação do *insider trading* enquanto crime surge em 1980 com o *Companies Act*, porém a grande regulação surge em 1985 com o *Insider Dealing Act* (doravante IDA). É neste último que surge a categorização entre *insiders* primários (administradores das sociedades) e *insiders* secundários (todos os restantes, como sejam os funcionários das sociedades, pessoas que lhe possam prestar serviços, consultores, advogados ou até mesmo qualquer outra pessoa que possa ter acesso a informação que apenas se encontra circunscrita à sociedade emitente). Para além desta definição, o IDA oferece ainda a definição de *tippee*, nos termos da qual este será sempre um agente que, de algum modo, tenha obtido essa informação mediante conhecimento desta por um *insider* (este será, assim, o ponto de ligação)⁴⁵.

Nos termos do IDA, a informação será sempre considerada privilegiada quando for não-pública, apresentar um carácter específico e, no caso de ser eventualmente divulgada, poder ser suscetível de influenciar as cotações dos títulos. A consumação do crime apenas se verifica quando a pessoa que ordenar, atuar, negociar ou influenciar a outra a agir ou omitir, conheça que esta poderá fazê-lo para realizar operações proibidas.

No que concerne à punibilidade aplicável, a IDA prevê uma pena de prisão que poderá ir de 6 meses a 7 anos, sem prejuízo de uma eventual sanção compensatória correr concomitante ou alternativamente.

Mais tarde, em 1989 verifica-se uma necessidade de uniformização da legislação europeia, razão pela qual, em 13 de novembro, surge uma diretiva do conselho, a Diretiva 89/592/CEE, fazendo com que houvesse uma necessidade de adaptação da legislação nacional.

Pelo que, no seguimento deste, em julho de 1993, surge o *Criminal Justice Act*⁴⁶ que vem transpor a nível nacional grande parte das soluções legislativas comportadas na diretiva. Assim, nos termos desta, seria privilegiada:

⁴⁵ (Rodrigues, 2018: 50)

⁴⁶ Disponível para consulta em <https://www.legislation.gov.uk/ukxi/insider%20dealing>

toda a informação que não tenha sido tornada pública, que tenha um carácter preciso e seja relativa à uma ou várias entidades emittentes de valores mobiliários ou a um ou vários valores mobiliários e que, caso fosse tornada pública, seria susceptível de influenciar de maneira sensível a cotação desse ou desses valores mobiliários.

Desta definição podemos, desde logo, retirar três características essenciais:

- A informação tem que ser específica ou precisa;
- Não pode ser pública;
- Tem que ter uma capacidade significativa de influenciar o preço do mercado.

Contudo cumpre ressaltar que a expressão “*dealing*” utilizada para caracterizar este tipo de crime, passa a ter um sentido menos abrangente, uma vez que considera apenas os casos de aquisição e disposição de valores mobiliários, desconsiderando, por completo, os casos de omissão: “The individual must deal in securities that are price-affected securities in relation to that information.”⁴⁷.

Para além desta nova definição, esta legislação vem oferecer uma nova caracterização e categorização dos tipos de *insider* e eliminar a vertente do conhecimento associada à noção de *tippee*, invertendo assim o ónus da prova. Deste modo a classificação passou a ser a seguinte:

- *Primary Insiders*: incluía quer os diretores, quer os acionistas, empregados da empresa ou outros que tenham, em algum momento, um tipo de vínculo com esta, como sejam os consultores;
- *Secondary Insiders*: aqueles que obtém a informação através de um *primary insider*.

Esta nova lei vem ainda trazer um modo novo de apreciação da culpabilidade do agente, uma vez que deixou de ser apenas necessário que o infrator tivesse conhecimento da informação enquanto *insider*, passando a ser exigido que este conheça que a informação é privilegiada e que a tem, mas também que a obteve por parte de uma fonte interna.

⁴⁷ (Gullifer 2011: 514)

Em adição, esta nova regulamentação deixou de se basear na natureza da relação dos *insiders* com a sociedade: “A person is not defined as an *insider* because of their status, but by reference to the information they hold.”⁴⁸.

Com esta nova legislação e atento o carácter criminal associado, passou a ser necessária ainda a verificação de duas circunstâncias para que o agente pudesse ser punido:

- Obrigatório a presença de um elemento de culpabilidade do infrator;
- Aferição da utilização da informação à luz do critério “beyond reasonable doubt” ou seja, sem margem para dúvidas, em detrimento do critério da probabilidade.

Mais recentemente, desde 01 de dezembro de 2001, podemos então encontrar uma nova lei intitulada de *Financial Services and Markets 2000*, segundo a qual um *insider* poderia ser quer um gerente ou diretor de uma sociedade, quer um empregado ou um acionista desta. A grande modificação surge na área da consumação do crime, uma vez que se passou a admitir que o mesmo poderia decorrer de atividades criminosas, mas também através de conversas entre amigos. A nível da punibilidade houveram ainda alterações, uma vez que, com esta nova lei, as sanções compulsórias e/ou multas passaram a poder ter um valor ilimitado. Já as sanções privativas da liberdade, chegam até aos sete anos de prisão efetiva⁴⁹.

O caso mais conhecido e mediático do *insider trading* no reino unido remonta a 1902 e trata-se do caso Percival vrs. Wright⁵⁰⁵¹, onde o tribunal julgou com base na não existência de deveres fiduciários, vejamos.

Um grupo de administradores da empresa Nixon Navigation Co. adquiriu um conjunto de ações aos seus acionistas pelo valor de £ 12,10 por ação. Contudo, aquilo que os acionistas desconheciam é que, durante as negociações, os administradores tensionavam vender todas as ações da referida empresa por um preço manifestamente superior e assim gerar um lucro substancial para si. Tomando conhecimento deste facto, os acionistas que venderam as suas ações intentaram uma ação contra o conselho de

⁴⁸ (Gullifer 2011: 512)

⁴⁹ (Rodrigues, 2018: 54 e 55)

⁵⁰ (Rodrigues, 2018: 55)

⁵¹ <https://www.revolvy.com/page/Percival-v-Wright>

administração da empresa com fundamento na violação do dever fiduciário. O tribunal acabou por absolver os membros do conselho de administração, alegando que estes não tinham qualquer obrigação legal que impusesse a revelação dessa informação, uma vez que não detinham com os acionistas qualquer dever fiduciário. Mais, o tribunal utilizou ainda como base dos seus argumentos, o facto de não terem sido os administradores a encetar negociações com os acionistas, mas sim o contrário, tendo sido estes últimos que fixaram o preço de venda das suas ações.

A primeira condenação em que foi aplicada uma pena de prisão pelo crime de abuso de informação privilegiada surge em março de 2009 contra um advogado: McQuoid, advogado da empresa TTP Communications Plc (TTP) avisou o seu sogro de a empresa onde trabalhava iria ser alvo de aquisição, tendo o sogro adquirido ações da TTP antes da aquisição ser anunciada. Após a comunicação da aquisição, o preço das ações da TTP disparou, resultando num ganho de cerca de £ 49.000,00. O tribunal acabou por condenar quer McQuoid quer o seu sogro a penas efetivas de prisão de oito meses.

Após o encerramento deste caso, a diretora executiva da Financial Services Authority (FSA), Margaret Cole, numa conferência de imprensa veio fazer um aviso a todos os potenciais infratores, reforçando o trabalho que seria levado a cabo pela FSA:

“By pursuing a criminal prosecution in this case, the FSA has shown that we will take tough action to achieve our aim of credible deterrence in the financial markets... Anyone engaging in similar acts should see this as a clear warning that the FSA intends to bring all its powers to bear to protect the integrity of our markets.”⁵².

C. Receção pelo Sistema Espanhol

A primeira normativa espanhola sobre *insider trading* remonta a 1988 com a Lei do Mercado de Valores⁵³, Lei n.º 24/1988, de 28 de julho. Nos termos do artigo 81.º desta lei, seria vedado a quem conhecesse uma informação privilegiada a sua atuação no mercado sobre os valores imobiliários a que esta informação dissesse respeito, bem como seria igualmente vedada

⁵² (Gullifer 2011: 516 e 517 Ob. cit.).

⁵³ Disponível para consulta em <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1988-18764&b=167&tn=1&p=19910327#a81>.

a sua divulgação a conhecidos ou o aconselhamento destes a aturem nos mercados sobre os referidos valores mobiliários.

Nos termos desta lei, seria considerada privilegiada:

“toda información de carácter concreto, referente a uno o varios valores, que no haya sido dada a conocer al público y que, de haberse hecho pública, hubiera podido influir de modo relevante en su cotización⁵⁴.”.

No seguimento da Diretiva Comunitária aprovada, em 1989, esta normativa é atualizada e, a partir de 28/03/1991, a sua restrição é alargada, passando a abranger não só todas as pessoas que atuassem no mercado de valores, mas também todos aqueles que, atendendo à sua profissão ou atividade possuíssem informações relativas a valores mobiliários que se encontrassem no mercado⁵⁵. Apenas mais tarde, após a publicação do anteprojeto do Código Penal em 1992, é que o legislador espanhol veio a tipificar o *insider trading* como um crime, inserindo-o nos artigos 285.º e 286.º do Código Penal de 1995⁵⁶.

Porém, a grande mudança surge mais tarde, com a Lei Orgânica de 5/2010, de 22 de julho, que veio alterar o carácter particular do crime de abuso de informação privilegiada, deixando de ser necessária a apresentação de queixa para o exercício da ação penal.

Vejamos agora dois dos casos mais mediáticos do crime do abuso de informação privilegiada, quer pelas decisões tomadas, quer pelo tempo que os mesmos se arrastaram em tribunal.

○ ALIERTA (Espanha – 1997 a 2009)⁵⁷⁵⁸

César Alierta era o presidente da Tabacalera, uma das maiores tabaqueiras espanholas da época. Em 1997 a esposa de César, Ana Placer, terá criado uma empresa e nomeado o seu sobrinho Luis Placer como administrador único.

⁵⁴ Toda a informação de carácter concreto, referente a um ou vários valores mobiliários, que não foi divulgada ao público e que, sendo divulgada ao público, poderia ter uma influência significativa no seu preço.

⁵⁵ (Rodrigues, 2018: 66).

⁵⁶ (Rodrigues, 2018: 69).

⁵⁷ (Mulligan, 2009: disponível para consulta em <https://www.ft.com/content/fb08d00e-7301-11de-ad98-00144feabdc0>)

⁵⁸ (Rodrigues, 2018: 71 e 72).

Este último, através da empresa que dirigia, terá então contraído um empréstimo e subscrito cerca de 50.000 ações da Tabacalera. Porém, mais tarde, esta empresa acabou por se privatizar e fundir com outra sociedade, originando a Altadis, que desde então assumiu a Imperial Tobacco do Reino Unido. Após a fusão e a prosperidade da empresa se encontrar verificada, através da empresa que administrava, Luis Placer decidiu vender as referidas ações em março de 1998, gerando um lucro de cerca de € 1.863.137,00.

Esta mais valia tão avultada levou a que a Comissão Nacional do Mercado de Valores (doravante CNMV) começasse a investigar se teria havido ou não práticas fraudulentas envolvidas nesta negociação e tomada de decisões. Contudo a investigação apenas avançou mais preponderantemente em janeiro de 2002 quando o Ministério Público decidiu investigar a situação a fundo. Tratava-se de tentar averiguar se Luis Placer teria ou não recebido do seu tio César Alierta informações privilegiadas quanto à possibilidade de privatização da empresa, de modo a que este pudesse obter para si uma vantagem patrimonial.

Concluídas as investigações, no final do ano de 2002 é apresentada uma denúncia no tribunal contra Alierta, a sua esposa e Placer, por alegadamente terem cometido um crime de abuso de informação privilegiada, no concernente às ações da Tabacalera. Contudo, em 14 de fevereiro de 2003 o tribunal decide arquivar o caso por falta de indícios.

São então interpostos dois recursos, sendo um deles parcialmente admitido pelo Tribunal Provincial de Madrid que ordena ao Tribunal de Instrução a prossecução de uma nova investigação. A sentença definitiva surge anos mais tarde em 17 de julho de 2009 vindo absolver Alierta, a sua esposa e Placer do crime de abuso de informação privilegiada atento o decurso do tempo. Isto porque, o prazo do crime teria prescrito. Não obstante, na sentença pode ler-se que seria entendimento do tribunal que as condutas destes agentes se incluíam no tipo de ilícito do crime de *insider trading*.

○ ASTURIANA DE ZINC S.A. (Espanha – 1997 a 2009)⁵⁹

No início de dezembro do ano de 2000, a empresa Xstrata S.A., então gerida por Thomas Schmidheiny, iniciou negociações com o conselho de administração da empresa Asturiana de Zinc S.A. com vista a adquirir a totalidade das participações desta através de uma oferta pública de aquisição. Já nesta altura a CNMV decidiu iniciar investigações uma vez que julgava

⁵⁹ (Rodrigues, 2018: 73 e 74)

haverem indícios do crime de abuso de informação privilegiada. Concluídas as investigações, o processo foi remetido ao Ministério Público que meses mais tarde apresentou uma denúncia junto do Tribunal.

Durante os meses anteriores à oferta, Thomas Schmidheiny decidiu adquirir, a título pessoal, 350.000 ações da Asturiana de Zinc S.A. quando estas se encontravam cotadas no valor de € 10,00 cada.

Em 21 de janeiro de 2001, a Xstrata S.A. tornou pública a sua intenção, contudo informou que esta apenas ocorreria se obtivesse pelo menos 80% das ações, pagando por cada ação o valor de € 13,50. Ora esta aquisição iria acarretar uma valorização das ações e, portanto, um correspondente lucro de 11%, elevando o valor da empresa a cerca de € 546 milhões de euros. Encerrada a OPA, a Xstrata S.A. adquiriu cerca de 92% dos títulos da Asturiana de Zinc S.A., tendo alguns deles sido inclusivamente vendidos por Thomas Schmidheiny.

Após o encerramento, Thomas Schmidheiny demite-se do seu cargo na empresa. A Sentença do tribunal surge em 2003, condenando Thomas Schmidheiny pelo crime de abuso de informação privilegiada, aplicando-lhe uma multa de 2,2 milhões de francos suíços (cerca de € 1,5 milhões de euros).

Este caso e esta condenação foram de extrema importância, na medida em que foi a primeira condenação de abuso de informação privilegiada emanada dos tribunais espanhóis.

D. Comparação Entre Sistemas

Após uma explicação sucinta dos regimes dos Estados Unidos da América e da Europa, cumpre neste ponto fazer uma breve comparação entre estes.

É importante desde logo fazer a distinção em termos temporais. Como já referido supra, nos Estados Unidos as primeiras legislações relativas a *insider trading* remontam a 1934. Porém na Europa, a primeira Diretiva (e muito pouco especificada para este tipo de crime)⁶⁰ surge apenas em 1989, ou seja, volvidos 55 anos.

Começamos então por referir os fundamentos base que levaram à necessidade de regulação do crime de abuso de informação privilegiada. Ao paço que nos Estados Unidos a evolução

⁶⁰ Diretiva 89/592/CEE, do Conselho, de 13 de novembro de 1989, relativa à coordenação das regulamentações respeitantes às operações de iniciados.

legislativa proveio da própria evolução dos meios de divulgação e na necessidade de aplicabilidade aos casos concretos, na Europa proveio da inexistência de um regime harmonizado a nível comunitário, que não originasse distorções competitivas entre os vários Estados Membros⁶¹.

Entrando agora na regulação propriamente dita, através da análise dos dois regimes, é possível identificar as duas teorias subjacentes a estes que mais foram preponderantes para a sua criação. Conforme verificado, o regime dos Estados Unidos apresenta subjacente a teoria dos deveres fiduciários, assumindo para tal que existe entre o *insider* e a sociedade um dever de lealdade e diligência. Por outro lado, o regime Europeu proveio da teoria da igualdade de informação, segundo a qual todos os agentes que atuam no mercado deveriam fazê-lo de forma consciente e segura, uma vez que a informação relativa aos valores mobiliários estaria acessível de igual modo e ao mesmo tempo para todos.

Outra diferença entre os dois regimes centra-se na verdadeira utilização da informação privilegiada. Isto porque, se analisarmos a legislação comunitária, é perceptível que quer os legisladores, quer os reguladores nacionais julgam ser necessário que o agente infrator faça uma efetiva utilização da informação privilegiada de que dispõe aquando da transação. Porém, nos Estados Unidos estes tendem a julgar apenas necessário que o agente detenha a informação, não exigindo um efetivo uso desta.⁶²

Quanto à verificabilidade do crime de abuso de informação privilegiada, estes dois regimes também divergem de modo muito explícito. Enquanto que nos Estados Unidos o regime é muito mais simplificado, bastando para tal que ocorra uma violação de deveres fiduciários por parte dos *insiders*, uma consciência de utilização de informações privilegiadas por parte dos *tippees* ou a apropriação indevida da informação por parte destes agentes; no regime comunitário é necessário que a informação apresente um carácter preciso, seja não-pública e apresente uma capacidade de influência no preço do mercado.

Com esta diferença, torna-se também perceptível que as normas legais relativas a este tipo de crime nos Estados Unidos apresentam-se mais amplas e abstratas, apresentando uma maior dificuldade de aplicabilidade aos casos concretos. Já as normas comunitárias, mostram-se mais concretas, explícitas e diretas, apresentando uma maior facilidade de aplicação. Além de que, como já anteriormente referido, verifica-se uma harmonização legislativa.

⁶¹ (Silva, 2015: 27)

⁶² (Silva 2015: 33)

Para finalizar a análise das diferenças entre os dois regimes, cabe referir que, como veremos adiante, existe nos normativos comunitários, para as sociedades, um maior rigor e uma maior obrigatoriedade de divulgação da informação, devendo esta estar sempre acessível de igual modo e tempo para todos aqueles que atuam no mercado. Por oposição, nos Estados Unidos não existe, para as sociedades, uma obrigação geral de divulgação de todas as informações que apresentem um cariz significativo.

Contudo, a verdade é que, apesar as suas diferenças, os dois regimes apresentam pontos de contacto. Desde logo através dos órgãos e tipo de controlo do crime de *insider trading*, isto porque, em ambos os regimes, este é efetuado mediante órgãos que exercem um controlo administrativo (como a SEC ou a CMVM) e órgãos que exercem um controlo jurisdicional (como sejam os tribunais).

Também nos tipos de sanções aplicáveis podemos encontrar uma semelhança entre os dois regimes, isto porque, em ambos existe a possibilidade de serem aplicadas sanções administrativas e jurisdicionais (que podem implicar a privação da liberdade do agente), acrescidas da possibilidade de pedidos de indemnização por parte dos lesados.

Para além dos pontos ora referidos, existem ainda várias semelhanças entre os regimes, nomeadamente, quer na maneira como encaram o modo como os agentes que estabelecem uma relação de confiança com as sociedades devem pautar os seus comportamentos, quer na tentativa de tornar os mercados um meio seguro de negociação e aquisição de valores mobiliários, isento de quaisquer práticas fraudulentas que nele possam influir, conferindo desse modo uma maior confiança e proteção aos agentes que nele atuam.

CAPÍTULO IV

A Informação Privilegiada em Portugal

A. A Evolução da Informação Privilegiada em Portugal

Conforme já vimos, a informação é considerada privilegiada quando ainda não foi tornada pública, ou seja, quando ainda é apenas dirigida a um grupo específico e definido de pessoas, não sendo acessível a toda a todos os utilizadores. Assim, a informação de que os agentes que irão investir no mercado dispõem antes de atuar, pode influenciar crucialmente as suas ações e investimentos.

Dada esta manifesta volatilidade e suscetibilidade de influência, com a reforma do abuso de mercado em 2006, tornou-se necessário reforçar os mecanismos de prevenção do abuso do uso de informação privilegiada quer na Europa, quer em Portugal.

Como referido *supra*, em 16 de abril de 2014 surge então o Regulamento (UE) N.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho relativo ao abuso de mercado, tendo como função estabelecer as regras de regulamento dos tipos de crime com este relacionados.

Nos seus termos, mais concretamente do n.º 1 do seu artigo 8.º:

(...) existe abuso de informação privilegiada 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. Considera-se também abuso de informação privilegiada a utilização de 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. No que diz respeito aos leilões de licenças de emissão ou de outros produtos leiloados baseados nestas que são realizados em conformidade com o Regulamento (UE) n.º 1031/2010, a utilização de informação privilegiada inclui igualmente a apresentação, alteração ou cancelamento de uma licitação por uma pessoa por conta própria ou por conta de terceiros.

Já em Portugal, foram feitas modificações a nível do CdVM. Deste modo, começou-se essencialmente a regular dois pontos basilares, sendo eles:

1) A comunicação de transações⁶³:

Com as novas alterações, tornou-se obrigatório para os dirigentes societários comunicar todas as transações efetuadas que tivessem como objeto as ações da empresa.

Este dever é imposto e consta do artigo 248.º-B do CdVM, prevendo este que a referida prestação de informações seja realizada no prazo de três dias úteis a contar da data em que for elaborada a transação. – cfr. também disposto no artigo 19.º do Regulamento (UE) N.º 596/2014.

Caso não sejam comunicadas as transações efetuadas pelos dirigentes das empresas, ou por pessoas com estes relacionados, estamos perante uma violação deste dever, sendo esta tida como uma contraordenação muito grave, prevista e punida pelo artigo 248.º-B e alínea c) e artigo 389.º n.º 3 ambos do CdVM.

Porém, o Regulamento (UE) N.º 596/2014 estabelece uma exceção a este dever de comunicação, estando por isso excluídos deste os emitentes que:

a) Solicitaram ou aprovaram a admissão dos seus instrumentos financeiros à negociação num mercado regulamentado;

ou

b) Caso se trate de um instrumento negociado exclusivamente num MTF (*Multilateral Trading Facility*)⁶⁴ ou OTF (*Organised Trading Facility*)⁶⁵, que aprovaram a

⁶³ (CMVM, 2018: 3).

⁶⁴ Em português, Sistema de Negociação Multilateral, é um termo utilizado comumente na Europa para “qualificar um sistema de negociação online que simplifica a troca de instrumentos financeiros entre múltiplas partes. São sistemas que permitem que as partes envolvidas nestas transações estabeleçam entre si um contrato e aí reúnam e transfiram uma variedade de valores mobiliários, com particularidade para aqueles que poderão não ter um mercado oficial para troca ou venda. A base do seu funcionamento é um motor de software que combina compradores e vendedores ligados entre si, sendo maioritariamente detidos por operadores de mercado aprovados ou grandes bancos de investimento”. (Smith, 2019: Disponível para consulta em https://www.investopedia.com/terms/m/multilateral_trading_facility.asp)

⁶⁵ Em português, Sistema de Negociação Organizada, é um sistema multilateral no qual terceiros podem interagir e aí adquirir e/ou vender participações e obrigações, produtos financeiros estruturados, licenças de emissão ou derivados, de tal forma que a relação entre eles resulte num contrato. São caracterizados por não serem nem um mercado regulamentado, nem um sistema de negociação multilateral. (European Union Emissions Trading Scheme –

admissão dos seus instrumentos financeiros à negociação num MTF ou OTF ou solicitaram a admissão à negociação dos seus instrumentos financeiros num MTF.

2) A lista de *insiders*⁶⁶:

Outro dever que recai sobre todas as entidades emitentes de informação privilegiada é a obrigação de criação de uma lista de pessoas que têm acesso a tal informação, sujeitando todas a que nela constam a um conjunto de deveres previstos por lei.

Este dever encontra-se especificamente previsto no artigo 18.º do Regulamento (UE) N.º 596/2014, podendo a lista ser elaborada quer pelas próprias entidades emitentes da informação, quer por uma entidade por esta mandatada para tal.

Nos termos deste, para além da elaboração da lista de *insiders*, as entidades emitentes são ainda obrigadas a manter a respetiva lista atualizada e disponível para consulta sempre que tal for solicitado pelas entidades reguladoras competentes.

Mais, recai ainda sobre estas entidades emitentes o dever de garantir que as pessoas constantes da referida lista reconheçam, por escrito, os deveres e obrigações a que estão adstritos, bem como as sanções que lhes serão aplicadas em caso de utilização ou transmissão indevida dessa informação.

A lista de *insiders* deve ser frequentemente atualizada, especificando, com dia e hora, sempre que alguém receber acesso à informação privilegiada, ou, por outro lado, deixar de ter acesso a esta, razão pela qual, nos termos do artigo 18.º do Regulamento, a mesma terá que incluir o seguinte:

- a) A identidade de qualquer pessoa com acesso a informação privilegiada;
- b) O motivo de inclusão dessa pessoa na lista de pessoas com acesso a informação privilegiada;
- c) A data e hora em que essa pessoa obteve acesso a informação privilegiada; e
- d) A data em que foi criada a lista de pessoas com acesso a informação privilegiada;

disponível para consulta em <https://www.emissions-euets.com/trading-venues/organised-trading-facility-otf>.

⁶⁶ (CMVM, 2018: 3).

Esta lista deverá ser mantida, quer pela entidade emitente, quer pela entidade mandatada, por um prazo não inferior a cinco anos, a contar desde a data da sua elaboração ou, quando ocorra, da data da sua última atualização.

Estas novas modificações trouxeram uma alteração de cariz extremamente importante para o regime da informação privilegiada, uma vez que, a partir desta altura, deixou de ser necessário que o agente tivesse um conhecimento direto da informação, passando a ser apenas necessário que o mesmo conhecesse que a informação em causa seria privilegiada, ou seja, que não se encontraria disponível ao público em geral.

Verificou-se ainda uma extensão da proibição da transmissão de informação, passando esta a abranger quer os *insiders* primários, quer os *insiders* secundários.

B. O Crime de Abuso de Informação Privilegiada em Portugal

Em Portugal, o órgão responsável pelo controlo e regulação do crime de abuso de informação privilegiada é a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (doravante CMVM).

Para tal, a CMVM exerce uma constante supervisão dos mercados de valores mobiliários, através de recurso a meios informáticos, o que lhe permite identificar negociações que, por algum motivo, se mostrem fora dos parâmetros comparativamente à normalidade de negociações similares.

Com a massificação mundial e europeia em torno da informação privilegiada, atualmente, o abuso de informação privilegiada é um crime punível, nos termos dos artigos 378.º e 378.º-A do CdVM, sem prejuízo de eventuais ações referentes a pedidos de indemnização cível que possam surgir.

Uma das particularidades deste crime é o facto de o mesmo apenas poder ser imputável a pessoas singulares e a título doloso. Porém, no caso de se tratar de uma pessoa coletiva ou pessoa singular que aja com mera negligência, será incorrido um ilícito contraordenacional⁶⁷.

Atentas as suas semelhanças, comecemos, primeiramente, por fazer uma breve distinção⁶⁸ entre o crime de abuso de informação privilegiada, previsto e punido pelo artigo 378.º do

⁶⁷ (CMVM, 2018: 4)

⁶⁸ (Rodrigues, 2018: 134)

CdVM, e o crime de violação do segredo, previsto e punido pelo artigo 195.º do Código Penal⁶⁹ (doravante CP).

Como vimos, a informação tem cariz privilegiado quando a mesma é suscetível de influenciar o comportamento dos agentes no mercado. Assim, a primeira distinção assenta precisamente neste carácter privilegiado, uma vez que no crime da violação de segredo, estamos perante a revelação, não autorizada, de um segredo, contudo este pode não corresponder a informação privilegiada no seu verdadeiro sentido.

A segunda distinção baseia-se no modo de obtenção da informação por parte do agente que divulga o segredo ou a informação. Isto porque, no crime de violação de segredo o agente que divulga tem sempre conhecimento deste através da sua profissão, do seu emprego, estado ou ofício ou através da sua arte; por outro lado, no crime de abuso de informação privilegiada não é necessário tal requisito, podendo, como já vimos, o agente adquirir a informação por qualquer outra via.

Em terceiro lugar podemos enumerar a natureza do crime, uma vez que o crime de violação de segredo está sempre dependente de apresentação de queixa, sendo um crime semipúblico; por sua vez, o crime de abuso de informação privilegiada não depende de tal requisito, sendo bastante a mera denúncia junto do Ministério Público.

Para finalizar, a sua última distinção baseia-se na punibilidade oferecida pela lei, uma vez que as penas previstas para a violação de segredo são manifestamente inferiores às aplicadas quanto ao crime de abuso de informação privilegiada.

Feita esta distinção, passemos então a enumerar os tipos de penas previstos para o crime de abuso de informação privilegiada⁷⁰:

1) Aplicação de uma pena principal

É punível com pena de prisão até cinco anos ou com pena de multa o agente que tenha obtido conhecimento da informação privilegiada em virtude da qualidade, profissão ou função que o mesmo desempenhe ou caso a sua forma de obtenção tenha sido ilegal.

⁶⁹ “Quem, sem consentimento, revelar segredo alheio de que tenha tomado conhecimento em razão do seu estado, ofício, emprego, profissão ou arte é punido com pena de prisão até 1 ano ou com pena de multa até 240 dias.”

⁷⁰ (CMVM, 2018: 4)

É ainda punido com pena de prisão até quatro anos ou com pena de multa até 240 dias o agente que ordene ou aconselhe alguém a ordenar, direta ou indiretamente, para si ou para outrem, a modificação ou o cancelamento de uma ordem.

2) Aplicação de uma pena acessória

Para além das penas principais, podem ainda ser aplicadas ao agente que cometeu o crime do abuso de informação privilegiadas, penas acessórias, nomeadamente:

- interdição temporária do exercício de profissão, atividade ou funções relacionadas com o crime cometido, por um prazo não superior a cinco anos;
- publicação da sentença condenatória a expensas do arguido.

3) Aplicação de consequências jurídicas especiais ao nível da perda das vantagens económicas do crime:

Simultaneamente com as penas principais e acessórias, o agente pode ainda ser sujeito à aplicação de consequências que impliquem a perda de vantagens económicas que o mesmo possa ter adquirido através da prática do ilícito.

Desta forma, o agente pode ainda ser demandado como parte civil no processo crime por um terceiro, seja ele pessoa coletiva ou pessoa singular, cuja carteira esteja envolvida nas transações por este efetuadas, para efeito da apreensão das vantagens económicas adquiridas através do crime ou para efeitos de reparação de danos que a sua conduta ilícita possa ter provocado.

Para além desta possibilidade, as vantagens económicas obtidas com o crime podem ser apreendidas e declaradas perdidas a favor da reparação dos lesados, do Estado e do sistema de indemnização dos investidores.

O processo de investigação de operações em que o crime de abuso de informação privilegiada se verifique é bastante simples⁷¹. Sempre que a CMVM verificar que determinada negociação se encontra fora dos parâmetros da normalidade de negociações similares, esta

⁷¹ (CMVM, 2018: 5)

procede a uma investigação detalhada sobre as transações e negociações envolventes, nomeadamente, através do apuramento das partes envolvidas, da informação disponibilizada no caso concreto, da forma de negociação entre os seus agentes, entre outros.

Se da sua investigação resultar que os sujeitos envolvidos poderão ter cometido algum tipo de ilícito criminal, nomeadamente utilizado ou transmitido informação considerada privilegiada, cabe à CMVM proceder à denúncia do crime junto do Ministério Público, bem como identificar os sujeitos nele envolvidos.

Para que o crime de abuso de informação privilegiada se encontre verificado, é necessário, no caso concreto, estarem presentes dois requisitos essenciais⁷²:

- Existência denexo de causalidade entre a informação obtida e a conduta adotada pelo agente junto do mercado;
- Dolo, nos termos e para os efeitos do artigo 14.º do CP, uma vez que o agente, ao atuar com a informação privilegiada obtida, tem uma clara intenção em realizar a conduta legalmente proibida.

Atendendo ao modo de transmissão da informação, podemos ainda salientar que o artigo 378.º do CdVM comporta três tipos de crime⁷³:

- *Crime de perigo abstrato*: quando se pensa, por exemplo, nos tipos de ilícitos através dos quais a informação é passível de ser transmitida;
- *Crime de perigo abstrato-concreto*: quando o agente, em vez de atuar por sua conta, ordena ou influencia um terceiro a atuar no mercado de determinada forma específica, através da informação a que teve conhecimento.
- *Crime material*: efetivação da ação do agente que atua com abuso de informação no plano do mercado, ou seja, a compra, venda, troca ou negociação de determinado produto.

Importa ainda ressaltar que, atualmente, o prazo de prescrição do crime *sub judice* é de 5 (cinco) anos, nos termos do artigo 378.º do CdVM e alínea c) do n.º 1 do artigo 118.º do CP, uma vez que estamos perante um crime punível com pena de prisão cujo limite máximo é inferior a cinco anos.

⁷² (Rodrigues, 2018: 137 e 141).

⁷³ (Rodrigues, 2018: 139 e 140).

Concluimos então, que o artigo 378.º do CdVM proíbe qualquer tipo de comportamento, seja ele efetuado mediante atuação direta do agente ou mediante ordenação a um terceiro para aquisição, venda, transmissão, negociação ou troca de ativos, para si ou para outrem, desde que esse comportamento seja efetuado pelo facto de o agente ter obtido determinada informação privilegiada, informação essa que serviu de base e alavanca para o comportamento adotado.

C. A Utilização de Informação Privilegiada em Proveito Próprio

Para finalizar, cumpre analisar, brevemente, a questão de saber se será criminalmente punível utilizar a informação privilegiada para proveito próprio.

Utilizemos como exemplo dois casos mais comuns⁷⁴: o administrador de uma sociedade anónima, que tem conhecimento de que a sua empresa irá lançar, dentro de dias, uma oferta pública de aquisição, e decide adquirir para si determinadas ações para depois as poder vender na referida oferta; ou o gerente de uma empresa que sabe que esta irá embarcar num projeto conjunto com outra empresa (*joint venture*), projeto esse que irá trazer inúmeras vantagens.

Ora, não obstante o critério da maneira de obtenção e da fonte de emissão não serem preponderantes para o conceito de informação privilegiada, é nosso entendimento que, estes casos, se tratam de verdadeiros abusos de informação privilegiada e de que os seus agentes se caracterizam como verdadeiros *insiders* ou, em última análise, *teppes*. Não podendo ser meramente a circunstância de os mesmos agirem em proveito próprio o fator responsável pela exclusão da ilicitude do tipo de crime.

Ressalvamos que, atualmente, muitas das vezes as empresas utilizam o recurso a OPA's para obterem um equilíbrio entre os acionistas e as suas correspondentes decisões de abandono ou permanência na sociedade, pelo que não faria sentido que este possam mais tarde vir a usufruir de informação que conhecem ser privilegiada para obtenção de vantagens patrimoniais à custa deste equilíbrio.

⁷⁴ (Rodrigues, 2018: 157)

“O objetivo é impedir que, no contexto descrito, os administradores em causa, compreensões enquanto se conserva como não pública a informação sobre a posterior OPA, vendendo no enquadramento de esta mesma OPA.”⁷⁵.

⁷⁵ (Bandeira, 2011: 342 Ob. cit.)

CAPÍTULO V

A Jurisprudência em Portugal

Até aqui abordamos a natureza do crime de abuso de informação privilegiada, analisámos o tipo de crime em Portugal, a forma como o mesmo é tratado em diferentes ordens jurídicas e o modo como este poderá ser preponderante no dia a dia de uma sociedade, podendo, como adiante se verá, importar uma verdadeira responsabilidade para aqueles que com ele deverão ter uma especial atenção.

Para uma melhor compreensão das normas legais vigentes e da sua concreta aplicabilidade em Portugal, importa agora mencionar algumas decisões dos tribunais portugueses quanto ao crime de abuso de informação privilegiada.

Após fazermos uma breve síntese das decisões jurisprudenciais portuguesas, iremos procurar fazer uma breve análise de cada um dos casos à luz do conceito de informação privilegiada e da verificabilidade de um crime de abuso de informação privilegiada.

- COFINA - Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, Processo n.º 10916/01.1TDLSB⁷⁶

Em 2007, Paulo Fernandes e João Oliveira, gerentes da Cofina (grupo empresarial do sector de media) foram condenados pelo Tribunal da Relação de Lisboa por terem cometido o crime de abuso de informação privilegiada (p.p. pelo artigo 378.º do CdVM).

Estes arguidos terão, em 2000, negociado com o fundo de investimentos The European Asset Value Fund (doravante TEAVF), na altura representado por Mark Townsend e James Harrison, a compra de 128.297 ações da empresa Caima, pelo preço de € 16,00/cada. A proposta foi aceite e a venda concretizada.

Contudo, os arguidos falham a informar os representantes da TEAVF que a Cofina iria adquirir ações da Caima (cerca de 540.000 ações), num negócio celebrado, nesse mesmo dia,

⁷⁶ Disponível para consulta em:
<https://www.cmvm.pt/en/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Pages/Judicial-decisions-on-crimes-against-the-market.aspx>.

com a Caixa Geral de Depósitos, que iria obrigar à realização de uma OPA da empresa, sendo que nesta seria estipulado um valor mínimo de € 17,00 para a venda de cada ação.

Ou seja, ao negociarem com Mark Townsend o valor de € 16,00 por ação, os arguidos tinham conhecimento de que estas ações seriam, imediatamente a seguir, vendidas na OPA por um valor não inferior a € 17,00, obtendo assim um benefício económico.

O tribunal de primeira instância veio a absolver os arguidos, tendo o ministério público recorrido para o tribunal da relação. Este último apreciou então o caso à luz das normas que regem o *insider trading*, tendo afirmado que os requisitos do tipo de crime se encontravam verificados e julgando que, com a sua conduta, os arguidos criaram uma situação de desigualdade informativa, uma vez que o vendedor das ações (Mark Townsend), ao negociar com os arguidos o preço destas, desconhecia todas as informações relevantes, não tomando por isso uma decisão de forma totalmente consciente.

Os arguidos foram então condenados pelo Tribunal da Relação de Lisboa pela prática do crime de abuso de informação privilegiada, sendo-lhes aplicada uma pena de multa de 180 dias à taxa diária de € 250,00, perfazendo o montante total de € 45.000,00.

Este caso foi um dos mais mediáticos em Portugal e um dos primeiros em que ocorreu a condenação dos administradores de empresas pelo crime de abuso de informação privilegiada, enquanto pessoas singulares que atuam em representação de pessoas coletivas.

- Análise do caso concreto

Começamos então por analisar se estamos perante uma informação privilegiada:

- *Carácter não-público:*

No caso concreto, a informação relativa ao negócio entre a CGD e a Cofina para aquisição das ações da Caima era confidencial. Até porque, esta iria obrigar à realização de uma OPA da empresa, o que, na altura da aquisição das ações ao TEAVF ainda não tinha ocorrido. Mais, o financiamento da aquisição das ações por parte da CGD sempre seria um negócio confidencial, dizendo apenas respeito à Cofina e à própria CGD.

A informação não se encontrava assim divulgada para todos os agentes que atuam no mercado, pelo que dúvidas não existem quanto ao carácter não-público da informação.

- *Carácter preciso:*

Cumpra agora analisar se a informação que Paulo e João detinham apresentava um carácter preciso ou não. Para classificar o grau de precisão da informação, são comumente utilizados três requisitos:

i) A informação está sujeita a um dever de segredo pelo emitente – esta sujeição indica que a informação é, de algum modo, sensível, e que não é do conhecimento do público em geral, sendo que apenas um número restrito de pessoas envolvidas com o processo negocial lhe têm acesso; ii) A informação permite a um investidor razoável tomar decisões de investimento com um risco reduzido; iii) A informação tem um previsível impacto no mercado – ou seja, que os investidores passariam a negociar com base nesta informação, a partir do momento em que fosse tornada pública.⁷⁷

Quanto ao segredo, como já vimos, a negociação entre a CGD e a Cofina mantinha-se confidencial, pelo que não era do conhecimento do público em geral. Quanto à análise do risco, uma vez que Paulo e João tinham conhecimento de que ocorrendo a OPA o valor das ações, individualmente consideradas, nunca seria inferior a € 17,00, estes ao adquirirem-nas ao TEAVF por um valor de € 16,00, estavam claramente a reduzir o risco envolvido na compra dessas ações. Relativamente ao impacto do mercado, adiante aprofundaremos mais esta parte, contudo, basta aqui referir que se Mark Townsend e James Harrison tivessem conhecimento da do negócio com a CGD, possivelmente essa informação teria influência na sua decisão de venda e até mesmo das suas condições.

Razão pela qual, também aqui, julgamos estar verificado este requisito.

- *Carácter específico:*

Para que este requisito se encontre verificado, é necessário que a informação diga diretamente respeito e esteja relacionada com a sociedade emitente, as empresas adquirentes ou com as empresas alvo.

Estando em causa a possibilidade de uma OPA, esta irá sempre dizer respeito diretamente quer à própria empresa emitente, quer à empresa adquirente, pelo que também aqui se verifica uma especificidade da informação, estando este requisito verificado.

⁷⁷ (Granadeiro, 2015: 48 Ob. cit.).

- *Idoneidade para influenciar sensivelmente o preço dos valores mobiliários no mercado:*

Para finalizar, para que este requisito se encontre verificado, será sempre necessário que exista um nexo de relação entre a informação e o efeito efetivamente verificado. Uma vez que, do negócio entre a CGD e a Cofina iria sempre que ter que originar uma OPA, esta teria sempre um impacto no preço das ações da Caima, muito mais porque, no fim de contas, estaria a ser afetado o próprio controlo desta.

Passemos então a analisar se estamos perante um crime de abuso de informação privilegiada nos termos do artigo 378.º do CdVM.

- *Qualidade dos agentes:*

Importa primeiramente analisar a qualidade de Paulo e João enquanto agentes infratores. Para tal socorremo-nos às alíneas a) a d) do n.º 1 do artigo 378.º do CdVM. Poderemos desde logo excluir as possibilidades previstas nas alíneas a), c) e d), por julgarmos não estar perante nenhuma dessas situações. A nosso entender, a qualidade deste inserir-se-á na alínea b), atendendo às funções de gerentes que estes detinham na Cofina. Pelo que deverão ser considerados como *insiders primários*, na vertente de *temporary insiders*.

- *Prática de um dos atos elencados como proibidos:*

Ora, neste caso, enquanto gerentes da Cofina, os agentes negociaram quer a venda, quer a aquisição de valores mobiliários, nomeadamente as ações da empresa Caima, pelo que praticaram um dos atos elencados no n.º 1 do artigo 378.º do CdVM.

- *Relação entre a informação detida e a conduta proibida:*

Ao adquirirem as ações do TEAVF, sabendo do acordo celebrado com a CGD, Paulo e João conseguiram reduzir o risco associado à OPA. Isto porque, já conheciam que as ações, em OPA, seriam sempre vendidas por um valor superior àquele em que as estariam a adquirir ao TEAVF.

- *Dolo:*

Para finalizar resta apenas analisar se, com a sua conduta, os *insiders* atuaram ou não com dolo. A nosso entender, a resposta será afirmativa, senão vejamos. Estes conheciam que a informação que detinham era confidencial e privilegiada, aproveitando-se dela para obter para

si uma vantagem injusta, nem o TEAVF nem o mercado conheciam esta informação, pelo que negociaram com base em informações insuficientes e sem tempo de reação.

Pelo exposto, concluímos que o doutro tribunal julgou corretamente ao condenar os arguidos Paulo e João pela prática de um crime de abuso de informação privilegiada.

- ÓSCAR OLIVEIRA - Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, Processo n.º 3233/11.0TDLSB.L1⁷⁸

Em 8 de junho de 2010, a Administração da VIC, SGPS, S.A. e o Montepio Geral iniciaram conversações sobre a compra do Finibanco por este último, o que necessariamente iria envolver uma OPA.

Óscar Oliveira, obteve conhecimento (ainda que não tenha sido possível provar o modo como) das referidas negociações e, conseqüente, da necessidade de realização da OPA, pelo que, em 22 de julho de 2010, ordenou ao seu banco a aquisição de 10.000 ações do Finibanco, ao preço limite e com data de validade para o próprio dia. Nesse dia a compra não pôde ser realizada, contudo, veio mais tarde a sê-lo nos dias 27, 28 e 29 de junho de 2010.

O anúncio preliminar da OPA que o Montepio iria criar sobre as ações do Finibanco foi divulgado em 30 de junho de 2010, tendo aumentado o preço das ações desta empresa. Ocorre que, em 03 de agosto de 2010, o arguido deu ordem de venda das referidas ações que tinha acabado de adquirir, tendo sido a venda efetivamente efetuada.

Ora neste momento, atendendo à divulgação desta informação, o preço de cada ação já se encontrava mais elevado (cerca de € 1,95 por cada ação), tendo em conta o preço inicial pago pelo arguido (cerca de € 1,48 por ação), tendo-lhe esta diferença permitido gerar um lucro de cerca de € 4.441,52.

Em primeira instância, o arguido veio a ser condenado pelo crime de abuso de informação privilegiada, sendo-lhe aplicada uma pena de 100 dias de multa à razão diária de € 20,00 (perfazendo o montante total de € 2.000,00), a que corresponderiam 66 dias de prisão, bem

⁷⁸ Disponível para consulta em: <https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Pages/DecrimesMercado.aspx>.

como a uma pena acessória de publicação da sentença condenatória num jornal diário e especializado na matéria económica ou financeira, ficando as custas desta publicação a seu cargo. Mais tarde, este veio a recorrer da sentença condenatória, contudo o Tribunal da Relação de Lisboa julgou o recurso totalmente improcedente.

▪ Análise do caso concreto

Tal como no caso anterior, iremos analisar se estamos perante uma informação privilegiada:

• *Carácter não-público:*

No caso concreto, a informação relativa ao negócio entre a VIC, SGPS, S.A. e o Montepio Geral para aquisição das ações do Finibanco era confidencial. Até porque, esta iria obrigar à realização de uma OPA da empresa, o que, na altura da aquisição das ações Finibanco por parte de Óscar ainda não só não tinha acontecido, como ainda não era uma informação divulgada. Em todo o caso, mais uma vez, o negócio entre a VIC, SGPS, S.A. e o Montepio Geral, sempre seria um negócio confidencial, dizendo apenas respeito a estas partes.

A informação não se encontrava assim divulgada para todos os agentes que atuam no mercado, pelo que não restam dúvidas quanto ao carácter não-público da informação.

• *Carácter preciso:*

Fazendo uso dos três requisitos enunciados *supra*, quanto ao segredo, como já vimos, a negociação entre a VIC, SGPS, S.A. e o Montepio Geral mantinha-se confidencial, pelo que não era do conhecimento do público em geral. Uma vez que Óscar já detinha conhecimento das negociações que iriam originar a OPA ao adquirir as ações previamente à sua divulgação, este estava claramente a reduzir o risco envolvido na compra destas. Mais, quanto impacto do mercado, possivelmente se essa informação fosse divulgada antes da aquisição das ações por parte de Óscar, este teria pago um valor muito mais elevado do que aquele que acabou por pagar no momento em que as adquiriu. Razão pela qual, também aqui, julgamos estar verificado este requisito.

• *Carácter específico:*

Conforme referido anteriormente, estando em causa a possibilidade de uma OPA, esta irá sempre dizer relacionar-se diretamente quer com a própria empresa emitente, quer com a empresa adquirente, pelo que também aqui se verifica uma especificidade da informação, estando este requisito verificado.

- *Idoneidade para influenciar sensivelmente o preço dos valores mobiliários no mercado:*

Para finalizar, relativamente ao nexo de relação entre a informação e o efeito efetivamente verificado, visto que o negócio entre a VIC, SGPS, S.A. e o Montepio Geral para aquisição do Finibanco iria sempre ter que originar uma OPA, esta iria afetar o preço das ações desta empresa, estando novamente em causa a afetação do próprio controlo desta.

Passemos então a analisar se estamos perante um crime de abuso de informação privilegiada nos termos do artigo 378.º do CdVM.

- *Qualidade dos agentes:*

Analisemos então a qualidade de Óscar enquanto agente infrator. Socorrendo-nos novamente às alíneas a) a d) do n.º 1 do artigo 378.º do CdVM, desta vez torna-se claro identificar que Óscar não se insere em nenhuma das categorias de *insider*. Neste caso, a nosso entender, e uma vez que o próprio tribunal não deu como provado o modo de obtenção da informação por parte deste, Óscar deveria ser considerado um *insider secundário (ou outsider)*, incluindo-se, portanto, no n.º 3 do artigo 378.º do CdVM.

- *Prática de um dos atos elencados como proibidos:*

Ora, neste caso, Óscar, tendo conhecimento da informação, ordenou ao seu banco que adquirisse as ações do Finibanco, pelo que praticou um dos atos elencados no n.º 3 do artigo 378.º do CdVM.

- *Relação entre a informação detida e a conduta proibida:*

Ao ordenar a aquisição das ações do Finibanco, sabendo das negociações entre a VIC, SGPS, S.A. e o Montepio Geral, Óscar conseguiu reduzir o risco associado a uma compra normal de ações de uma empresa. Isto porque, já conhecia que, em OPA, não só as ações poderiam ser vendidas, como ainda o poderiam ser por um valor superior àquele que este pagou pela sua aquisição.

- *Dolo:*

Queda apenas por analisar se, com a sua conduta, Óscar atuou ou não com dolo. No nosso entendimento, a resposta será afirmativa, isto porque, ao ordenar a aquisição das ações do Finibanco, Óscar conhecia que a informação que detinha era confidencial e privilegiada,

aproveitando-se dela para obter para si uma vantagem injusta, uma vez que o próprio mercado desconhecia esta informação, não tendo por isso tido tempo para contrapor. Mais, julgamos ainda que o facto de ter vendido as referidas ações apenas três dias após a sua aquisição e divulgação da OPA, Óscar a adquiri-las tinha, claramente, o intuito de as revender, adquirindo para si uma vantagem patrimonial ilegítima.

Pelo exposto, concluímos que o doutro tribunal de primeira instância julgou corretamente ao condenar Óscar pela prática de um crime de abuso de informação privilegiada, bem como o tribunal da relação julgou corretamente ao considerar o recurso interposto totalmente improcedente.

- RICCIARDI - Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, Processo n.º 964/14.7TDLSB.L1⁷⁹

Jorge Leitão Ricciardi foi, em 2016, condenado pela prática do crime de abuso de informação privilegiada, por ter utilizado informação não-pública para obter para si um ganho de cerca de € 60.454,42.

Em 2012 Ricciardi adquiriu uma série de ações da empresa Brisa, tendo esta aquisição sido efetuada de forma faseada, durante cerca de um mês, e a um preço diminuto. O que mais tarde veio a ser provado foi que Ricciardi teria obtido a informação de que, pouco tempo depois, iria ocorrer uma OPA sobre a Brisa, fazendo com que o valor das suas ações aumentasse exponencialmente, permitindo-lhe obter mais valias com uma posterior venda.

Ora, foi precisamente isso que aconteceu. Após o anúncio da OPA sobre a Brisa, o valor das ações desta disparou, gerando uma mais valia de cerca de € 60.454,42 para Ricciardi. Mais tarde, o arguido veio a ser condenado em primeira instância pela prática do crime de abuso de informação privilegiada, tendo apresentado recurso para o Tribunal da Relação, uma vez que, no seu entendimento, não teria sido produzida, em sede de julgamento, qualquer prova direta de que este tivesse tido conhecimento prévio da OPA.

⁷⁹ Disponível para consulta em: <https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Pages/DecrimesMercado.aspx>.

Isto porque, Ricciardi não constava da lista de *insiders*, nem tampouco ficou provado que este tivesse tido algum tipo de contacto com os *insiders* identificados. Foi precisamente este um dos pontos que levou a que este caso fosse um dos mais mediáticos na área do abuso de informação privilegiada.

Quer o tribunal de primeira instância, quer posteriormente o Tribunal da Relação de Lisboa julgaram como provado o conhecimento da informação da OPA por parte de Ricciardi, não através da produção de uma prova direta, mas através de diversos factos indiciários assentes em provas diretas (nomeadamente a prova testemunhal e a experiência do julgador).

Outro motivo pelo qual este caso ficou conhecido, foi pela maneira como foi abordada a questão da precisão da informação, uma vez que na altura da compra das ações, a OPA sobre a Brisa ainda se encontrava em estado de negociações. Não obstante, vem o douto tribunal julgar que a informação já cabia no carácter preciso da informação privilegiada uma vez que, pese embora ainda se encontrarem em negociações, os factos já ocorridos demonstravam uma grande probabilidade de concretização do negócio, como veio mais tarde a acontecer.

Ricciardi acabou por ser condenado na pena de 180 dias de multa, à taxa diária de € 100,00, perfazendo um montante global de € 18.000,00 ou, em alternativa, em 120 dias de prisão subsidiária, tendo o produto da mais valia gerada no valor de € 60.454,42 sido declarado perdido a favor do Estado.

- Análise do caso concreto

Igualmente como procedemos nos casos anteriores, começemos por analisar se estamos perante uma informação privilegiada:

- *Carácter não-público:*

No caso concreto, aquando da aquisição das ações por parte de Ricciardi, a informação relativa à OPA incidente sobre a Brisa ainda se mantinha confidencial. Até porque, já nesta altura estava criada uma lista de *insiders* que identificava as concretas pessoas que teriam acesso a esta informação.

A informação não se encontrava assim divulgada ao público, não sendo por isso do conhecimento de todos os agentes que atuavam no mercado, pelo que não restam dúvidas quanto ao carácter não-público da informação.

- *Carácter preciso:*

Novamente utilizando os três requisitos enunciados *supra*, quanto ao segredo, como já referido e dado como provado no caso concreto, a informação da possibilidade de OPA da Brisa mantinha-se confidencial, pelo que não era do conhecimento do público em geral.

Ora, o próprio tribunal veio analisar o carácter preciso da informação, uma vez que, não obstante ainda se encontrarem a decorrer as negociações sobre esta OPA, os factos já ocorridos e dos quais Ricciardi tinha conhecimento, demonstravam uma grande probabilidade de concretização do negócio. Pelo que, julgamos estar verificado este requisito.

- *Carácter específico:*

Nos mesmos termos enunciados anteriormente, estando novamente em causa a possibilidade de uma OPA, relacionar-se-á sempre diretamente quer com a própria empresa emitente, quer com a empresa adquirente, pelo que também aqui se verifica uma especificidade da informação, estando este requisito verificado.

- *Idoneidade para influenciar sensivelmente o preço dos valores mobiliários no mercado:*

Para finalizar, cabe analisar o nexo de relação entre a informação e o efeito verificado. Ora, caso a informação de que seria lançada uma OPA sobre a Brisa fosse divulgada ao público ao mesmo tempo e de igual modo, esta sempre iria afetar o preço das ações da empresa, uma vez que tal iria implicar uma afetação do próprio controlo desta. Desta forma, também este requisito se encontra verificado.

Passemos então a analisar se estamos perante um crime de abuso de informação privilegiada nos termos do artigo 378.º do CdVM.

- *Qualidade dos agentes:*

Analisemos então a qualidade de Ricciardi enquanto agente infrator. Aplicando novamente o disposto nas alíneas a) a d) do n.º 1 do artigo 378.º do CdVM, tal como no caso anterior, torna-se claro identificar que Óscar não se insere em nenhuma das categorias de *insider primário*. Pelo que, também neste caso, a nosso entender, e uma vez que o próprio tribunal não deu como provado o modo de obtenção da informação por parte deste, apenas provando que este a detinha, Ricciardi deverá ser considerado um *insider secundário (ou outsider)*, incluindo-se, portanto, no n.º 3 do artigo 378.º do CdVM.

- *Prática de um dos atos elencados como proibidos:*

Detendo conhecimento da informação de uma futura OPA sobre a Brisa, Ricciardi adquiriu, durante um mês, diversas ações desta empresa, pelo que praticou um dos atos elencados no n.º 3 do artigo 378.º do CdVM.

- *Relação entre a informação detida e a conduta proibida:*

Ao ordenar a aquisição das diversas ações da Brisa durante um mês consecutivo, conhecendo a probabilidade muito elevada da realização de uma posterior OPA sobre esta empresa, Ricciardi conseguiu, não só reduzir o risco associado a uma compra normal de ações de uma empresa, como ainda gerar para si uma mais valia bastante elevada. Isto porque, já conhecia que, em OPA, não só as ações poderiam ser vendidas, como ainda o poderiam ser por um valor superior àquele que este pagou pela sua aquisição.

- *Dolo:*

Para finalizar, falta apenas analisar se, com a sua conduta, Ricciardi atuou ou não com dolo. A nosso ver, a resposta será afirmativa, isto porque, ao ordenar as diversas aquisições das ações da Brisa, Ricciardi conhecia que a informação que detinha era confidencial e privilegiada, aproveitando-se dela para obter para si uma mais valia bastante elevada e ilegítima.

Pelo *supra* exposto, somos a concluir que quer o doutro tribunal de primeira instância quer posteriormente o tribunal da relação julgaram corretamente ao condenar Ricciardi pela prática de um crime de abuso de informação privilegiada.

- JORGE OLIVEIRA - Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, Processo n.º 1288/15.8TDLSB⁸⁰

Por fim, iremos abordar este acórdão na medida em que se trata de uma das decisões mais recentes do Tribunal da Relação de Lisboa (21/03/2018), bem como um dos primeiros em que a condenação do arguido abarcou quatro crimes de abuso de informação privilegiada.

⁸⁰ Disponível para consulta em:

<https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Pages/De cCrimesMercado.aspx>.

Vejamos.

Jorge Oliveira era um trabalhador da MOTA-ENGIL que foi condenado pela prática de quatro crimes de abuso de informação privilegiada relativamente à empresa onde exercia funções.

Durante o ano de 2013, Jorge teve acesso a diversas informações privilegiadas relativas a adjudicação de projetos e distribuição de dividendos que diziam respeito à MOTA-ENGIL, sendo que, em vez de se abster de praticar atos tendo em conta a informação que detinha, Jorge decidiu adquirir para si, em quatro situações diferentes, ações da referida empresa.

A aquisição das ações foi sempre efetuada previamente à divulgação ao mercado das respetivas adjudicações de projetos, bem como da distribuição de dividendos. Contudo a venda destas ocorreu sempre muito pouco tempo depois de as informações serem divulgadas ao público, vejamos:

- Compra de 8.000 ações previamente à divulgação da informação de adjudicação de um novo projeto de construção pelo Estado do México, tendo a venda destas ocorrido após a divulgação desta informação, gerando um benefício no valor de € 7.743,39.
- Aquisição de 15.000 ações previamente à divulgação de distribuição de dividendos em espécie para os acionistas, tendo a venda destas ocorrido cinco dias depois da divulgação desta informação, originando uma mais valia no montante de € 11.131,64.
- Compra de 13.000 ações previamente à divulgação da informação de adjudicação de diversos contratos na Europa, África e América Latina, tendo a venda destas ações ocorrido no dia posterior à divulgação desta informação, gerando um benefício no valor de € 5.008,04.
- Aquisição de 16.500 ações previamente à divulgação da informação de adjudicação de novos projetos de construção, tendo a venda destas ocorrido após a divulgação desta informação, originando uma mais valia no montante de € 9.896,45.

No total, Jorge adquiriu para si, mediante a utilização de informações privilegiadas a que teve acesso no âmbito da profissão que desempenhava, um total de 52.500 ações da MOTA-ENGIL, tendo, com a sua venda, gerado um benefício pessoal no montante total de € 33.779,52.

Quer em primeira instância, quer depois no recurso do Tribunal da Relação, Jorge foi condenado pela prática de quatro crimes de abuso de informação privilegiada, tendo-lhe sido aplicada uma pena de multa de 230 dias, à taxa diária de € 30,00, perfazendo um montante global no valor de € 6.900,00, sendo ainda o produto da mais valia gerada no valor de € 33.770,52 sido declarado perdido a favor do Estado.

Neste caso, o tribunal de primeira instância, aplicou ainda a pena acessória de publicação da sentença condenatória em jornal diário e especializado na matéria económica ou financeira, ficando as custas desta publicação a cargo do arguido. Contudo o Tribunal da Relação de Lisboa, veio revogar esta condenação, na medida em que Jorge, à data da condenação, já não exercia funções na MOTA-ENGIL, justificando não ser necessária a aplicação desta pena como medida preventiva, bastando a pena de multa e apreensão do benefício.

▪ Análise do caso concreto

Tal como elaborado para os casos anteriores, começemos por analisar se estamos perante uma informação privilegiada:

• *Carácter não-público:*

Aquando da aquisição das ações por parte de Jorge, em qualquer um dos momentos acima identificados, as informações relativas às adjudicações de projetos e à distribuição de dividendos ainda se mantinham confidenciais, restritas apenas à MOTA-ENGIL e aos Estados adjudicantes.

A informação não se encontrava assim divulgada ao público, não sendo por isso do conhecimento de todos os agentes que atuavam no mercado, pelo que não restam dúvidas quanto ao carácter não-público da informação.

• *Carácter preciso:*

Novamente utilizando os três requisitos enunciados *supra*, quanto ao segredo, como já referido, a informação da adjudicação de projetos e de distribuição de dividendos pelos acionistas mantinha-se confidencial, pelo que não era do conhecimento do público em geral.

Uma vez que Jorge já detinha conhecimento destas informações, atenta a profissão que desempenhava na MOTA-ENGIL, ao adquirir as ações previamente à sua divulgação, este estava claramente a reduzir o risco envolvido na compra destas. No que concerne ao impacto

do mercado, possivelmente se as informações fossem divulgadas antes da aquisição das ações por parte de Jorge, este teria pago um valor muito mais elevado do que aquele que acabou por pagar no momento em que as adquiriu. Razão pela qual, também aqui, julgamos estar verificado este requisito.

- *Carácter específico:*

Ao contrário do que aconteceu nos casos anteriores, aqui a informação não se reportava a uma OPA, contudo esta também não se apresentava como genérica ou abstrata, sendo inclusivamente especificada para determinada empresa, a MOTA-ENGIL, bem como para as partes envolvidas e o tipo de projetos envolvidos.

- *Idoneidade para influenciar sensivelmente o preço dos valores mobiliários no mercado:*

Cabe, ainda, analisar onexo de relação existente entre a informação e o efeito verificado. Vejamos, caso as informações de adjudicação de projetos de uma dimensão extremamente elevada e de distribuição de dividendos em espécie pelos acionistas fossem divulgadas ao público ao mesmo tempo e de igual modo, estas iriam sempre afetar o preço das ações da empresa, uma vez que, sendo projetos de uma dimensão extremamente considerável, os mesmos iriam gerar exponenciais receitas para a MOTA-ENGIL. Pelo que, também aqui este requisito se encontra verificado.

Passemos então a analisar se estamos perante um crime de abuso de informação privilegiada nos termos do artigo 378.º do CdVM.

- *Qualidade dos agentes:*

Iremos agora averiguar a qualidade de Jorge enquanto agente infrator. Deitando mão, novamente, ao disposto nas alíneas a) a d) do n.º 1 do artigo 378.º do CdVM, neste caso concreto, torna-se claro identificar que Jorge se insere na alínea c) do n.º 1 do artigo 378.º do CdVM, isto porque o modo de obtenção da informação por parte deste proveio da sua relação contratual com a MOTA-ENGIL. Pelo que, no nosso entendimento, Jorge deverá ser considerado um *insider primário*, na vertente de *temporary insider*.

- *Prática de um dos atos elencados como proibidos:*

Detendo conhecimento das informações *supra* referidas, Jorge adquiriu, em quatro situações distintas, diversas ações desta empresa, pelo que praticou um dos atos elencados no n.º 1 do artigo 378.º do CdVM.

- *Relação entre a informação detida e a conduta proibida:*

Ao adquirir diversas ações da MOTA-ENGIL durante os quatro acontecimentos relevantes, tendo, atendendo à sua profissão, uma grande certeza do seu grau de concretização e efetivação, Jorge conseguiu, não só reduzir o risco associado a uma compra normal de ações de uma empresa, como ainda gerar para si uma vantagem patrimonial elevada.

- *Dolo:*

Para finalizar, resta verificar se, com a sua conduta, Jorge atuou ou não com dolo. A nosso ver, a resposta será afirmativa, isto porque este apenas procedeu à aquisição das ações da MOTA-ENGIL porque conhecia que as informações que detinha eram confidenciais e privilegiadas, apresentando uma manifesta possibilidade de concretização, aproveitando-se dela para obter para si uma vantagem patrimonial elevada e ilegítima.

Pelo *supra* exposto, somos a concluir que quer o doutro tribunal de primeira instância quer posteriormente o tribunal da relação julgaram corretamente ao condenar Jorge pela prática de um crime de abuso de informação privilegiada.

CAPÍTULO VI

A Responsabilidade dos Administradores das Sociedades

A. O Dever de Indemnizar Associado à Responsabilidade dos Administradores

Já tendo abordado o crime de abuso de informação privilegiada em Portugal e analisado algumas decisões dos tribunais portugueses, cumpre averiguar se a nossa lei, atendendo à importância com que trata os cargos dos gerentes e administradores enquanto *insiders*, atribui a estes agentes algum tipo de responsabilidade para além da responsabilidade penal atribuída pelo artigo 378.º do CdVM.

Como já referido, a norma penal presente no ordenamento jurídico português relativamente ao crime de abuso de informação privilegiada encontra-se no artigo 378.º do CdVM. Enquanto norma penal, esta visa a proteção de diversos interesses, tendo, no entanto, no seu escopo a finalidade de fomentação de confiança e segurança dos agentes que atuam no mercado, de modo a que estes o possam fazer de forma igual, isenta e transparente.

Ora, neste âmbito, enquanto representantes máximos das sociedades emittentes de informação não-pública, referente ou não a valores mobiliários, os gerentes e administradores encontram-se sujeitos a um grau de responsabilidade superior àquele que é exigido a qualquer outro indivíduo.

Foi nesta esteira que o legislador português julgou ser por demais evidente, que a esta responsabilidade se encontrasse associado um dever de indemnizar os lesados pelos prejuízos causados através da sua conduta ilícita. Para tal, incluiu, no Código das Sociedades Comerciais (doravante CSC) a seguinte norma:

Artigo 449.º

(Abuso de informação)

1 - O membro do órgão de administração ou do órgão de fiscalização de uma sociedade anónima, bem como a pessoa que, por motivo ou ocasião de serviço permanente ou temporário prestado à sociedade, ou no exercício de função pública, tome conhecimento de factos relativos à sociedade aos quais não tenha sido dada publicidade e sejam susceptíveis de influenciarem o valor dos títulos por ela emitidos e adquira 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.

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

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

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

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

Da leitura desta norma e como tem sido entendimento na doutrina, fácil é de perceber que esta norma visa proteger os interesses da sociedade emitente de valores mobiliários, acautelando quer as operações do seu dia-a-dia, quer a confiança entre os agentes que atuam na vida da sociedade.⁸¹

Isto porque, é do interesse da sociedade emitente que a informação não seja tornada pública até que todo o processo se encontre concluído, pelo que, em última análise, deverá ser esta o alvo principal da protecção normativa.

Com esta norma, nomeadamente os seus artigos n.º 1 e 2, o legislador procurou ainda acautelar que fossem sujeitos à obrigação de indemnizar, não só os gerentes e administradores enquanto *insiders primários*, como também aqueles que, sendo externos à sociedade, recebem a informação dos primeiros e decidem atuar de acordo com esta, ou seja, os *insiders secundários* ou *outsiders*.

Deste modo, cumpre fazer desde logo uma identificação dos sujeitos prejudicados. Ora, a norma não é clara quanto ao conceito de prejudicado, pelo que, estes poderão ser quer os

⁸¹ (Augusto, 2004: 120 e 121).

próprios sócios ou acionistas, quer investidores, quer contrapartes em negócios, quer até a própria sociedade.

Contudo esta norma vai mais longe, estabelecendo que, caso estejamos perante uma impossibilidade de identificação dos prejudicados, deverá a indemnização ser entregue à própria sociedade. Ora, com esta solução, pretende-se garantir que o *insider* ou o *terceiro* não beneficie das vantagens ilícitas resultantes do abuso de informação, ainda que não tenha sido possível identificar os concretos prejudicados⁸² pela conduta danosa.

Surge então a questão de saber: *e se só forem identificados parte dos prejudicados?* Neste caso, atendendo ao vertido no artigo 449.º parece ser solução que sejam os prejudicados identificados ressarcidos pelos danos sofridos, sendo o montante restante entregue à sociedade (que, em última análise, sempre será considerada lesada)⁸³.

Passemos então à análise concreta da natureza do artigo 449.º do CSC. Do corpo do artigo, podemos ler que o infrator deverá indemnizar o prejudicado em “quantia equivalente ao montante da vantagem patrimonial realizada”, pelo que, desde logo este artigo pressupõe que exista para o infrator a aquisição de uma vantagem patrimonial.

Esta vantagem patrimonial, adquirida sem aparente motivo, poderá levar a que se conclua que o presente artigo assenta e tem por base o instituto do enriquecimento sem causa, presente nos artigos 473.º e seguintes do Código Civil (doravante CC): “Aquele que, sem causa justificativa, enriquecer à custa de outrem é obrigado a restituir aquilo com que injustamente se locupletou.”.

Vejamos.

O instituto do enriquecimento sem causa, pressupõe assim a verificação cumulativa dos seguintes requisitos: a) a existência de um enriquecimento; b) sem motivo justificativo; c) à custa do empobrecimento de outrem.

Analisemos a subsunção a cada um destes requisitos. Quanto ao enriquecimento, este não levanta qualquer dúvida, uma vez que o infrator, com a sua conduta, adquire para si uma vantagem patrimonial que não teria adquirido se não a tivesse praticado; no que concerne à custa do empobrecimento de outrem, também é de fácil compreensão que este requisito se

⁸² (Ramos, 2013: 913 Ob. cit.).

⁸³ (Ramos, 2013: 915).

encontra verificado, quer mediante o detrimento da própria sociedade, quer de agentes individualizados.

Contudo, no que respeita ao motivo justificativo, levantam-se diversas questões quanto ao seu preenchimento. Isto porque, em boa verdade, o instituto do enriquecimento sem causa visa apenas acautelar a restituição de uma quantia monetária, não prevendo qualquer tipo de sanção pelo modo como esta quantia é obtida. Pelo que, presume-se que este motivo justificativo não assenta num comportamento ilícito, como ocorre no caso *sub judice*⁸⁴.

Pelo exposto, deverá ser de afastar o entendimento de que esta norma tem, na sua natureza, o instituto do enriquecimento sem causa.

Por outro lado, e utilizando o raciocínio anterior, ao pressupor uma conduta ilícita (proibida penalmente), parece-nos que o legislador procurou utilizar como base para esta norma o instituto da responsabilidade civil.

Isto porque, este instituto tanto pressupõe, e acautela, a necessidade de reparação dos danos causados aos prejudicados, mediante o pagamento de uma indemnização, como também pressupõe a punição do infrator e a capacidade de prevenção de futuros comportamentos ilícitos por parte dos agentes⁸⁵.

Também este instituto pressupõe a verificabilidade de requisitos, sendo eles: a) facto voluntário; b) ilícito; c) culposo; d) dano; e) nexo de causalidade entre o facto e o dano. Nestes termos, torna-se fácil a compreensão de que estes requisitos se encontram preenchidos pelo tipo de crime (o agente que detém a informação decide utilizá-la de forma voluntária, sabendo que ao fazê-lo incorre num ilícito criminal, mas mesmo assim atuando e gerando para si uma vantagem patrimonial que, de outro modo, não obteria). Aliás, é precisamente a existência de um dano que acarreta a necessidade de indemnizar que originou a necessidade do legislador em acautelar a efetividade dessa indemnização.

Porém, a nosso entender, o legislador falha em concretizar a medida dessa indemnização, uma vez que meramente a faz depender da “quantia equivalente ao montante da vantagem patrimonial realizada”, sem ter em consideração outros fatores que a poderão influenciar.

⁸⁴ (Silva, 2015: 65).

⁸⁵ (Matos, 2017: 47).

Ora, é precisamente esta primazia do valor da vantagem patrimonial realizada em detrimento do valor do efetivo dano, que suscita dúvidas quanto à aplicabilidade do regime da responsabilidade civil à natureza do artigo 449.º do CSC⁸⁶.

Atenta a não concretização desta medida de indemnização pelo legislador, vem a doutrina⁸⁷ portuguesa tentando colmatar a falha verificada, apresentando para tal a possibilidade de consideração do artigo 449.º do CSC mediante duas vias:

- 1) Como uma norma de proteção de bens alheios: caso em que se deverá articular este artigo com o disposto no regime da responsabilidade civil extracontratual. Desta forma, *o montante da vantagem realizada aparece como um limite complementar ao limite-regra da responsabilidade civil, o dano*. Assim sendo:
 - a) Havendo apenas um prejudicado, se o valor do dano for inferior ao valor da vantagem realizada, o montante da indemnização é equivalente ao valor do dano. Por outro lado, se o montante do dano for superior ao montante da vantagem realizada, a indemnização a pagar será equivalente ao valor da vantagem realizada.
 - b) Na eventualidade de existirem vários prejudicados, deve-se entender que cada um deve receber o valor correspondente ao dano por si sofrido, salvo nos casos em que o montante do dano ultrapasse o montante da vantagem realizada. Contudo este entendimento poderá acarretar que o *insider* acabe por pagar, somando-se o valor das indemnizações pagas individualmente a cada um dos prejudicados, um montante superior ao valor da vantagem realizada.

- 2) Como uma norma de responsabilidade civil com presunção do montante do dano: segundo este entendimento, haverá uma presunção de que o montante do dano corresponderá à “quantia equivalente ao montante da vantagem patrimonial realizada”. Será esta presunção o indicador para a aplicabilidade dos regimes dos institutos, isto porque:
 - a) Sendo a *presunção ilidível*, se o valor do dano for, no caso concreto, superior à “quantia equivalente ao montante da vantagem patrimonial realizada”, o lesado

⁸⁶ (Matos, 2017: 48).

⁸⁷ (Matos, 2017: 38 Ob. cit.).

pode provar a diferença. Da mesma forma, se o valor do dano for inferior, o infractor pode também provar a diferença. Por outro lado,

- b) Sendo a *presunção inilidível*, se o valor do dano, no caso concreto, for superior à “quantia equivalente ao montante da vantagem patrimonial realizada”, o lesado recebe apenas esta quantia, podendo recorrer ao regime geral da responsabilidade civil para receber o restante. Já o infractor, no caso de o valor do dano ser inferior ao montante da vantagem realizada, pode recorrer ao instituto do enriquecimento sem causa.

Apesar de não ser possível a concreta determinação de qual dos entendimentos pretenderia o legislador adotar, no que concerne à natureza que o artigo 449.º do CSC, é sempre possível identificar o regime da responsabilidade civil como primordial e preferencial face aos restantes.

Salvo melhor entendimento, e atendo também à natureza dos deveres dos gerentes e administradores das sociedades que servem de base à imputação das responsabilidades destes, somos a entender que o regime mais adequado seria o de interpretação da norma à luz da proteção de bens alheios, devendo a interpretação do artigo 449.º do CSC passar por uma articulação com o disposto no regime da responsabilidade civil extracontratual.

CONCLUSÃO

Terminando agora a nossa Dissertação, cabe tecer as conclusões sobre a temática em análise. Contudo, ressalva-se que a presente Dissertação não teve como intuito aprofundar a informação privilegiada a um nível penal, focando-se mais no cariz económico do tipo de crime e na obrigação que impende sobre os gerentes e administradores quanto à sua responsabilização perante os lesados afetados pela conduta dolosa.

Nos mercados de valores mobiliários, onde a troca de informação é constante e apresenta uma volatilidade e capacidade de afetação significativa, é importante que exista uma regulação desta, de modo a que todos os seus agentes lhe possam ter acesso, quer ao mesmo tempo, quer do mesmo modo, impondo, para tal, a adoção de determinadas condutas aos agentes que nele atuam.

Se estivermos perante uma determinada informação que, pela relevância que acarreta, deve ser meramente restrita a um certo número específico de pessoas, sendo apenas tornada pública para a generalidade dos agentes em momento posterior e ao mesmo tempo, podemos dizer que esta será considerada uma informação privilegiada.

Ou seja, o conceito de informação privilegiada abarca toda e qualquer informação que é divulgada a determinados agentes, quando não o deveria ser, sendo esta capaz de modificar a maneira como estes atuam no mercado, inferindo no modo como irão pautar as suas condutas e decisões de uma forma que, se não a obtivessem, não atuariam.

Por sua vez, a divulgação desta informação pode provir de pessoas internas à própria sociedade e que apresentam com ela uma relação, sendo por isso consideradas como *insiders*; como provir de outros que, nada tendo a ver com a sociedade e não mantendo com esta nenhuma relação, recebem a informação através dos *insiders*, sendo por isso considerados como *outsiders*.

Apesar da facilidade de transferência e troca de informação que se verifica hoje em dia, a verdade é que a origem do *insider trading* remonta a 1800, tendo ganho uma expressão preponderante até aos dias de hoje.

A nível de direito comparado, não persistem dúvidas quanto ao facto de ser nos Estados Unidos da América que se centra a maior massificação de casos e conseqüente regulamentação, sendo esta sempre associada e tendo como essência a existência de um dever fiduciário, isto é, de confiança e lealdade, dos agentes que detêm a informação para com a sociedade.

Por outro lado, a nível europeu/comunitário, a expressão do crime de abuso de informação privilegiada apenas surge mais tarde, derivando de uma necessidade de regulamentação que tivesse por base o princípio da igualdade de acesso e conhecimento da informação, entre todos os agentes que atuam no mercado.

Não obstante as diferenças apresentadas pelos dois sistemas, concluímos que ambos apresentam no seu cerne uma semelhança preponderante na ótica de otimização do mercado, de forma a torná-lo um espaço de negociação, aquisição e troca seguro, transparente e igualitário para todos os agentes que nele atuam e que com ele interagem.

Em Portugal, verificou-se uma transposição da diretiva comunitária para o ordenamento jurídico, sendo atualmente este crime regulado quer através do regulamento concretizador a esta associado, quer através da criação e inclusão, no artigo 378.º do CdVM, de uma norma penal.

Assim, o abuso de informação privilegiada é atualmente um crime, punível através de penas repressivas e preventivas, como sejam a privação da liberdade, o pagamento de multas, a perda das vantagens patrimoniais adquiridas com a prática do crime, entre outras.

Porém, atendendo à natureza e qualidade inerentes à profissão de gerente ou administrador de uma sociedade, surge uma necessidade de acautelar os interesses quer da própria sociedade, quer dos sócios ou acionistas, dos credores sociais e até mesmo de terceiros lesados. Razão pela qual, o legislador português decidiu atribuir a estas duas figuras deveres e obrigações pelos quais os mesmos se devem pautar, sendo-lhes aplicada, em caso de violação destes, a obrigatoriedade de indemnizar os lesados da sua conduta dolosa, sendo tal obrigação consagrada e decorrente das normas constantes no CSC.

Nos termos deste artigo, é imposta uma verdadeira obrigação de indemnizar aos gerentes e administradores das sociedades, pelos prejuízos causados com a sua conduta. Contudo o legislador português deixou algumas lacunas quanto ao modo como o valor desta indemnização deve ser aferido.

Desta forma, tem tentado a doutrina estabelecer critérios de aferição que permitam auxiliar no cálculo deste valor, analisando o fundamento da norma enquanto proteção de bens alheios ou enquanto responsabilidade civil com presunção do montante do dano.

A nosso ver, julgamos que a norma do artigo 449.º do CSC deve ser interpretada à luz da proteção de bens alheios, devendo ser articulada com o disposto no regime da responsabilidade civil extracontratual, e assumindo o dano o limite-regra ao valor a indemnizar.

Isto porque, será sempre este o critério preponderante para a aferir a culpa do agente quanto aos danos provocados a outrem. Assim, sempre que o valor da vantagem patrimonial adquirida pelo gerente ou administrador infrator for superior ao dano verificado, deve o lesado ser indemnizado pelo valor do efetivo dano; por outro lado, sempre que o valor do dano for superior ao valor da vantagem patrimonial adquirida pelo gerente ou administrador, deverá o prejudicado ser indemnizado até ao valor do dano verificado, uma vez que apenas desta forma se consegue acautelar que o lesado/prejudicado seja reconduzido à situação inicial que se verificaria se não tivesse sido praticada a conduta danosa.

Julgando estar aptos a concluir, por fim, o cerne da questão, e salvo melhor entendimento, cremos que o CdVM estipula uma norma que visa acautelar a transparência, segurança, igualdade e solidez do funcionamento do mercado e da informação que nele circula, bem como todos os agentes que nele atuam, de modo a que estes o façam de forma isenta e desprovida de uma preocupação desmedida, confiando de que estão a adotar a decisão económica mais acertada.

Por outro lado, as normas previstas no CSC encontram-se direcionadas para a ótica da proteção e tutela da sociedade, enquanto pessoa jurídica relevante e dotada de importância. Contudo, o âmbito normativo não se limita a esta proteção, estendendo o seu âmbito à proteção de sócios ou acionistas, credores sociais e terceiros.

Ao impor determinada adoção de deveres e obrigações, o que verdadeiramente se está a impor às partes é a adoção de um comportamento reto e que permita conferir uma segurança e estabilidade a todos os que dependem da sociedade e que com esta apresentam algum ponto de contacto.

Nesta ótica, quanto ao ilícito do abuso de informação privilegiada e enquanto seres capazes de vinculação da própria pessoa coletiva, o fundamento base relativo à responsabilidade dos gerentes e administradores das sociedades centra-se na verdadeira verificabilidade dos pressupostos da responsabilidade civil, que, a existir, visa tutelar interesses alheios, de modo a restabelecer o equilíbrio inicial, impondo a estes agentes uma verdadeira responsabilidade de indemnizar.

BIBLIOGRAFIA

BIBLIOGRAFIA NACIONAL

Almeida, António Pereira de (2013), *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados – Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. II, 7.^a Edição (Reformulada e atualizada), Coimbra, Coimbra Editora.

Augusto, Ana Micaela Pedroso (2004), *Insider trading – perspectiva sobre o enquadramento jurídico societário no ordenamento português*, in *O Direito – Ano 136.º, 2004 – V*, Coimbra, Almedina.

Bandeira, Gonçalo Nicolau Cerqueira Sopas de Melo (2011), *Abuso de Informalão, Manipulação do Mercado e Responsabilidade Penal das “Pessoas Coletivas” – “Tipos Cumulativos” e Bens Jurídicos Colectivos na “Globalização”*, 1.^a Edição, Lisboa, Editorial Juruá.

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

Câmara, Paulo, (2011), “Publicidade de Participações e Abuso de Informações”, em Prof. Dr. António Menezes Cordeiro (Coord.), *Código das Sociedades Comerciais Anotado e Regime Jurídico dos Procedimentos Administrativos de Dissolução e de Liquidação de Entidades Comerciais (DLA)*, capítulo VII, 2.^a Edição (revista e atualizada), Coimbra, Almedina.

Carvalho, Francisco Proença de e Filipa Loureiro (2010), “O Crime De Abuso De Informação Privilegiada (Insider Trading), Em Especial A Questão Dos Administradores Como Insiders Primários, Quando Actuam Em Representação Da Sociedade”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 27. Disponível em <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/2767/documento/artPor03.pdf?id=2554>.

CMVM (2018), “*Abuso de Informação Privilegiada – Conceitos, Comportamentos Proibidos, Consequências legais, Linhas de Orientação e Decisões Judiciais*”, Publicações CMVM, Disponível para consulta em <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Anexos/Pages/Abuso-de-Inforna%C3%A7%C3%A3o-Privilegiada.aspx>.

Cordeiro, A. Barreto Menezes (2016), *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 1.^a Edição, Coimbra, Edições Almedina, S.A.

Ferreira, Eduardo Paz (2001), “A Informação no Mercado de Valores Mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. III, Coimbra, Coimbra Editora.

Figueiredo, Mariana (2011), *A “Business Judgment Rule” e a sua Harmonização com o Direito Português*, Dissertação de Mestrado em Direito da Empresa e dos Negócios, Porto, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa

Granadeiro Ana Breitenfeld (2015), *O abuso de informação privilegiada (insider trading): Análise dos pressupostos do tipo legal à luz do artigo 378.º Cod.VM*, Dissertação de Mestrado Profissionalizante em Ciências Jurídicas Forenses, Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa.

Matos, Cátia Isabel Correia Rosa Miguel (2017), *Insider Trading - O Abuso de Informação Privilegiada*, Dissertação de Mestrado em Direito das Empresas, Lisboa, ISCTE.

Pratas, Marta Alexandra Fialho (2016), *O Insider Trading nos Mercados Financeiros: O papel da informação no funcionamento dos Mercados e a sua Regulação*, Dissertação de Mestrado Profissionalizante em Ciências Jurídico-Financeiras, Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa.

Ramos, Maria Elisabete, (2013), “O crime de abuso de informação privilegiada: (insider trading): a informação enquanto problema jurídico-penal”, em Jorge M. Coutinho de Abreu (Coord.), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. VI: Artigos 373.º a 480.º, Coimbra, Almedina

Raposo, José Ribeiro Vasconcelos (2018), *O crime de abuso de informação privilegiada – O regime português e aspectos de responsabilidade penal dos administradores*, Dissertação de Mestrado em Direito Empresarial, Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa.

Rodrigues, Ricardo Alexandre Cardoso e João Luz Soares (2018), *Do crime de abuso de informação privilegiada (insider trading): uma análise ius dogmática, entre sistemas e jurisprudências*, 1.ª Edição, Porto, Vida Económica – Editorial, SA.

Silva, Bárbara Miragaia (2015), *Insider Trading - A Responsabilidade dos Administradores por Abuso de Informação Privilegiada*, Dissertação de Mestrado em Direito das Empresas, Lisboa, ISCTE.

Vales, Edgar (2019), *Responsabilidade dos Gerentes e Administradores*, 3.ª Edição, Coimbra, Almedina.

JURISPRUDÊNCIA NACIONAL

COFINA - Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, Processo n.º 10916/01.1TDLSB

<https://www.cmvm.pt/en/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Pages/Judicial-decisions-on-crimes-against-the-market.aspx>

ÓSCAR OLIVEIRA, RICCIARDI E JORGE OLIVEIRA

<https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Pages/DecrimesMercado.aspx>

BIBLIOGRAFIA INTERNACIONAL

Chen, James (2018), “Dirks Test”. Disponível em <https://www.investopedia.com/terms/d/dirks-test.asp>

Friedrich, Elizabeth K. (2016), *Insider Trading After Newman: The Impact on Financial Institutions*, Vol. 29, N. ° 4, Journal of Taxation and Regulation of Financial Institutions.

Gullifer, Louise e Jennifer Payne (2011), *Corporate Finance Law: Principles and Policy*, Reino Unido, Hart Publishing Ltd.

Howden, David (2014), *Knowledge Flows and Insider Trading*, Munich Personal RePEc Archive, N. ° 79604. Disponível para consulta em <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/79604/>.

Mulligan, Mark (2009), Telefónica’s Alierta cleared of insider trading, in Financial Times, Madrid. Disponível em <https://www.ft.com/content/fb08d00e-7301-11de-ad98-00144feabdc0>.

Nagy, Donna M. (2016), *Beyond Dirks: Gratuitous Tipping and Insider Trading*, Vol. 42:1, The Journal of Corporation Law.

Smith, Tim (2019), “Multilateral Trading Facility (MTF)”, in *Investopedia*. Disponível para consulta em https://www.investopedia.com/terms/m/multilateral_trading_facility.asp.

Thapa, Rojina (2010), *Insider Trading: A Brief Overview of Legal Regime in USA, UK, India and Nepal*, Mirmire-Economic Article Specia I Issue, Vol. 38, N. ° 293. Disponível em https://www.academia.edu/18007693/Insider_Trading_A_Brief_Overview_of_Legal_Regime_in_USA_UK_India_and_Nepal

JURISPRUDÊNCIA INTERNACIONAL

Strong vs. Repide

<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/213/419/>

Cady, Roberts & CO.

<https://insidertrading.procon.org/sourcefiles/CadyRobertsCo.pdf>

Dirks v. SEC

<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/463/646/>

Chiarella v. United States

<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/445/222/>

Texas Gulf Sulphur v. United States

<https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/258/262/1510735/>

Arquivo da sociedade histórica da SEC -

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

United States v. O'Hagan

<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/521/642/>

Persival vrs. Wright

<https://www.revolvy.com/page/Percival-v-Wright>

Alierta

<https://www.ft.com/content/fb08d00e-7301-11de-ad98-00144feabdc0>

LEGISLAÇÕES

Diretiva 89/592/CEE

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:31989L0592&from=PT>

Diretiva MAD 2003

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0006&from=PT>

The Insider Dealing (Securities and Regulated Markets)

<https://www.legislation.gov.uk/uksi/insider%20dealing>

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1988-18764&b=167&tn=1&p=19910327#a81>