Escola de Ciências Sociais e Humanas

Departamento de Economia Política

Os crimes contra o Mercado de Valores Mobiliários: O abuso de Informação Privilegiada e a Manipulação de Mercado

Ana Rita da Silva Fernandes

Dissertação submetida como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Direito das Empresas e do Trabalho: especialização em Direito das Empresas

Orientador:

Professor Doutor Manuel António Pita, Professor Auxiliar

ISCTE- Instituto Universitário de Lisboa

Outubro, 2020

Escola de Ciências Sociais e Humanas

Departamento de Economia Política

Os crimes contra o Mercado de Valores Mobiliários: O abuso de Informação Privilegiada e a Manipulação de Mercado

Ana Rita da Silva Fernandes

Dissertação submetida como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Direito das Empresas e do Trabalho: especialização em Direito das Empresas

Orientador:

Professor Doutor Manuel António Pita, Professor Auxiliar ISCTE-Instituto Universitário de Lisboa

Outubro, 2020

Não se pode criar experiência. É preciso passar por ela.
Albert Camus

Agradecimentos

A conclusão de uma etapa de tamanha importância não seria possível sem a presença daqueles que sempre acreditaram em mim, aos quais não posso deixar de agradecer.

Aos meus pais, pelo apoio incomensurável que sempre me deram ao longo de toda a minha vida pessoal e académica, e por alimentarem constantemente a minha sede de aprender.

Ao Fernando, por todo o carinho, compreensão e amor que sempre me demonstrou, pela paciência para todos os desabafos e pelos discursos motivadores que nunca me permitiram baixar os braços.

À Inês e ao Vivi, que partilharam comigo este percurso, pelas gargalhadas, pelas discussões sobre tudo e sobre nada, pela partilha de conhecimentos e, acima de tudo, pela amizade manifestada.

À Raquel, que me acompanha desde que me lembro de mim.

A toda a minha família e amigos que estiveram sempre presentes e nunca duvidaram de que era capaz.

Ao meu orientador, Doutor Manuel António Pita, por toda a ajuda e disponibilidade demonstrada.

A todos, o meu sincero agradecimento.

RESUMO

Atualmente, os crimes de mercado são constituídos por duas condutas: o abuso de informação privilegiada e a manipulação de mercado.

Por um lado, falamos de abuso informação privilegiada quando um ou mais agentes de mercado efetua(m) transações que têm por base uma informação por ele(s) obtida, que não é do conhecimento geral dos investidores e que, por isso, o(s) coloca numa situação de privilégio face aos demais.

Por outro, a manipulação de mercado verifica-se sempre que há uma divulgação de informação falsa ou enganosa, cuja intenção é induzir os investidores em erro, e com isso fazer alterar o normal funcionamento do mercado.

Tanto uma conduta como outra podem ser extremamente lesivas para o mercado. Por este motivo, os intervenientes de mercado estão obrigados à divulgação de determinadas informações.

De forma a controlar a informação que é (ou devia ser) divulgada no mercado e a detetar indícios de crime, foram criadas entidades supervisoras, cuja atuação se prende com o principal objetivo de tornar o mercado transparente e de confiança para os investidores.

Palavras-chave: mercados de capitais; abuso de mercado; informação privilegiada; *insider trading*; manipulação de mercado; entidades de supervisão.

ABSTRACT

Nowadays, market abuse consist of two conducts: insider trading and market manipulation. On the one hand, we speak of insider trading when one or more market agents carry out transactions based on self-obtained information, which is not known by the investors, putting them in a privileged situation.

On the other hand, market manipulation occurs whenever there is a disclosure of false or deceiving information, intending to mislead the investors and thereby change the normal market operations.

Both conducts can be extremely damaging to the market. Therefore, market players are required to disclose specific information. In order to control that information, as well as detecting signs of crime, some supervisory entities are created, making the market transparent and trustworthy for investors.

Keywords: Capital Market; Market Abuse; Privileged Information; Insider Trading; Market Manipulation; Supervisory Entities.

Índice

Agradecimentos vii

RESUMO ix

Palavras-chave: ix

ABSTRACT xi

Glossário de siglas xv

Introdução 1

Breve enquadramento 3

CAPÍTULO I 5

O papel elementar da informação 5

1- A informação em termos gerais 5

1.1- A informação previsional 5

2- Os riscos de mercado 6

3- A informação enquanto dever 8

3.1- Os deveres de informação 8

3.2- Dos intermediários financeiros 10

3.3- Dos auditores financeiros 12

3.4- Das entidades gestoras 12

3.5- Das entidades emitentes 13

CAPÍTULO II 17

O abuso de informação 17

1- O mercado de capitais 17

2- A informação privilegiada e os mercados de capitais 18

2.1- Âmbito legal 19

2.2- A diferença entre o regime do artigo 449º do CSC e o artigo 378º CodVM 19

3- Os pressupostos da informação privilegiada 21

3.1 - O caráter preciso 21

3.2- Price-sensitive 22

3.3- A relação entre o carácter preciso e o price-sensitive 23

3.4- A publicidade 24

4- Evolução legislativa a nível Europeu 24

4.1- As alterações à MAD com a entrada em vigor do MAR 25

4.2- Evolução da legislação no ordenamento jurídico português 26

4.3- Insiders e Outsiders 29

5- O abuso de informação privilegiada como crime de mercado 30

CAPÍTULO III 43

A manipulação de Mercado 43

1- A divulgação de informações falsas ou enganosas 46

1.1- A diferença entre os regimes da MAD e do MAR 46

1.2- Práticas aceites 48

2- Enquadramento histórico 49

3- Jurisprudência relevante 51

CAPÍTULO IV 57

A supervisão dos mercados 57

1- A supervisão e a sanção a nível comunitário – O papel desempenhado pela ESMA ... 57

1.1- Poderes de regulação 59

1.2- Poderes de supervisão 59

1.3- A independência 59

2- A supervisão em Portugal - A CMVM 60

2.1- Meios para a deteção de indícios da prática de crimes de mercado e a respetiva investigação 63

3- Regime sancionatório internacional do abuso de mercado 64

Glossário de siglas

Al. - Alínea

Art.- Artigo

CC- Código Civil

CESR – Comité Europeu de Reguladores de Valores Mobiliários

Cfr. – Conforme

CodVM- Código dos Valores Mobiliários

CMVM- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC- Código das Sociedades Comerciais

CP- Código Penal

DL- Decreto - Lei

Ed. – Edição

ESMA- European Securities and Markets Authority

i.e- Isto é

MAD – Market Abuse Directive

MAR- Market Abuse Regulation

MTF - Multilateral Trading Facility

Ob. Cit- Obra citada, cuja descrição bibliográfica completa consta em "Bibliografia"

OPA- Oferta Pública de Aquisição

OTF - Organised Trading Facility

P.- Página

PP. Páginas

SA- Sociedade Anónima

TFUE- Tratado de Funcionamento da União Europeia

TRL – Tribunal da Relação de Lisboa

UE – União Europeia

Introdução

A presente dissertação, elaborada no âmbito do Mestrado em Direito das Empresas e do Trabalho – com especialidade em Direito das Sociedades Comerciais – visa analisar os crimes cometidos no seio dos mercados de capitais.

O estudo iniciar-se-á pela análise do papel que a informação desempenha na prevenção destes crimes e na garantia do regular funcionamento do mercado. Neste contexto, serão analisadas as diferentes qualidades de informação bem como os deveres que, neste âmbito, são inerentes aos agentes do mercado, nomeadamente, aos intermediários e auditores financeiros, às entidades gestoras e às entidades emitentes.

Compreendida a importância desempenhada pela divulgação de informação, passar-seá à análise do crime de abuso de informação privilegiada, ou *insider trading*. Com tipificação legal no âmbito civil e penal, o estudo desta prática ilícita começará precisamente pela distinção entre os dois regimes. Posteriormente, e observando o disposto no Código dos Valores Mobiliários, analisaremos os diferentes pressupostos que se devem reunir para que possamos considerar a verificação deste tipo de ilícito.

Ainda em contexto de abuso de informação, haverá lugar à apreciação da evolução legislativa, tanto a nível nacional como a nível comunitário.

Para terminar esta análise, e para que se possa compreender melhor os impactos negativos desta conduta, analisaremos alguns casos que chegaram aos tribunais e cujas considerações são importantes para melhor compreensão prática deste crime.

Concluída a análise ao primeiro crime de mercado, é chegado o momento de analisar o segundo, nomeadamente, a manipulação de mercado.

Tal como sucedeu no abuso de informação, também o crime de manipulação de mercado sofreu alterações legislativas ao longo dos últimos anos.

Neste âmbito serão abordadas as dificuldades sentidas pelo legislador em delimitar os contornos deste delito. Com principal foco no que dispõe o artigo 379º do Código dos Valores Mobiliários, analisaremos os meios legais que hoje se estabelecem para prevenção e punição desta prática.

Verificar-se-á que, também neste tipo de ilícito, a análise à informação divulgada é essencial para compreendermos se estamos, ou não, perante uma prática de manipulação de mercado.

Também neste âmbito se revelam fundamentais as considerações tecidas pelos tribunais no âmbito da aplicação da legislação em vigor, pelo que será feita uma análise às decisões mais recentes que condenaram agentes cujas práticas resultaram numa adulteração do normal funcionamento dos mercados.

De modo a concluirmos este estudo sobre os crimes de mercado, considerámos importante analisar de que forma as disposições legais são postas em prática, i.e, que entidades supervisoras estão encarregues de controlar os mercados e os seus agentes, atentas aos indícios de atividade criminosa. Tendo em conta que os mercados não se restringem à atividade nacional, será de considerável interesse compreender de que formas as diferentes autoridades se relacionam, atuando com a finalidade de tornar os mercados transparentes aos olhos dos investidores e cujo funcionamento seja capaz de conquistar a confiança do seu investimento.

Abordaremos o papel desempenhado pela CMVM nos mercados, passando pelos princípios segundo quais deve reger-se a sua atuação e terminando na análise aos meios que esta dispõe para detetar e investigar qualquer indício.

Breve enquadramento

Na análise ao estudo sobre os crimes de mercado, iniciaremos pelo aprofundamento da importância em que se traduz a informação, quer no crime de manipulação de mercado, quer no de abuso de informação privilegiada.

Os deveres de informação exigidos às várias entidades existem, precisamente, para mitigar a prática de atividades ilícitas que impactuam negativamente no mercado, quebrando a confiança dos investidores e perturbando o seu normal funcionamento.

Quanto ao *insider trading*, facilmente se depreende o papel que a informação desempenha na sua prática. Analisaremos, em momento oportuno, de que forma é que determinada informação poderá influenciar o mercado e os preços que nele se praticam. A divulgação de informação sensível revela-se crucial para a manutenção da transparência dos mercados. É com base nesta que os investidores formam as suas convicções e decidem ou não investir, consoante a análise do risco. A problemática surge quando apenas uma parcela dos investidores é detentor de informação relevante, criando disparidades entre os agentes do mercado, conduzindo a falsas avaliações de risco e a investimentos mal fundamentados.

Se por um lado, no âmbito do *insider trading*, se peca pela não divulgação de informação sensível, por outro, na manipulação de mercado, o crime pode estar no excesso de informação divulgada, quando esta se revele falsa ou com intenção de induzir em erro o investidor.

A informação demonstra ser, assim, a principal arma utilizada pelos agentes que pretendem obter vantagens sobre os outros investidores, através das suas práticas que colocam os demais em desigualdade. Só compreendendo a sua importância neste âmbito se pode compreender o motivo da criminalização destas duas práticas.

Quando concluído o estudo relativo aos crimes de mercado, será chegado o momento de abordar os meios de supervisão destes, desde as autoridades internacionais, às autoridades portuguesas.

Importará analisar a importância que estas representam na garantia do equilíbrio do mercado, sancionando aqueles que se propõem a incumprir as normas que regulamentam os mercados onde se inserem.

Abordaremos não só as competências que lhes são conferidas, como os princípios pelos quais regem a sua atividade, sempre na certeza de que a luta contra os crimes de mercado não se trata de uma luta individual de cada Estado Membro, mas antes de uma luta comunitária com

a finalidade primordial de proporcionar aos investidores um mercado equilibrado e no qual possam confiar.

CAPÍTULO I

O papel elementar da informação

1- A informação em termos gerais

De um modo geral, podemos afirmar que os deveres de informação têm por função proteger os investidores, defender o mercado e, acima de tudo, prevenir atos ilícitos.

Protegem os investidores na medida em que lhes concedem as ferramentas necessárias para uma tomada de decisão com maior consciência dos riscos que lhe são inerentes.

Na defesa do mercado, asseguram a igualdade entre investidores, de modo a tornarem acessível, a todos os interessados, a informação relevante, diminuindo assim o risco de utilização de informação privilegiada. A informação que deve ser tornada pública vai contribuir para a formação dos preços de mercado, tornando-se, por isso, essencial o cumprimento deste dever.

Como já referido, este dever cumpre ainda uma finalidade de prevenção de irregularidades. A época oitocentista, em território britânico, deixou a génese dos deveres de informação que visavam, precisamente, expor publicamente os negócios fechados em base fraudulenta. Foi neste contexto histórico que surgiu a frase de GLADSTONE: "*publicity is all that is necessary, show up the roguery and it is harmless".*[1]

1.1- A informação previsional

Em termos jurídicos, a previsão é considerada informação. Todavia, a informação previsional representa um universo mais complexo, uma vez que se trata de uma estimativa, algo que se espera que vá acontecer e que, assim sendo, ainda não se verifica à data em que a informação é produzida. Este tipo de informação pode ser quantitativa ou qualitativa, consoante resulte em dados numéricos ou não.

[1] Câmara, Paulo, (2016), *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, p.706.

Facilmente se compreende que o problema que resulta desta informação é a elaboração de critérios gerais que a orientem e qualifiquem. A legislação em vigor impõe que a previsão seja clara e objetiva.

Importa realçar que a informação previsional lícita pode nunca chegar a ser atingida, isto é, uma previsão que cumpra as regras estabelecidas pelo art.º 7°, 8° e 138°, pode, por várias razões, não se chegar a verificar.

Independentemente da verificação da previsão, o fator que importa para aferir a idoneidade da informação previsional é o momento em que esta é apresentada e não a altura, posterior, em que se verifica se o evento previsto se concretiza ou não.

2- Os riscos de mercado

Como já aferimos anteriormente, a eficiência dos mercados e, consequentemente, a formação dos preços, estão diretamente ligados ao acesso igual de todos os indivíduos à informação disponível.

CARLOS OSÓRIO CASTRO chega a enumerar quatro riscos típicos de mercado, nomeadamente, o risco de oportunidade, que tem lugar quando se verifica que a altura do investimento não foi a mais oportuna; o risco de rendimento, que ocorre quando não se obtém o benefício esperado ou se verifica perda de capital; o risco de administração, considerando que a gestão da entidade emissora pode ser entregue a administradores que não aproveitam a capacidade de criação de valor da mesma e ainda o risco de falta de liquidez.[2]

No entanto, importa realçar que nem todos os participantes têm o mesmo nível de acesso à informação, situação que pode dever-se aos diferentes graus de conhecimento entre os investidores, bem como à não divulgação de toda a informação que é suscetível de influenciar os preços de mercados.

Estas diferenças no acesso à informação variam consoante o tipo de mercado em questão. As principais assimetrias verificam-se nos mercados mais sofisticados e com meios de comunicação mais escassos ou naqueles em que são criados novos instrumentos financeiros em

[2] Castro, Carlos Osório de, (1997), "A informação no Direito dos Valores Mobiliários", *Direito dos Valores Mobiliário*.

que a avaliação do risco se revela muitas vezes complexa, mesmo para investidores mais qualificados.[3]

Considerando os riscos do mercado, que lhe são inerentes, começou a surgir uma necessidade de intervenção, nomeadamente a nível da regulamentação. Note-se que esta regulamentação não tem como finalidade proteger os investidores no sentido de evitar que façam investimentos que se venham a revelar desvantajosos. O seu objeto primordial é proteger o mercado que, consequentemente, irá proteger os investidores. Como refere, aliás, PAULO CÂMARA, "o que interessa sobretudo é tornar visível e transparente esse mesmo risco, para que os investidores possam tomar uma decisão de aforro esclarecida."[4]

Uma vez que não se verifica uma ideal autorregulação do mercado, impõe-se que seja o Estado a ocupar-se desta regulamentação, com vista a reduzir as assimetrias, de modo a que estejam reunidas todas as condições para que o mercado possa funcionar de forma eficaz. Esta regulamentação deve debruçar-se em grande parte na informação que é, ou não, divulgada, nomeadamente a informação que é passível de ser considerada informação privilegiada. Esta especial atenção, que deve ser tida sobre o tema, revela-se essencial para reduzir o risco da perda de confiança no mercado que conduzirá a um menor investimento, que por sua vez poderá conduzir a uma crise sistémica.

Em Portugal, com vista a exercer a supervisão necessária à garantia do princípio da proteção dos investidores e do princípio da defesa do mercado, formando um ambiente propício e adequado ao investimento e à formação de capital, tem especial importância o papel da CMVM.

Esta entidade está obrigada à divulgação de informações (periódicas e não periódicas) – uma vez que, enquanto entidade reguladora, dispõe de mais informação sobre as diversas situações dos sujeitos emitentes- vem permitir aos investidores depositar uma maior confiança no mercado. [5]

Esta divulgação de informação acaba também por exercer uma finalidade de prevenção de irregularidades e ilicitudes eventualmente praticadas pelas entidades emitentes.

[3] Câmara, Paulo, (2011), *Manual de Direito (...) ob. cit*, p.29.

[4] *Idem*, p.684.

[5] A temática das entidades reguladoras será mais amplamente abordada no Capítulo IV.

PAULO CÂMARA refere, a este respeito, que "todo o sistema assenta na asserção de que o investidor atua racionalmente quando dispõe de informação suficiente".[6]

Embora se possa constatar um especial interesse na divulgação de informação no âmbito dos mercados financeiros, há que atender à complexidade que esta informação representa para uma grande parte dos investidores. É importante que exista uma real preocupação em tornar a informação não só pública, mas sobretudo clara para todos os investidores, desde os mais experientes aos menos conhecedores. O estatuto da CMVM prevê o dever de fomentar o conhecimento das normas de mercado, promovendo ações de formação e publicações sobre esta matéria.[7]

Para que a divulgação da informação possa realmente cumprir a sua finalidade, de zelar pelo interesse público, importa entender que, em Portugal, existe um baixo grau de literacia financeira[8] que, juntando à disparidade do grau de experiencia entre os investidores, faz resultar numa maior acentuação das diferenças de interpretação de uma só informação. A formação a este nível revela-se de extrema importância para o equilíbrio entre investidores.

3- A informação enquanto dever

3.1- Os deveres de informação

Com vista à formação de uma decisão consciente de investimento, o artigo 7º nº1 do CodVM identifica seis características que devem fazer parte de uma *informação de qualidade* (como, aliás, indica a epigrafe do preceito em causa), vejamos:

[6] Câmara, Paulo, (1998), "*Os deveres de informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários*", Caderno de Valores Mobiliários.

[7] Cfr. Artigo 5º. do Estatuto da Comissão do Mercador de Valores Mobiliários aprovado pelo DecretoLei n.º 473/99, de 8 de novembro, alterado pelo Decreto-Lei 232/2000, de 25 de setembro, e pelo Decreto-Lei n.º 183/2003, de 19 de agosto.

[8] Sobre o perfil do investidor português *vide* Teresa Simões e Margarida Abreu, (2012), "*O Efeito Disposição nos Investidores Individuais Portugueses*, Caderno de Valores Mobiliários (42).

"Artigo 7.º

Qualidade da informação

1 - A informação respeitante a instrumentos financeiros, a formas organizadas de negociação, às atividades de intermediação financeira, à liquidação e à compensação de operações, a ofertas públicas de valores mobiliários e a emitentes deve ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita."

Passemos, então, à análise de cada um destes critérios.

Considera-se que a informação é:

a) *Completa,* quando dispõe de todos os elementos relevantes, que possam influenciar preços de mercado e decisões de investidores.
b) *Verdadeira*, quando é clara, real, que relata factos, destinando-se a instruir o investidor não sendo passível de induzi-lo em erro.[9]
c) *Atual,* quando dela resulta o relato dos últimos factos ocorridos que possam ter influência nos preços de mercado. Este critério, quando violado, afeta diretamente o critério anterior (veracidade), uma vez que a informação não se pode considerar verdadeira se omite um facto recente e atual, relevante para a formação de vontade do investidor e, consequentemente, dos preços de mercado. CARLOS COSTA PINA, a este respeito, refere que estes dois critérios têm de refletir uma "imagem espelho", isto é, a verdade da informação tem de se traduzir na atualidade dos factos. [10]
d) *Clara,* quando o destinatário a consegue facilmente decifrar. A facilidade da sua compreensão mede-se ao nível do investidor médio, conceito que difere do homem médio, como à frente se verá.

   As informações devem ser divulgadas num vocabulário percetível, devendo evitar-se uma extensão exagerada ou excesso de informações avulsas, que compliquem a sua compreensão por parte dos investidores.

[9] Marques, Mafalda Gouveia e Mário Freire, (1998), "*A informação no Mercado de Capitais"*, p.115.
[10] Pina, Carlos Costa, (1999), "*O dever de Informação e Responsabilidade pelo Prospeto no mercado Primário de Valores Mobiliários"*, p. 41.

e) *Objetiva*, quando não emite juízos de valor ou opiniões pessoais, sendo concreta e indo direta ao cerne da questão.[11]
f) *Lícita*, se obedece à Lei e não é contrária à ordem pública.

O disposto na norma supra mencionada aplica-se à informação cuja divulgação seja obrigatória e à informação que, embora de publicidade facultativa, possa influenciar os preços de mercado e as decisões dos investidores. [12]

Correspondendo a violação destes deveres a um ilícito de mera ordenação social, encontram-se sujeitos ao princípio da tipicidade[13], fazendo supor uma proibição de analogia e, pelo lado do legislador, uma "forçosa determinação da correspondente previsão legislativa".

3.2- Dos intermediários financeiros

O artigo 289° n°1 do CodVM consagra a existência de intermediações financeiras. Estas têm por base da sua atividade a prestação de assistência e aconselhamento aos investidores, de modo a garantir que estes tomem decisões de investimento mais esclarecidas. Para que a sua atividade seja legítima, as entidades têm de se encontrar registadas e possuir uma autorização da CMVM.

Considerando a importância que estas intermediações representam no bom funcionamento do mercado, a sua regulamentação é especialmente importante. A lei regulamenta padrões de aptidão profissional, a observância dos deveres de boa-fé e ainda a existência de seguro de responsabilidade civil.[14]

[11] Santos, Filipe Matias, (2010), "Divulgação de Informação Privilegiada", Estudos sobre o Mercado de Valores Mobiliários, p.38.

[12] Como alerta Paulo Câmara, o disposto no artigo 7º não configura uma "fonte autónoma" dos deveres de informação, definindo apenas critérios qualitativos da informação, à luz dos quais será avaliado o cumprimento dos deveres de informação. (Câmara, Paulo, *Manual de Direito (...) ob. Cit.*, p.708).

[13] Em termos gerais: Dias, Figueiredo, (2007), *Direito Penal. Parte Geral*, I, pp. 188-193.

[14] Cfr. Artigo 301° CodVM

Para além destes requisitos, os intermediários financeiros estão ainda obrigados a deveres de informação, que podem variar consoante a experiência que os clientes apresentem.[15] Estas informações deverão ser prestadas por escrito, abordando, nomeadamente, questões relativas a instrumentos financeiros, estratégias de investimento, os riscos que cada operação envolve e eventuais custos de serviço.

A respeito destas obrigações, FAZENDA MARTINS, considera serem sinal de que a atividade dos intermediários não se pode limitar à simples execução do que lhe é solicitado, devendo "orientar-se também no sentido de evitar lesões aos clientes que possam decorrer da execução desse mesmo serviço, ainda que ocorram dentro dos parâmetros assinalados pelo cliente".[16]

Cabe também a estes intermediários evitar a ocorrência de conflitos de interesse. Quando não for possível evitá-los, o intermediário deve garantir um tratamento transparente, devendo prevalecer os interesses do cliente.[17]

Ainda que o artigo 312° n° 2 estipule que o grau informativo deve depender do conhecimento e da experiência do cliente, a informação deve ser apresentada de maneira a que não seja ocultada qualquer parte ou elemento importante, devendo ser clara e totalmente compreendida pelo recetor médio.

O que se pretende ao fazer uma diferenciação entre investidores qualificados e não qualificados é, acima de tudo, proporcionar uma maior igualdade na interpretação da informação, considerando que, esta informação apenas pode contribuir para uma correta formação de vontade, se tiver sido realmente compreendida. Esta redução de desigualdades conduzirá inevitavelmente a um melhor funcionamento do mercado.

É importante referir que a proteção que é conferida aos investidores não anula os riscos que são intrínsecos ao mercado, e que já anteriormente analisámos. Apenas é garantido que estes tomam decisões com maior consciência do risco que correm.

[15] Cfr. Disposto no artigo 312º nº2 CodVM.

[16] Martins, Fazenda, (2000), *Deveres dos intermediários financeiros, em especial, os deveres para comos clientes e o mercado,* Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, p.337.

[17] Tal como disposto no 309º nº1 e 2 do CodVM.

3.3- Dos auditores financeiros

Sempre que os auditores prestem serviço a emitentes com valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado ou a intermediários financeiros, ou ainda de sociedades em relação de domínio ou de grupo com intermediário financeiro, estão sujeitos aos deveres especiais de informação.

Nestas situações, devem os auditores comunicar à CMVM qualquer irregularidade detetada.[18]

Considera-se que há aqui, portanto, um dever de denúncia de irregularidades. Estas irregularidades devem ser comunicadas à autoridade de supervisão competente (CMVM), permitindo que esta tome medidas.

Este dever assume ainda uma finalidade preventiva, nas situações em que haja eminência de reserva ou de opinião que seja contrária à do auditor, no sentido em que, quando cumprido de forma oportuna, vai possibilitar uma articulação entre o auditor, o emitente e a autoridade de supervisão, prévia ao fim do processo de relato financeiro, que vai permitir, por vezes, ultrapassar a divergência contabilística bem como sanar a irregularidade detetada. [19]

3.4- Das entidades gestoras

Também as entidades gestoras de mercados e de sistemas multilaterais de negociação estão de igual forma submetidas a deveres de informação. Esta situação representa uma componente das suas funções que estão relacionadas tanto com a fiscalização como com a conformação ordenada do funcionamento das estruturas de negociação, conforme disposto no 211º CodVM.

Em matéria de deveres de informação, há duas vertentes que têm de ser separadas, consoante a entidade a que se destinam, o público ou à CMVM. De um lado, a informação a divulgar ao público, que tem por objeto os instrumentos financeiros admitidos à negociação, as operações realizadas, bem como os seus respetivos preços e, por último, os titulares de participações qualificadas na entidade gestora.

[18] Cfr. Disposto no artigo 304º-C.

[19] A este respeito, cfr. Paulo Câmara, (2019), *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, p.694

Relativamente ao meio de divulgação pública, está assente num princípio de adequação, isto é, às características de cada sistema, ao grau de conhecimento e natureza dos investidores bem como à composição dos diversos interesses envolvidos.

Por outro lado, as entidades gestoras estão sujeitas aos deveres de informação face à autoridade de supervisão. Assim sendo, estão estas entidades obrigadas a comunicar à CMVM toda e qualquer violação de regras, condições anormais de funcionamento, a transparência e, consequentemente, a reputação do mercado.

3.5- Das entidades emitentes

Os deveres de informação dos emitentes constituem a base do sistema jurídico mobiliário. Importa, antes de mais, referir que estes deveres de informação compreendem múltiplas distinções. Estas distinções ocorrem, nomeadamente, consoante o momento da divulgação (que pode ser periódica, ocasional ou permanente); ou consoante a forma como é divulgada (deveres de informação avulsa ou no prospeto); ou ainda em função da informação que é divulgada (deveres de informação financeira, deveres de informação respeitante ao governo societário ou deveres de informação previsional). Com o objetivo de fazer cumprir estes deveres de informação, o código abrange os emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado.

Assim sendo, os sujeitos passivos que estão abrangidos por estes deveres não são, necessariamente, sociedades abertas. Esta realidade apenas se verifica nos casos dos emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, como consagra o artigo 13° n°1, alínea c).

Há que ressalvar que, os deveres de informação destes emitentes também se aplicam a sociedades emitentes de outros valores mobiliários, se negociados em mercado regulamentado.

Importa ainda ter em consideração que, o âmbito dos deveres de informação, estende-se aos emitentes que negoceiam mesmo em estruturas de negociação que não se qualificam como mercados regulamentados.

Quando analisados os deveres mobiliários de informação, torna-se necessário o confronto entre os deveres dos emitentes no direito dos valores mobiliários e a estrutura das exigências de informação à luz do CSC. [20]

A realidade é que o CSC não consagra verdadeiramente o *direito à informação*, configurando-os sobretudo como direitos à informação de exercício pessoal (no regime da informação do acionista).

Analisando, por exemplo, os artigos 288° e 291° CSC, facilmente se conclui que o legislador pressupõe o exercício pessoal, ainda que possa ocorrer de modo coletivo. Em relação à informação financeira, esta só é exigida periodicamente.

No que diz respeito à titularidade de participações qualificadas em sociedades abertas, nomeadamente à estrutura do modo de cumprimento dos deveres informativos conexos (presentes no artigo 16° e seguintes CodVM), consagra-se que é o titular de participações qualificadas que deve informar a CMVM, bem como a sociedade participada, que foi atingida uma fasquia considerada relevante. Após esta comunicação, é à sociedade participada que cabe promover a divulgação da informação (conforme o 17° n°1).

Saliente-se que esta informação deve ser prestada por parte do participante no prazo de quatro dias de negociação após o dia em que ocorreu o facto ou em que este teve conhecimento do mesmo. Quanto ao emitente, este deve promover a divulgação da informação o mais rapidamente possível e no prazo de três dias de negociação após o conhecimento da comunicação.

As sociedades emitentes de valores mobiliários negociados em mercado regulamentado estão sujeitas a deveres de informação de carácter periódico, estando em causa documentos de prestação de contas anuais, semestrais e trimestrais.

Quanto às entidades de valores mobiliários admitidos à negociação, e tal como previsto no artigo 245° CMVM estão obrigadas a preparar, aprovar e divulgar informação anual.

[20] Cfr. Câmara, Paulo, *Deveres de informação e formação de preços no direito dos valores mobiliários*, *ob. cit*. p. 717.

Com a aplicação da Diretiva da Transparência[21] no nosso ordenamento jurídico, os documentos de prestação de informação anual ou semestral passaram a fazer-se acompanhar da declaração de responsabilidade.

Este documento contém as declarações de cada pessoa responsável pelo emitente, com clara divulgação do nome e das funções desempenhadas, onde afirmam que "tanto quanto é do seu conhecimento, a informação financeira foi elaborada em conformidade com as normas contabilísticas aplicáveis, dando uma imagem verdadeira e apropriada do ativo e do passivo, da situação financeira e dos resultados do emitente e das empresas incluídas no perímetro da consolidação (…) e que o relatório de gestão intercalar expõe fielmente as informações sobre riscos e incertezas".[22]

Importa reforçar que este é um dever com origem comunitária. Pressupõe-se a articulação deste regime com o regime de responsabilidade civil.

No decorrer do normal desenvolvimento da atividade económica, as ocorrências que interferem na situação económica e patrimonial são contínuas e regulares. Compreende-se, assim, que as decisões de investimento não possam estar dependentes de informação que apenas é produzida no final do ano, do semestre ou do trimestre.

No entanto, por outro lado, não se pondera a não exigência de deveres de prestação permanente de informação, pelo lado dos emitentes, uma vez que isso iria refletir-se num aumento significativo do risco de divulgação de informação previamente selecionada e, consequentemente, do abuso de informação privilegiada. Foi com base nesta fundamentação que se redigiu o 248° CMVM.

A norma prevista pelo artigo 248° concretiza um verdadeiro paradigma dos deveres de informação do mercado, por um lado em razão da ligação direta à formação regular dos preços do mercado e, por outro, pelo carácter imediato do seu cumprimento, promovendo as decisões de investimentos informadas e com continuidades temporais.

No nosso ordenamento, o dever de divulgar a informação privilegiada surgiu por influência comunitária, decorrendo da transposição da Diretiva do Abuso de Mercado (Diretiva

[21] DIRETIVA 2013/50/UE DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO, disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32013L0050&from=PT

[22] Cfr. Câmara, Paulo, (2009), Manual dos Valores Mobiliários, ob. cit., p.720

n°2003/6/CE, de 28 de Janeiro de 2003), bem como da Diretiva n°2003/124/CE, de 22 de Dezembro de 2003.

Para que uma informação seja considerada privilegiada deve ser precisa, não pública e suficientemente importante para que, se lhe fosse dada publicidade, seria de tal forma idónea que influenciaria de forma sensível o preço dos valores mobiliários em questão ou dos instrumentos subjacentes ou derivados com ele relacionados.

No fundo, o critério base para considerar uma informação privilegiada é o seu carácter idóneo de influenciar o preço dos valores mobiliários em causa. Em suma, pretende-se que toda a informação que seja suscetível de alterar a vontade do investidor relativa ao investimento seja pública e acessível a todos os investidores.

Importa referir que esta influência nos preços tanto pode ser negativa como positiva. A informação considerada relevante neste âmbito tanto pode gerar uma apreciação das cotações como a depreciação das mesmas.

A relevância da informação é medida relativamente à potencialidade (aferida previamente) de o facto causar impacto nos preços. Embora esta suscetibilidade seja aferida previamente, não é impossível que esta seja anulada no caso de, em momento posterior, se observar que não houve qualquer alteração no mercado.

CAPÍTULO II

O abuso de informação

1- O mercado de capitais

O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem como principal propósito viabilizar os processos de capitalização das empresas, assim como conferir liquidez aos seus títulos de emissão. O mercado de capitais é constituído por bolsas de valores, sociedades corretoras e ainda outras instituições financeiras autorizadas.[23]

Os preços formados em mercados à vista são denominados de cotações. As cotações podem espelhar a informação que foi tornada pública, sendo não raras vezes influenciada pela mesma.[24]

Partindo deste pressuposto, e considerando também o exposto no capítulo anterior, facilmente se depreende a importância que a divulgação da informação representa, na prática, no âmbito de mercados financeiros. A título de exemplo, uma empresa que apresente lucros acima do esperado verá um aumento de interesse nas suas ações assim que torne pública a informação dos seus resultados. Por outro lado, a obtenção dessa informação por parte de um investidor antes da sua publicidade, coloca-o numa posição de vantagem relativamente aos demais investidores.

Para que os preços de mercado espelhem o mais possível a informação disponível, é essencial que os emitentes dos valores mobiliários façam divulgar toda a informação considerada idónea para influenciar os preços de mercado, tal como dispõe o artigo 17º nº1 do regulamento MAR.

Assim sendo, e de forma a garantir a transparência do mercado, evitando o uso indevido de informações sensíveis para o mesmo, a entidade gestora de um mercado deverá suspender a negociação de valores mobiliários sempre que detetar a ocorrência de alguma circunstância que

[23] Silva, Barbara Miragaia, (2015), A responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anónimas pelo crime de Abuso de Informação Privilegiada, p.6.

[24] "Atualmente as expressões mercado spot, à vista ou a contado designam os mercados em que as transações são realizadas no pressuposto da sua imediata ou quase imediata liquidação, isto é, que não têm a natureza de transação a prazo." Definição que consta no glossário da CMVM, disponível em https://www.cmvm.pt/pt/SDI/ProdutosFinanceirosComplexos/Pages/Gloss%C3%A1riodetermosrelativosaInstrumentosFinanceiros.aspx.

possa comprometer o correto desenvolvimento de uma negociação. Esta suspensão pode ser ordenada pela própria entidade ou pela CMVM. Só assim se garantirá que os investidores terão tempo de obter a informação, ponderar os seus impactos no mercado, e consequentemente decidir alterar, ou não, a sua decisão.

2- A informação privilegiada e os mercados de capitais

A garantia do acesso à informação que diga respeito a situações relevantes é consequência do cumprimento do princípio da igualdade e tratamento.

HUGO MOREDO SANTOS refere, a este respeito, que "um mercado onde participem investidores entre os quais não existam assimetrias informativas é um mercado tendencialmente mais perfeito - «um mercado transparente é sinónimo de igualdade de oportunidades»."[25]

Na sequência do abordado no capítulo anterior, onde constatámos a importância da informação em termos gerais, é chegado o momento de abordar a sua importância no âmbito de mercados de valores mobiliários. Os investidores que neles participam fundamentam as suas decisões com base na informação que vai sendo tornada pública e que afeta diretamente os preços de mercado. Por vezes, parte dessa informação é restrita a um limitado círculo de pessoas tornando-se, mais tarde, pública. Tanto o momento da divulgação como a qualidade do seu conteúdo são de capital importância na variação dos preços de mercado.

De modo a assegurar a transparência dos mercados e a sua saudável concorrência, na União Europeia e no nosso ordenamento jurídico em específico, o uso dessa informação, antes da sua publicidade, ou a sua transmissão, são proibidos.

Ressalve-se que os detentores de informação privilegiada não são unicamente responsáveis pela utilização direta da informação. São também responsáveis pelas mais-valias obtidas por terceiros a quem tenham comunicado essa informação.[26]

O uso indevido de informação privilegiada antes da sua divulgação põe em causa o funcionamento eficiente do mercado, frustrando as operações em curso e gerando vantagens ilegítimas entre os investidores.

---

[25] Santos, Hugo Moredo, *Transparência, OPA obrigatória e imputação de direitos de voto,* p.61.

[26] Como salienta António Pereira de Almeida em *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados,* p.353.

2.1- Âmbito legal

A este respeito, dispõe o artigo 378º do CodVM, onde, no seu nº1, o legislador enumera os agentes que podem dispor de informação privilegiada, nomeadamente, quem a obtenha:

> "a) Devido à sua qualidade de titular de um órgão de administração, de direção ou de fiscalização de um emitente ou de titular de uma participação no respetivo capital; ou
>
> b) Em razão do trabalho ou do serviço que preste, com caráter permanente ou ocasional, a um emitente ou a outra entidade; ou
>
> c) Em virtude de profissão ou função pública que exerça; ou
>
> d) Que, por qualquer forma, tenha sido obtida através de um facto ilícito ou que suponha a prática de um facto ilícito;"

A mesma norma, no seu nº3, dispõe que se considera 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."

Também o artigo 248º, do mesmo diploma, nomeadamente no seu nº2, estipula a este respeito:

> *"*A informação privilegiada abrange os factos ocorridos, existentes ou razoavelmente previsíveis, independentemente do seu grau de formalização, que, por serem suscetíveis de influir na formação dos preços dos valores mobiliários ou dos instrumentos financeiros, qualquer investidor razoável poderia normalmente utilizar, se os conhecesse, para basear no todo ou em parte, as suas decisões de investimento."

2.2- A diferença entre o regime do artigo 449º do CSC e o artigo 378º CodVM

A aprovação destes dois pressupostos separa-se em mais de vinte anos, tornando a análise de ambos indispensável à correta interpretação de cada um. Em termos subjetivos, o regime penal previsto para o crime de abuso de informação diz respeito a qualquer sociedade anónima bem como a qualquer tipo de emitente de instrumentos financeiros. O antigo regime do Código das Sociedades Comerciais estendia a sua aplicação apenas a sociedades anónimas (e as obrigações e ações que por ela são emitidas), marcando uma acentuada diferença entre a aplicação do regime civil e o regime penal, sendo este ultimo bastante mais abrangente. Atualmente, esta distinção já não se verifica.

Outro aspeto que importa considerar na análise aos dois preceitos é a diferença entre a responsabilização de pessoas singulares ou coletivas quando se verifica a violação desta obrigação.

Se, por um lado, o disposto no Código dos Valores Mobiliários se aplica apenas a pessoas singulares quando atuem de forma dolosa, por outro, esta distinção não se verifica no âmbito do 449º CSC.[27] Deste modo, tanto as pessoas singulares que violem o disposto na lei societária, como as pessoas coletivas sobre as quais se possa imputar responsabilidade sobre o ilícito estão abrangidas pelo seu regime. A questão da responsabilidade criminal deve ser também analisada em articulação com disposto no Código Penal, nomeadamente, no seu artigo 11º.

A qualificação dos *insiders* constituía outra das grandes diferenças entre o regime civil e penal. Embora atualmente os dois regimes já estejam em harmonia quanto à qualificação deste agente, no regime anterior à alteração do Código das Sociedades Comerciais apenas se consideravam *insiders* os membros dos órgãos de administração e de fiscalização, verificando-se novamente uma maior abrangência por parte do regime penal neste âmbito.

Acrescente-se ainda que, no âmbito do CodVM, a definição de informação privilegiada apresenta-se mais concisa do que no regime societário, encontrando-se acompanhada de regimes preventivos com maior robustez quando comparado ao regime do CSC.

3- Os pressupostos da informação privilegiada

De modo a delimitar melhor o conceito de informação privilegiada, o artigo 378º nº4 CodVM enumera quatro características que a informação em causa terá de reunir, para que possa ser considerada privilegiada, nomeadamente o não ser de conhecimento público, ser específica, precisa e, por último, ser idónea para influenciar o preço de forma sensível caso fosse tornada pública (ou price-sensitive).

Passemos à análise de cada uma delas:

[27] A responsabilização das pessoas singulares no âmbito do CodVM será mais amplamente estudada infra. Sobre esta temática cfr. também Costa, José Faria / Ramos, Maria Elisabete, (2006), *O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading): a informação enquanto problema jurídico-penal?*. P.88-90.

3.1 - O carácter preciso

O decreto-Lei 52/2006 de 15 de março (que transpôs a MAD e as diretivas 2003/124/CE, da comissão de 22 de dezembro, nº2003/125/CE da comissão, de 22 de dezembro e nº2004/72/CE de 29 de abril) alterou o artigo 248 nº1 do CodVM, deixando de fazer referência a "factos relevantes".

Passou a ser exigido que a informação tivesse um "*carácter preciso*" (pressuposto que já se encontrava consagrado no conceito de informação privilegiada para os efeitos do 378º do CodVM, relativo ao crime de abuso de informação privilegiada).

Este elemento consta do atual artigo 7º nº2 do MAR (antigo artigo 1º nº1 da MAD). Considera-se que uma informação tem carácter preciso quando diga respeito a um conjunto de circunstâncias que já existem, ou que são razoavelmente previsíveis de existir, ou a um acontecimento já ocorrido, ou razoavelmente previsível de ocorrer.[28]

FRANCISCO LACERDA DA COSTA considera que a informação, para ser precisa, tem de se basear em elementos concretos, que apresentem a mínima consistência. [29]

3.2- Price-sensitive

À luz do que dispõe o artigo 7º nº4 do MAR, considera-se informação privilegiada aquela que tem carácter preciso e se pressupõe que se tivesse sido tornada pública "seria idónea para influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados".

De acordo com o disposto na MAD, esta capacidade de influenciar de forma sensível o preço deve ser avaliada *ex-ante*, apreciando o conteúdo da informação bem como o contexto em que está inserida. Assim sendo, para se determinar o carácter privilegiado de uma informação, não é necessário avaliar se a sua divulgação influenciou ou não de maneira sensível os preços dos instrumentos financeiros a que diz respeito.

[28] Conferir, a este respeito, a decisão do Tribunal da Relação de Lisboa Processo n.º 964/14.7TDLSB.L1, infra analisada na p.34.

[29] Pinto, Frederico de Lacerda da Costa, (2000), *O novo regime dos crimes e contraordenações no Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, p.76.

Para se determinar se uma informação é, efetivamente, privilegiada, é necessário que os emitentes – considerando a referência do investidor médio [30] – façam uma avaliação prognóstica da eventual probabilidade de aquela informação influenciar o valor dos instrumentos financeiros, caso tivesse sido divulgada. No entanto, não se exige que o grau de probabilidade seja aproximado da certeza.

Urge então a questão de que fatores são tidos em consideração na determinação da probabilidade de determinada informação influenciar o preço de mercado de um instrumento financeiro. Destacam-se os seguintes fatores a considerar:[31]

a) A dimensão que a informação em questão terá no contexto em que se insere a atividade da sociedade emitente;
b) A relevância da informação em comparação com as principais determinantes do preço dos instrumentos;
c) A credibilidade da fonte.
d) Todas as variáveis de mercado que afetem os instrumentos financeiros em causa.

Em suma, para se considerar que uma informação é idónea de influenciar de forma sensível o preço, não é preciso que essa influência se venha a verificar posteriormente. Basta que, aos olhos de um investidor razoável, aquela informação seja suficientemente sensível para alterar o preço dos instrumentos financeiros em causa. Assim sendo, considera-se que, para além dos supra enunciados, deverão ainda ser tidos em conta outros indicadores, como a eventual existência de relatórios que afirmem que aquele tipo de informação é suscetível de influenciar o preço; ou se, noutras situações semelhantes, o emitente considerou ser informação privilegiada, ou ainda, se aquele tipo de informação gerou, no passado, um efeito que se considere significativo na alteração dos preços.

[30] Repare-se que o critério do investidor razoável não é o mesmo do homem médio. Há que perceber que esta definição nos remete para alguém com certos conhecimentos de mercado e um determinado nível de instrução. Ou seja, deverá ser tida em consideração a imagem de um investidor sensato, tendo, por isso, capacidade para fazer julgamentos que se considerem adequados – cfr. Filipe Matias Santos, "Divulgação de informação…". Este critério serve essencialmente para aferir se a informação é ou não relevante para o mercado e, consequentemente se necessita de ser tornada pública ou se a sua divulgação irá traduzir-se numa informação que induzirá os investidores em erro. A este respeito, *vide* o relatório elaborado pela ESME (Grupo Europeu de Peritos de Valores Mobiliários).

[31] Cfr. Ponto 1.13 do Segundo Conjunto de Orientações do CESR

3.3- A relação entre o carácter preciso e o price-sensitive

Entre os critérios que definem o carácter preciso da informação, destacam-se os seguintes:

i. Permitir a um *investidor razoável* a tomada de uma decisão com um risco financeiro mais reduzido;
ii. Informações com um *impacto imediato* (e previsível) no mercado, ou seja, os participantes passariam a ter por base de negociação essa informação a partir do momento em que a mesma fosse tornada pública. [32]

Podemos considerar que os conceitos de precisão e de price-sensitive estão ligados entre si, havendo doutrina que defende um "duplo perfil" do carácter preciso da informação. FILIPE MATIAS SANTOS não concorda com esta doutrina, uma vez que, embora considere que quando uma informação é precisa, por norma, terá sempre presente no seu carácter o "price-sensitive", o contrário pode não acontecer. Isto é, nem toda a informação "price-sensitive" será necessariamente precisa. De acordo com o autor "precisão significa, essencialmente, concretização ou determinação da informação (…) precisão e carácter «price-sensitive» são dois pressupostos que, apesar de interligados, são autónomos".[33]

3.4- A publicidade

A informação deixa de ser considerada privilegiada a partir do momento em que é acessível a todos, podendo, por todos, ser conhecida.

Em Portugal, as informações que devem ser divulgadas são enviadas para o sistema de difusão da informação da CMVM, tal como previsto no artigo 367º e 244º nº4 al. b) do CodVM. O reporte faz-se através da *Extranet* da CMVM, sendo a informação disponibilizada pelo

[32] Cfr. ponto 21 dos entendimentos da CMVM sobre a divulgação de informação privilegiada por emitentes – conceitos, linhas de orientação, exemplos e confutas a adotar (de julho de 2008); Cfr. Ainda o ponto 1.8 do segundo conjunto de linhas de orientação sobre a MAD, linhas de orientação do CESR de julho de 2007 (disponível em http://www.cesr.eu/).

[33] Santos, Filipe Matias, (2009*),"O carácter preciso da informação privilegiada*", cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, (32), p.165.

sistema de difusão de informação da CMVM, assim como, no próprio *site* da entidade emitente, durante o período de um ano.[34]

4- Evolução legislativa a nível Europeu

As diretivas relativas ao abuso de mercado começam a ter lugar no seio da EU em consequência da inexistência de um regime que funcionasse em harmonia em termos comunitários, de modo a evitar as desvantagens competitivas entre os Estados-Membros.[35]

Antes da primeira grande reforma, apenas a Diretiva 89/592/CEE do Conselho, de 13 de Novembro de 1989, dispunha sobre esta matéria, nomeadamente quanto à coordenação das regulamentações relativas às operações de iniciados. No entanto, o seu estado desatualizado abriu portas a um aumento da criminalidade associada a esta espécie de ilícitos, tornando-se cada vez mais evidente a necessidade de criação de regulamentação e implementação de medidas adequadas.[36]

Dessa necessidade surge a Diretiva 6/2003/CE, do Conselho, de 28 de Janeiro de 2003 – Diretiva MAD, que veio implementar alguma harmonia relativamente ao abuso de mercado, no âmbito do mercado europeu. Aqui incluem-se os crimes de manipulação do mercado, bem como, o abuso de informação privilegiada.[37][38]

Em 2014 surgem algumas alterações no regime, consequência da introdução da Diretiva 2014/57/EU, do parlamento europeu e do Conselho, de 16 de Abril de 2014 (NMAD), que se

[34] Fanico, Ana Teresa Pinto, (2017), *Os deveres de informação ao mercado, o insider trading e o paradigma da negociação eletrónica*, p. 37.

[35] Helena Magalhães Bolina, (2007), Inforbanca.

[36] https://op.europa.eu/pt/publication-detail/-/publication/40a3726f-b61b-4694-a32815fef81d8f5a/language-pt

[37] DIRECTIVA 2003/6/CE DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO de 28 de Janeiro de 2003

[38] Relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado), disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0006&from=FR

debruça sobre as sanções penais aplicáveis ao abuso de mercado bem como ao abuso de informação privilegiada, fazendo-se, assim, uma distinção entre ambos.[39]

4.1- As alterações à MAD com a entrada em vigor do MAR

À luz do disposto no CodVM, nomeadamente no seu 248º, a obrigação de divulgar informação privilegiada recai apenas sobre os emitentes que detenham valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado ou que tenham pedido a admissão dos mesmos no mercado regulamentado.

Em 2016, entra em vigor o MAR,[39] que veio revogar a Diretiva 2003/6 CE do Parlamento Europeu e do Conselho (MAD). Este regulamento teve por objetivo criar um aumento da proteção do investidor, bem como conceder uma maior integridade ao mercado, atualizando o âmbito da MAD. O MAR veio alargar o seu âmbito de aplicação aos instrumentos financeiros que tenham sido admitidos à negociação ou que sejam negociados em MTF (Multilateral Trading Facility – ou, em português, Sistema de Negociação Multilateral), em OTF (Organised Trading Facility, ou sistema de Negociação Organizada).[40]

Tal como indicado no preâmbulo deste regulamento, o motivo deste alargamento (que implica a aplicação do dever de divulgação de informação privilegiada a todos os emitentes mencionados) teve origem no acréscimo de negociações de tais instrumentos nestes últimos mercados, como consequência da entrada em vigor da DMIF.[41]

A necessidade deste alargamento a novos emitentes surgiu na Call for Evidence, realizada em 2009, pela Comissão Europeia, com o objetivo de estudar a possibilidade de rever a MAD. Da revisão por si impulsionada resultou a NMAD e o MAR.

[39] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0057&from=sv Regulamento n.º 596/2014 sobre abuso de mercado.

[40] Disponível em https://www.esma.europa.eu/regulation/trading/market-abuse - MARKET ABUSE AND ACCEPTED MARKET PRACTICES.

[41] Fanico, Ana Teresa Pinto, (2017), *Os deveres de informação ao mercado, o insider trading e o paradigma da negociação eletrónica*, p. 29

Em suma, na Call For Evidence foi constatado que os MTF estavam sujeitos a uma exigência menos rigorosa, a nível de transparência e integridade de mercado. Este tratamento desigual resultava numa distorção da concorrência entre os diferentes tipos de mercado.[42][43]

4.2- Evolução da legislação no ordenamento jurídico português

4.2.1- A comunicação de transações e a lista de insiders

Com as alterações legislativas a nível comunitário, também Portugal procedeu a algumas alterações ao CodVM. Esta alteração teve por base dois pontos que importam analisar:

A) A Comunicação de transações;

B) A lista de *insiders.*

A comunicação de transações veio tornar obrigatória, aos dirigentes societários, o anúncio de todas as transações que fossem efetuadas se tivessem por objeto as ações da empresa.[44]

O incumprimento desta obrigação resulta numa contraordenação muito grave, prevista pelo artigo 248º-B bem como o 389º nº3 alínea c) do CodVM.

Contudo, ressalvam-se duas exceções que excluem os emitentes deste dever, nomeadamente, os emitentes que tenham solicitado ou aprovado a admissão dos seus instrumentos financeiros à negociação num mercado regulamentado, ou nas situações em que esteja em causa um instrumento negociado de forma exclusiva num MTF (Multilateral Trading Facility – ou, em português, Sistema de Negociação Multilateral) ou OTF (Organised Trading Facility, ou sistema de Negociação Organizada), tendo sido aprovada admissão dos seus

[42] Idem, p. 30.

[43] Disponível para consulta em https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/pt/IP_09_600

[44] O artigo 248º -B do CodVM não só prevê esta obrigação como estabelece um prazo de três dias (úteis) a partir da data em que for feita a transação. Sobre este tema cfr. também o artigo 19º do Regulamento (EU) nº596/2014.

instrumentos à negociação num MTF ou OTF ou que tenham solicitado admissão à negociação dos seus instrumentos financeiros num MTF.[45]

Quanto à lista de *insiders*, configura uma lista de sujeitos que possuem acesso a informação privilegiada. A criação desta lista é um dever inerente a todas as entidades emitentes, estando todos os seus intervenientes sujeitos aos conjuntos de deveres que a lei prevê neste âmbito.[46]

Em suma, com as novas alterações à legislação, o conhecimento direto da informação por parte do agente deixou de ser um elemento necessário, bastando que o mesmo tivesse conhecimento de que a informação em causa seria de carácter privilegiado, não sendo do conhecimento público.

4.2.2- A teoria de igualdade de acesso à informação

A prevenção dos crimes relacionados com o abuso de mercado prende-se em especial com a confiança dos investidores, promovendo a eficiência no funcionamento dos mercados. A fonte da informação é, normalmente, desvalorizada.

Como já verificámos, a informação para que se possa considerar privilegiada terá de reunir determinadas características, nomeadamente ser de carácter preciso, não pública, dizer respeito a pelo menos um emitente ou instrumento e ser suscetível de influenciar os preços de mercado, caso tivesse sido tornada pública.

Na caracterização do crime de *insider trading*, a MAD contém proibições relativas às pessoas em posse de informação privilegiada:

1) Usar a informação privilegiada para negociar valores mobiliários;
2) Fazer divulgação dessas informações a terceiros, excetuando naturalmente a divulgação que seja exigida no âmbito da sua função ou profissão;

[45] Rodrigues, Sara Vieira, (2019) *Informação Privilegiada e a Responsabilidade dos Administradores*, p. 36 e 37.

[46] Artigo 18º do Regulamento (EU) nº 596/2014. Encontra-se ainda previsto que esta obrigação não se limita à criação da lista de *insiders*, sendo também um dever das sociedades emitentes atualizá-la sempre que necessário e garantir a sua disponibilidade para consulta, sempre que as entidades reguladoras competentes assim o solicitem.

3) Utilizar a informação privilegiada como base para influenciar ou induzir terceiros a realizarem transações.[47]

Segundo o disposto no artigo 2º da MAD, os insiders podem ser primários, secundários ou outras pessoas, este último está disposto no nº 4 da mesma diretiva – as sanções previstas para o crime do uso de informação privilegiada podem ser aplicadas a qualquer pessoa que faça uso desta informação, desde que esta tenha conhecimento ou lhe seja exigível que tivesse, de que se trata de informação com carácter privilegiado.[48]

Através desta disposição podemos perceber que o objetivo da proibição do abuso de informação privilegiada não tem por base o cumprimento de deveres fiduciários, mas antes a efetivação da igualdade de acesso à informação. Ressalve-se que o insider não tem de divulgar a informação diretamente ao negociador que vai beneficiar desta. Ou seja, mesmo que a informação chegue após uma cadeia de divulgação com diferentes intervenientes, quem efetivamente utilizar essa informação será responsabilizado por efetivar as operações com base numa informação que o coloca numa posição beneficiada em comparação com os restantes.
Imagine-se o caso de um "*hacker*" que consegue aceder aos documentos do conselho de administração de uma empresa, onde consta a informação de um reforço da posição acionista numa empresa de setor económico distinto. Vende a informação obtida a uma empresa concorrente que, por sua vez, vai utilizar a sua posição de vantagem para adquirir em bolsa ativos da empresa em questão e, posteriormente, vendê-los a preços mais elevados.[49]

[47] Silva, Barbara Miragaia, (2015) *A responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anónimas pelo crime de Abuso de Informação Privilegiada,* p. 2

[48] Os insiders podem adquirir estas informações de variadas maneiras, seja através do exercício de um cargo de administração, fiscalização ou direção; seja através da sua normal profissão ou até originária de atividades diretamente ligadas ao crime. Cfr. análise mais detalhada na p. 29.

[49] Exemplo referido no ponto 8 dos entendimentos da CMVM sobre Abuso de Informação Privilegiada – Conceitos, Comportamentos Proibidos, Consequências Legais, Linhas de Orientação e Decisões Judiciais, ao qual se aplicaria o disposto no artigo 378º nº1 alínea d) CodVM.

4.3- Insiders e Outsiders

A doutrina tem classificado os intervenientes que participam do circuito de obtenção e divulgação de informação privilegiada como *insiders primários* e *insiders secundários* (ou *tippies*)[50].

O agente é denominado *insider primário* quando obtém acesso à informação através de uma ligação de âmbito pessoal e direta com a entidade emissora, como seria o caso de um administrador da empresa. Importa realçar que a lei não determina um limite de quantidade quanto à participação no capital. No entanto, e como tem resultado das decisões em tribunal, torna-se fundamental a constatação de um nexo causal entre as funções do *insider* e a obtenção de informação privilegiada. [51]

Cabem também nesta categoria os agentes que obtêm a informação no âmbito do exercício de uma função ligada à sociedade emitente, mas que não seja pertencente a um órgão de administração ou fiscalização. Ou seja, neste conceito cabem todos aqueles que tenham estabelecido um vínculo laboral com a sociedade em questão ou que para ela prestem serviços (permanentes ou ocasionais). Incluem-se, ainda, nesta categoria aqueles que não tenham um vínculo laboral com a sociedade, mas que, por meio da sua profissão, tenham tido acesso a informação de carácter sensível, como é o caso de um contabilista da sociedade dominante, ou um advogado, ou ainda um funcionário de uma entidade supervisora.

Quanto aos *insiders secundários*, são todos aqueles que não cabem na primeira categoria, mas que conseguem ter acesso a informação privilegiada, transmitindo-a ou estabelecendo negócio com base nela.

Os *insiders* vão criar uma cadeia de divulgação, podendo iniciar-se com a sua transmissão por parte dos *primários* aos *secundários*. RENATA RODRIGUES FERREIRA faz notar, neste âmbito, as situações em que se verifica a recorrência a testas de ferro que, sendo cúmplices do *insider*, realizam as operações com base na informação privilegiada, fornecendo o seu nome e conta bancária. Contrariamente a estes, existem também as denominadas "laranjas

[50] Gomes, Fátima, *Insider trading*, (1996) e Renata Rodrigues de Ferreira, (2014), *Insider trading*: *A repressão penal do uso de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários,* pp. 70-72.

[51] A este respeito pronunciou-se, em 2016, o Tribunal da Relação do Porto, num acórdão de 2 de fevereiro (processo nº 1523/10.9TDLSB.P2).

inconscientes" que desconhecem que a sua identidade está a ser utilizado para a efetivação das operações. [52]

No entanto, esta cadeia também pode iniciar-se nos *insiders secundários* sem qualquer relação com um *insider primário*, que obtenha essa informação através de uma atividade ilícita.[53]

5- O abuso de informação privilegiada como crime de mercado

FÁTIMA GOMES define o *insider trading* como "a comercialização por um sujeito situado numa posição especial (…), traduzindo-se aquela comercialização na realização de compras ou de vendas de valores mobiliários, com base numa informação especial, de grande relevância, desconhecida dos investidores, potenciais interessados, e de cuja posse resulta para o utilizador uma posição de vantagem em relação à contraparte".[54]

De modo a que a regulamentação do mercado possa atingir o seu objetivo de tonar os mercados mais eficientes, com transmissão de maior confiança aos seus agentes, garantindo também uma maior segurança aos investidores, a censura penal dos comportamentos que possam desviar a concretização destes objetivos tem especial importância, na medida em que só a punição poderá, eventualmente, dissuadir o possível infrator de influenciar de forma negativa e desigual o funcionamento dos mercados.

Esta não é, no entanto, uma opinião unânime na doutrina, chegando a haver quem defenda que o *insider trading* deva ser despenalizado. É o caso de HENRY MANNE, que, colocando em cima da mesa a impossibilidade de evitar totalmente esta prática, conclui que se deve aproveitar os benefícios que ela nos traz, nomeadamente no que diz respeito à eficiência dos preços de mercado, uma vez que, segundo o autor, a informação fica mais rapidamente incorporada nos preços dos valores mobiliários, do que nas situações de divulgação.[55]

---

[52] Ferreira, Renata Rodrigues de Abreu, (2014), Insider Trading: A repressão penal do uso de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários, p.75.

[53] Cfr. Artigo 378º nº1 alínea d), do CodVM.

[54] GOMES, FÁTIMA, (1996), *Insider Trading, Valadares: APDMC* – Associação Portuguesa para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais, p.7

[55] Manne, Henry G. (1966), Insider Trading and the Stock Market e Manne, Henry G. (1991), Economic Mysteries in Insider Trading , disponivel em https://europainstitut.de/fileadmin/schriften/240.pdf (p.5). Também Daniel Jay Baum, em insider Trading and the Stock Marcket (disponível em

Não podemos concordar com a doutrina de Henry Manne, nem dos que o seguem. Não se considera legítimo permitir a desigualdade entre investidores como meio de obtenção de um fim que não é mais valioso que a garantia de equilíbrio dos mercados. Aliás, não consideramos sequer que a vantagem apontada pelo autor na despenalização do *insider trading* seja atual, face à evolução tecnológica dos nossos dias, uma vez que hoje em dia a informação circula de uma forma muito mais rápida, tornando-se disponível a todos os que por ela procurarem. A impunidade desta prática representaria, apenas e só, um incentivo à criação de desvantagem significativa entre investidores, acabando por prejudicar, em especial, os investidores mais pequenos.

Outra questão também passível de levantar discórdia é o facto de a responsabilidade penal, para quem comete este ilícito, ser apenas aplicada a pessoas singulares. PEDRO VERDELHO identifica esta lacuna, realçando a necessidade de estender o âmbito de aplicação de sanções a quem comete crimes contra o mercado a pessoas coletivas. Na opinião do autor, esta impossibilidade de responsabilizar pessoas coletivas por esta prática constitui um dos "grandes obstáculos à responsabilização criminal por estes crimes". [56]

Em 2007, o Tribunal da Relação de Lisboa condenou dois gerentes de uma empresa pelo crime de abuso de informação privilegiada, num caso que ganhou mediatismo exatamente por ser um dos pioneiros onde foram responsabilizadas pessoas singulares que atuavam em representação de uma pessoa coletiva. [57]

Trata-se do caso da COFINA, conhecida empresa que atua no setor de *media*, gerida, no ano de 2000, por Paulo Fernandes (Presidente do conselho de administração da empresa desde 1990) e João Oliveira (vogal do conselho de administração desde 1990), ambos acionistas da empresa e ambos envolvidos no processo.

---

https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=2096&context=lj concorda com esta posição.

[56] Verdelho, Pedro (2009), "Infrações no Mercado financeiro: crimes de abuso de informação privilegiada e de manipulação de mercado", Direito sancionatório das autoridades reguladoras, Coord. Maria Fernanda Palma, Augusto Silva Dias, Paulo Sousa Mendes, p. 354.

[57] Acórdão disponível em: https://www.cmvm.pt/en/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Pages/Judicialdecisions-on-crimes-against-the-market.aspx

O caso chegou aos tribunais depois dos arguidos terem fechado acordo com o fundo de investimentos TEAVF (The European Asse Value Fund), na compra de cerca de 128,297 ações relativas à empresa Caima, cada uma pelo valor de € 16,00.

Uma negociação que nada teria de ilegal, não fosse o facto de os arguidos não terem informado a TEAVF, aquando da compra, que a empresa da qual eram gerentes, COFINA, iria também adquirir ações da Caima, no próprio dia, celebrando negócio com a Caixa Geral de Depósitos. Este negócio iria necessariamente obrigar à realização de uma OPA, estando estipulado um valor (mínimo) de € 17,00, isto é, sempre superior ao valor das ações por eles adquiridas momentos antes.

Em primeira instância o Tribunal absolveu os arguidos, decisão que foi depois recorrida pelo Ministério Público, passando para a alçada do Tribunal da Relação.

Na decisão do Tribunal da Relação pode ler-se que "o fundamento legal da incriminação reside, essencialmente, no princípio da igualdade de tratamento dos investidores em termos informativos, que constitui uma das traves mestras que enformam o direito dos valores mobiliários", situação também esclarecida por Francisco Lacerda Costa Pinto.[58]

O douto Tribunal considerou que os arguidos em questão preenchem os requisitos impostos pelo 378º do CodVM, bem como a prática por eles concebida. Senão vejamos:

A proposta que foi dirigida a Mark Townsend (representante da TEAVF à data), de estipulação do preço de € 16,00 por cada ação, quando os arguidos já conheciam que iria ser lançada uma OPA com o preço mínimo unitário de € 17,00, informação que foi obtida por via do papel por si desempenhado no decorrer da operação, foi baseada em informações relevantes e sensíveis que, no entanto, não eram do conhecimento do fundo vendedor e que poderiam ter influenciado a sua decisão, caso as conhecesse. Como refere o Tribunal na decisão proferida "quem vendeu essas ações nessas circunstâncias (…) não conhecia os factos descritos e, por isso, não pôde decidir de forma esclarecida, pelo que se verifica precisamente o resultado que a incriminação do art. 378º do CodVM pretende sancionar" [59]

[58] Pinto, Frederico Lacerda Costa, *O novo regime dos crimes e das contraordenações no Código dos valores mobiliários*, p.69.

[59] P. 99 do acórdão em análise.

O Tribunal considerou, assim, que existiu uma desigualdade informativa, da qual resultou uma clara vantagem económica para a COFINA, a Caima e a Prestimo, para quem os arguidos trabalhavam, traduzindo-se numa vantagem patrimonial de € 128,297.

A decisão do tribunal foca na obrigatoriedade que recaía sobre os detentores da informação de a comunicarem de imediato à CMVM. No caso em questão, havia ainda a obrigação da comunicação do lançamento de uma OPA, na sequência das negociações por si levadas a cabo.

Em contrapartida, a defesa dos arguidos veio alegar que o crime apenas poderia ter sido cometido no caso de as ações terem sido adquiridas para si, uma vez que tal acontecimento faria deste um *insider*. Inicia-se aqui a questão supra abordada relativa ao facto de as consequências previstas para os tipos de crimes dispostos no Código dos Valores Mobiliários se destinarem apenas a pessoas singulares, não prevendo punição para pessoas coletivas.

No entanto, e de acordo com o entendimento do tribunal da relação, com o qual desde já concordamos, tal não significa que as pessoas singulares possam apenas ser punidas quando atuam em seu nome ou pelo seu interesse. Na sua decisão pode ler-se que "(…) as pessoas singulares são puníveis mesmo se agirem em representação de outras pessoas singulares e/ou no interesse destas e, por igualdade de razões, as pessoas singulares também são puníveis se agirem em representação de pessoas coletivas e no interesse destas, pois esta hipótese não é materialmente diversa da anterior".[60]

Assim sendo, considerando os cargos que ambos os arguidos exerciam nas empresas visadas, com acesso privilegiado a informações sensíveis, fruto do normal desempenho da sua atividade bem como todos os factos acima expostos quanto às atuações dos arguidos, concluímos com a concordância da decisão do Tribunal da Relação de Lisboa, que considerou estarem reunidas todas as condições legalmente previstas para a caracterização do crime de abuso de informação privilegiada.

O caso terminou, então, com a condenação de ambos por parte do Tribunal da Relação de Lisboa, pela prática do crime de abuso de informação privilegiada, tendo sido aplicada uma pena de multa de 180 dias à taxa diária de € 250,00, perfazendo um total de € 45.000,00.

[60] P. 102 da decisão em análise.

6- Jurisprudência relevante

Para além do caso da COFINA, supra analisado, outras decisões têm sido tomadas nos tribunais, a respeito desta prática ilícita, que revelam especial importância pela colaboração conferida na interpretação deste tipo de crime. Cabe agora proceder ao estudo de outros casos, cuja análise considerámos pertinente.

RICCIARDI - Processo n.º 964/14.7TDLSB.L1[61]

Em 2016, o Tribunal da Relação de Lisboa condenou Jorge Leitão Ricciardi pela prática do crime de abuso de informação privilegiada, depois de este ter obtido lucros no valor de € 60.454,42, através da utilização de informação que ainda não teria sido divulgada.

No decorrer do ano de 2012, o arguido foi adquirindo várias ações, de forma faseada durante um mês, emitidas pela empresa Brisa, por um preço relativamente baixo. Ficou provado, embora indiretamente, que Ricciardi adquiriu essas ações por ter tido conhecimento de que, dali a algum tempo, ocorreria uma OPA sobre a Brisa, o que iria provocar um aumento significativo do valor das ações desta empresa e, consequentemente, um lucro substancial com a venda das mesmas, posteriormente.

Depois de ser condenado pela prática do crime de abuso de informação privilegiada, em primeira instância, Ricciardi recorreu da decisão, considerando não haver prova direta de que teria conhecimento da OPA, à data da aquisição das ações, uma vez que não constava na lista de *insiders*. No entendimento do arguido, também não teria ficado provado que tivesse havido qualquer contacto direto entre este e os *insiders* identificados. [62]

No entanto, embora não tivesse ficado provado, com clareza, que o arguido teria obtido esta informação quando ainda não era pública, e transacionado com base nela, o tribunal considerou suficiente o facto de as operações em causa serem pouco usuais quanto ao arguido em questão, bem como a considerável mais-valia que daí resultou. A defesa de Ricciardi alegou que a data das transações e o momento em que estava a ser negociada uma OPA que

[61] Acórdão disponível para consulta em: https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Documents/161207%20Ac%C3%B3rd%C3%A3o%20TRL.pdf

[62] Rodrigues, Sara Vieira, (2019), *Informação Privilegiada e a Responsabilidade dos Administradores*, p.52.

influenciaria significativamente os preços das ações tratou-se apenas de uma "*coincidência temporal*". Quanto às mais-valias que dali resultaram, a defesa alega que "*ao fechar a posição que detinha sobre a BRISA após o anúncio do lançamento da OPA, o arguido atuou da mesma forma que teriam atuado (...) quaisquer outros investidores (...) que por força dessa notícia, viram os seus títulos valorizar, o que nada tem de anormal*".[63]

Quanto aos fundamentos de direito, a defesa optou por pôr em causa a verificação do pressuposto do carácter preciso que deve fazer parte de uma informação para que esta se possa considerar privilegiada, considerando que, à data das transações, a negociação ainda se encontrava numa "*fase embrionária, preliminar, eventual, imprecisa e difusa*".

A respeito da falta de prova direta quanto ao conhecimento, por parte do arguido, da informação privilegiada, a decisão recorrida, enunciava os seguintes indícios:

"*Demonstrou-se que o arguido não acompanhava a Brisa não tendo, até aos factos em discussão nos autos, qualquer interesse na mesma. Provou-se ainda que o arguido tem um perfil de investidor, totalmente estranho ao investimento que fez nas ações daquela sociedade (...). O mesmo* (arguido) *trabalha na bolsa há 40 anos, pelo que é fácil concluir que tem ali contactos profissionais, sem prejuízo das relações familiares que também possui. (...) Entre 29-02-2012 e 29-03-2012 adquiriu e manteve CFD's sobre ações da BRISA (...). Pela diferença entre o preço de compra dos CFD's sobre as ações e o preço de venda dos mesmos, o arguido lucrou apenas neste dia o total de € 60.454.32."*[64]

Recorrida a decisão da primeira instância, foi o Tribunal da Relação de Lisboa quem se pronunciou quanto ao alegado pela defesa quer nos autos, quer no recurso da decisão anterior.

A respeito da falta de prova direta, o douto Tribunal não deu razão ao arguido, reiterando as conclusões já mencionadas na decisão da primeira instância, referindo que *"(...) tal presunção foi retirada pelo tribunal a quo da concorrência de vários factos indiciários assentes em provas diretas (...) os quais conjugados com as regras da experiencia comum permitiram a conclusão de que o arguido para agir da forma como o fez foi porque teve acesso a essa informação."*

A respeito da obtenção de prova neste tipo de crimes, pronunciaram-se PEDRO VERDELHO e CLÁUDIA VERDIAL PINA, em diferentes obras, mas ambos concluindo no

[63] Cfr. 12º ponto da impugnação da matéria de facto, p. 4 do acórdão em análise.

[64] Fundamentação da decisão de facto pelo tribunal de primeira instância.

sentido de que, no âmbito do crime em análise, a obtenção de prova passa muitas vezes pela prova indireta a partir de meios de prova direta.[6566]

Quanto à alegada fragilidade da verificação do carácter preciso da informação, esclareceu o Tribunal da Relação de Lisboa, que o facto de as negociações ainda não estarem fechadas à data do início das transações, não retira à informação o seu carácter preciso. Recorreu à doutrina de FILIPE MATIAS SANTOS:

"(…) A ideia de que a informação seja precisa remete, desde logo, para a necessidade de que a mesma se baseie em elementos concretos, reportando-se à realidade minimamente identificada, i.e, que assuma consistência mínima. Ex adverso, delimitando negativamente o conceito, excluem-se tipicamente do conceito (…) os rumores ou vozes de mercado, sem qualquer substância, gerados por pessoas que não o próprio emitente (…)". [67]

De facto, a nossa posição tende a concordar com autor. Neste âmbito, é até preciso o 378nº4 do CodVM, assim como o artigo 7º nº2 do regulamento, que consideram informação privilegiada aquela que se debruça sobre "factos ocorridos, existentes ou *razoavelmente previsíveis*, independentemente do seu grau de formalização, que, por serem suscetíveis de influir na formação dos preços dos valores mobiliários ou dos instrumentos financeiros (…)". Consideramos, assim, que uma informação não deixa de ser precisa por ainda não ter atingido determinado ponto de negociação, bastando que se verifique a possibilidade razoável de esta se efetivar.

Também nesta linha de pensamentos se pronunciou SANDRA BORBA:

"Para que exista informação privilegiada não é necessário aguardar pelo final do processo negocial, único momento em que existe certeza sobre o mesmo, constituindo também informação precisa os diversos factos que compõem o processo negocial, tais como a decisão de negociar, a ocorrência de negociações, etc".[68]

---

[65] Pina, Cláudia Verdial, *Crime de Manipulação de Mercado: Elementos típicos e Recolha de Prova",* Revista Julgar, nº 17. P.36.

[66] Verdelho, Pedro, (2009) "*Infrações no Mercado financeiro: crimes de abuso de informação privilegiada e de manipulação de mercado"*, Direito Sancionatório das Autoridades Reguladoras, coord. Maria Fernanda Palma, Augusto Silva Dias, Paulo de Sousa Mendes.

[67] Santos, Matias Filipe, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº32, p. 163 ss.

[68] Borba, Sandra, (2010), *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº35, p.99.

O Tribunal da Relação considerou, assim "integralmente preenchidos os requisitos objetivos e subjetivos do crime de abuso de informação".[69]

O caso terminou com a condenação do arguido a uma pena de 180 dias de multa, à taxa diária de € 100,00, num total de € 18.00,00, com a alternativa de 120 dias de prisão subsidiária. A mais-valia gerada, num valor estimado de € 60.454,42, foi declarada perdida a favor do Estado.

MOTA-ENGIL- Processo nº 2742/15.7TDLSB [70]

Em 2017, Jorge Nuno Moura Carvalho Oliveira foi acusado de quatro crimes de abuso de informação privilegiada durante o período em que desempenhou funções de adjunto da administração da empresa MOTA-ENGIL, Engenharia e Construção S.A (doravante MOTAENGIL) entre Novembro de 2012 e Fevereiro de 2016. O arguido desempenhou também funções de Diretor Operacional do Departamento de Obras Portuárias na MOTA-ENGIL (Divisão de Trabalhos Portuários).

O tribunal considerou que o arguido transacionou com base em informações privilegiadas nas seguintes situações:

Contrato de concessão no México

A MOTA-ENGIL comunicou ao mercado, no dia 29-08-2013, a adjudicação feita pelo Estado do México de um contrato de concessão, operação e manutenção de uma autoestrada a um consórcio liderado pelo grupo MOTA-ENGIL, vigente pelo período de 27 anos.

Na sessão que se sucedeu à divulgação deste comunicado, as ações da MOTA-ENGIL valorizaram cerca de 0.55%.

No mesmo dia 29-08-2013, em período anterior à divulgação da informação, o arguido terá tomado conhecimento desta adjudicação e, com base nela, adquiriu ações desta sociedade

[69] Ponto 33 do acórdão em análise, p.41

[70] Consulta do acórdão disponível em: https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Documents/Ac%C3%B3rd%C3%A3o%20TRL%20Proc%201288_15.8JDLSB.L1.pdf

no intuito de as alienar em momento posterior à divulgação da informação ao mercado (como se veio a verificar no dia 09-10-2013).

Com esta transação, o arguido obteve uma mais-valia de € 7.743,39.

Operações de capital da participada MOTA-ENGIL África

No dia 21-11-2013, a MOTA-ENGIL divulgou ao mercado um comunicado onde informava que iria proceder à distribuição de um dividendo em espécie aos seus acionistas através da entrega gratuita de ações representativas de 20% do capital da MOTA-ENGIL África. A distribuição seria antecedida de um aumento de capital da sub-holding bem como da admissão das ações desta à negociação em mercado regulamentado estrangeiro, mas europeu.

Com esta divulgação, as ações da MOTA-ENGIL encerraram com uma valorização de 8,45% na sessão de 22-11-2013.

No dia 01-11-2013, Jorge Oliveira tomou conhecimento desta informação e decidiu, assim, adquirir ações da MOTA-ENGIL, com intenção de as vender quando a informação fosse tornada pública. A ordem da venda foi executada no dia 26-11-2013, obtendo o arguido, deste modo, uma mais-valia no valor de € 11.131,64.

Contratos de concessão e adjudicações de obras (Janeiro de 2014)

A 07-01-2014, a MOTA-ENGIL volta a fazer um comunicado ao mercado, desta vez relativo à adjudicação de vários contratos (nomeadamente na Europa, África e América Latina), onde se destacava um contrato relacionado com a exploração mineira no Zimbabwe.

Na sessão que sucedeu a divulgação da informação, a MOTA-ENGIL encerrou com uma valorização de 7,82%.

No dia 06-12-2013, o arguido volta a transacionar com base em informação que ainda não era pública, adquirindo ações da empresa, com a finalidade de obter novamente mais-valias quando a divulgação ao mercado fosse feita. Desta vez, o valor da mais-valia líquida obtida por Jorge Oliveira com a venda das ações após a divulgação da informação foi de € 5.008,04.

Contratos de concessão e adjudicações de obras – Maio 2014

Em 27 de maio do mesmo ano, a MOTA-ENGIL divulga ao mercado uma comunicação em que informa a celebração de diversos contratos de concessão bem como adjudicação de diversas obras a esta empresa.

Mais uma vez, com a divulgação desta informação, na sessão bolsista seguinte, as cotações da MOTA-ENGIL encerraram com uma valorização de 3,39%.

Não se tendo apurado como, o arguido voltou a ter conhecimento destas negociações na América latina antes da sua divulgação, tendo no dia 12-05-2014 adquirido ações desta sociedade, e posteriormente, a 07-07-2014, ordenado a sua venda, obtendo assim uma maisvalia de € 9.896,45.

O caso foi inicialmente julgado em primeira instância, onde o tribunal considerou que o arguido "*tomou decisões de investimento com o uso, em proveito próprio, como quis, de informações que não eram conhecidas pelo público, e que o colocou em desigualdade, por vantagem, perante os demais investidores em mercado bolsista".*[71]

Após análise dos requisitos legais que se impõem à verificação do abuso de informação privilegiada, o douto tribunal concluiu que se encontravam reunidos todos os elementos subjetivos e objetivos do tipo legal de quatro crimes de abuso de informação privilegiada. A pena traduziu-se em 230 dias de multa à taxa diária de € 30,00 perfazendo um montante de € 6.900,00. Como pena acessória, foi condenado a publicar no Diário Económico a sentença.

Não satisfeito com a decisão, Jorge Oliveira recorreu para o Tribunal da Relação de Lisboa.

Por sua vez, o tribunal da RL procedeu à análise dos vários factos bem como das alegações por parte do arguido, nomeadamente do tipo de investidor que este constituía. Auxiliado pelo relatório elaborado pela CMVM relativo ao caso em apreço, concluiu-se que as transações realizadas pelo mesmo eram de origem excecional, uma vez que o arguido não tinha por hábito transacionar instrumentos financeiros e, até ao momento das situações identificadas, nunca teria investido em ações desta sociedade. Esta análise revelou-se importante, uma vez

[71] Ponto 60 da matéria de facto provada na sentença recorrida.

que o arguido alegou que as transações não teriam sido feitas por ter obtido informações privilegiadas, mas antes porque reparou que as ações da MOTA-ENGIL estavam em constante crescimento. Ora, se o arguido não tinha por hábito efetuar transações, também não seria, em princípio, um agente atento aos movimentos de mercado, pelo que o douto tribunal desconsiderou o seu argumento.

Assim, a decisão do TRL foi ao encontro da decisão recorrida, concluindo este que *"(...) com base na análise dos factos provados as informações, de carácter sigiloso, a que o arguido teve acesso, nos termos constantes dos factos provados, constituem informação precisa, com o sentido de que, dos factos já ocorridos, era razoavelmente de prever a concretização das aludidas decisões de concessão e de adjudicação de obras e a concretização da decisão de distribuição de ações, como veio a acontecer e constituem informação especifica, por estarem diretamente relacionadas com a MOTAENGIL (...)."*[72]

Quanto ao facto de não se ter conseguido apurar de que forma é que o arguido teve acesso à informação, uma vez que este não constava na lista de *insiders*, o tribunal considerou que o agente do ilícito previsto no nº2 do 378º CodVM pode ser *" (...) "qualquer pessoa" que não disponha diretamente de informação privilegiada e negoceie em valores mobiliários, independentemente de se saber como e de quem obteve essa informação privilegiada (...) Não se trata, assim, de um crime específico próprio como o previsto no nº1 da mesma norma".*[73]

Ora, atendendo aos pressupostos estudados para a verificação da existência de um crime de abuso de informação, a nossa opinião não poderia ser diversa da tomada em tribunal. Efetivamente, verifica-se que as informações às quais o arguido teve acesso seriam precisas, uma vez que, embora ainda em negociações, era razoavelmente previsível que as contratações se viessem a realizar. Ficou provado que as transações foram executadas antes da divulgação da informação ao mercado, pelo que não restam dúvidas quanto ao carácter não público da informação em questão. Quanto à idoneidade da informação, será o aspeto que menos dúvidas oferece, uma vez que foi notória a valorização das cotações sempre que foi divulgada alguma das quatro comunicações em causa.

Relativamente à questão do agente, levantada pela defesa do arguido, também aqui tendemos a concordar com as considerações do tribunal. De facto o nº 3 do artigo 378º o

[72] Página 60 do acórdão do TRL.

[73] *Idem.*

legislador, ao mencionar claramente "*qualquer pessoa não abrangida pelo nº1"* está a estender as qualidades do agente enunciadas na primeira parte da norma a todo o universo de possíveis agentes que negoceiem com base em informação privilegiada, independentemente da forma como a obtiveram.

O TRL manteve, assim, a decisão recorrida, revogando apenas a pena acessória de publicação da sentença condenatória.

CAPÍTULO III

A manipulação de Mercado

> "Sabida é a importância que tem a lei da oferta e da procura no bom funcionamento do mercado do organismo económico. (…) Na vida económica, porém, torna-se muitas vezes difícil a completa atuação da lei citada. Numerosas coisas perturbadoras vêm modificar prejudicialmente a sua livre expansão. Consequentemente, nada seria mais invejável do que obter o afastamento dessas causas conseguindo garantir o pleno domínio da lei da oferta e da procura. Às bolsas pertence justamente o desemprenho desta benéfica função, pois nelas se dão todas as condições de que depende a perfeita aplicação dessa lei."[74]

Analisada a importância da divulgação de informação para a correta instrução dos investidores e, consequentemente, para garantir a transparência dos mercados, cabe agora analisar as situações em que as informações divulgadas são falsas, ou cuja divulgação tenha como fim único a manipulação dos preços de mercado.

A delimitação deste tipo de crime apesenta várias dificuldades, uma vez que o que separa as práticas de mercado de crimes de manipulação é uma linha muito ténue. É inevitável a alteração de preços de mercado que cada transação traz de forma inerente.[75]

[74] Ulrich, Ruy E. (1906), *Da bolsa e suas operações*.

[75] Sergakis, Konstantinos, (2018), *The Law of Capital Markets in the EU: Disclosure and Enforcement*, p. 175.

Uma das dificuldades na definição deste ilícito é a dificuldade muitas vezes sentida entre a separação do que é uma estratégia de mercado daquilo que pode ser efetivamente uma prática lesante do mesmo.[76]

Esta dificuldade traduz-se numa definição legal extensa e que deixa em aberto a abrangência de outras práticas não descritas, mas que, por se traduzirem numa alteração irregular do mercado, se consideram passíveis de manipular o mercado.

O crime de manipulação de mercado está previsto no CodVM, no seu artigo 379º. O seu nº1 define que incorre na prática deste crime "Quem divulgue informações falsas, incompletas, exageradas, tendenciosas ou enganosas, realize operações de natureza fictícia ou execute outras práticas fraudulentas que sejam idóneas para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros". Retira-se desta norma que todos os instrumentos financeiros são objetos deste tipo de crime, o que parece significar que não se restringem aos instrumentos elencados no artigo 2º do CodVM.[77]

Ainda no mesmo artigo 379º, o legislador definiu os atos que se consideram idóneos para a perturbação do bom funcionamento do mercado, nomeadamente:

"(…) os atos que sejam suscetíveis de modificar as condições de formação dos preços, as condições normais da oferta ou da procura de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros, as condições normais de lançamento e de aceitação de uma oferta pública ou os atos suscetíveis de perturbar ou atrasar o funcionamento do sistema de negociação".

Podemos considerar então que a manipulação de mercado enquanto crime está sustentada em três pilares:

(i) A prática de um dos atos enunciados;[78]

(ii) A sua capacidade de influenciar os preços de mercado;

(iii) O dolo na atuação.[79]

[76] E. Avgouleas, (2005), *the mechanics and regulation of market abuse*, p. 108.

[77] Câmara, Paulo (2011), *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, *ob. cit*. p.872.

[78] Cordeiro, António Barreto Menezes, (2015), *Manual de Direito dos valores Mobiliários*, p. 375.

[79] Para o apuramento do dolo utiliza-se a regra geral disposta no artigo 13º do Código Penal.

O artigo 379º responsabiliza ainda, no seu nº5, os titulares de órgãos de administração e outros sujeitos que sejam responsáveis pela fiscalização das áreas de atividade de um intermediário financeiro quando violem o dever de impedir práticas manipuladoras. Isto é, quando algum destes órgãos tenha conhecimento de uma prática que possa ser suscetível de manipular o mercado, deverá impedi-la, dentro das suas possibilidades de ação, sob pena de compactuar com o crime.

Na opinião de ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, o artigo 379º CodVM consubstancia apenas uma parte, ainda que importante, do crime de manipulação de mercado, uma vez que considera que esta norma não prevê todas as formas de manipulação de mercado. Ainda assim, mesmo estas práticas não enunciadas no artigo podem significar uma manipulação em sentido amplo, dado que alteram por si só o normal funcionamento do mesmo, e por isso não estão isentas de responsabilização contraordenacional ou civil.[80]

A título de exemplo, o autor refere duas práticas que podem manipular o mercado mas não estão legalmente previstas: o *Scalping*[81] e o *Churning*[82].

A primeira constitui uma prática de recomendação de compra de um valor mobiliário específico, com a finalidade de obter valores mobiliários adquiridos antes da recomendação. Não se verificando, nestas situações, a divulgação de uma informação falsa, não se consideram reunidos os requisitos do 379º. Ainda assim, o lesado poderá responsabilizar civilmente, uma vez que não deixa de estar em causa a integridade do mercado.

Por sua vez, a segunda, não tendo tradução direta para português, está relacionada com a prática de intermediação excessiva.[83] Estamos novamente perante uma prática que não preenche os requisitos necessários para a prática de um crime de manipulação de mercado. No entanto, na eventualidade de essa excessividade resultar numa aquisição não desejada, colocase em causa o normal funcionamento do mercado, manipulando-se os índices de oferta e de procura.

[80] Cordeiro, António Barreto Menezes, *Manual de Direito dos valores Mobiliários, ob. cit.*, p. 375.

[81] Bastos, Miguel Brito, (2012), Scalping: Abuso de Informação Privilegiada ou manipulação de mercado?, p. 393-242.

[82] Veloso, António José, (1997), Churning: alguns apontamentos com uma proposta legislativa em Direito dos valores mobiliários, p. 349-453, Pinto, Frederico Costa, (2011), Intermediação excessiva em Estudos em Homenagem ao P. Dr. Carlos Ferreira de Almeida, p. 755-788.

[83] A Prática de Intermediação excessiva constitui uma contraordenação prevista no art. 397º nº2 alínea c).

Tal como sucede no abuso de informação privilegiada, a criminalização da prática de manipulação de mercado tem como finalidade a salvaguarda do funcionamento regular dos mercados e da formação dos seus preços. Só através da penalização destas práticas é possível acautelar a eficiência dos mercados, garantindo o mais possível que nenhum investidor retira proveito ilegítimo da oscilação de preços. [84]

A lei não exige, neste âmbito, a demonstração de um nexo de causalidade entre a prática e a efetiva alteração do funcionamento do mercado. É suficiente a prova de que a conduta em causa seria (ainda que de forma abstrata) idónea para provocar alterações nos preços de mercado. Considera-se, assim, que não se trata de um crime de dano mas antes de um crime de perigo. [85]

Com a entrada em vigor, em 2016, do regulamento sobre o Abuso de Mercado, passou também a punir-se a tentativa de manipulação.[86] Significa isto que, a tentativa de consumação deste crime inclui as situações em que a prática teve início mas não chegou a ser completada, ou em que foram emitidas ordens que acabaram por não ser executadas.[87]

1- A divulgação de informações falsas ou enganosas

1.1- A diferença entre os regimes da MAD e do MAR

No antigo regime de manipulação de mercado da MAD consagrava-se uma modalidade de manipulação de mercado que era a divulgação de informações suscetíveis de dar indicações falsas ou enganosas.[88]

No artigo 1º deste regime, constava na parte final do seu nº2 três exemplos de manipulação de mercado:

---

[84] Veiga, Alexandre Brandão, (2001), *Crime de Manipulação, Defesa e criação de Mercado*, p. 31166.

[85] Assim o considerou o Tribunal da Relação de Lisboa, num acórdão de 2 de Novembro, analisado nos cadernos MVM nº6, de 1999.

[86] Conforme disposto no art. 15º do Regulamento (UE) nº 596/2014.

[87] Cfr. art. 12º nº 1 e 2 do Regulamento (UE) nº 596/2014.

[88] Bolina, Helena Magalhães, (2017), *A revisão das diretivas do abuso de mercado: Novo âmbito, o mesmo regime*, p.38.

> "- Conduta de uma pessoa, ou pessoas agindo em colaboração, para garantir uma posição dominante sobre a oferta ou demanda de um instrumento financeiro que tem o efeito de fixar, direta ou indiretamente, preços de compra ou venda ou de criar outras condições comerciais desleais,
>
> - A compra ou venda de instrumentos financeiros no fechamento do mercado, com o efeito de enganar os investidores agindo com base nos preços de fechamento,
>
> - Aproveitar o acesso ocasional ou regular aos meios de comunicação tradicionais ou eletrônicos expressando uma opinião sobre um instrumento financeiro (ou indiretamente sobre o seu emitente), tendo anteriormente tomado posições sobre esse instrumento financeiro e lucrando subsequentemente com o impacto das opiniões expressas no preço desse instrumento, sem ter simultaneamente divulgado esse conflito de interesses ao público de forma adequada e eficaz."

Este último exemplo é respeitante ao disposto na alínea c) do mesmo artigo, que versa sobre a divulgação de informação através dos *media*, da internet ou de qualquer outro meio que possa ser falsa ou dar sinais enganosos sobre determinado instrumento, quando a pessoa responsável pela divulgação esteja a par da falsidade da informação em causa. Quando estiverem em causa jornalistas, a informação deve ser avaliada, exceto nas situações em que a pessoa obtivesse uma vantagem lucrativa com a divulgação da informação.

Com a implementação do disposto no MAR este regime não foi alterado, tendo sido inclusivamente mantido o exemplo anterior, no artigo 12º nº2 alínea d). Ainda assim, se atendermos ao disposto nas considerações deste regulamento[89], verifica-se que quem possuir conhecimento da futura divulgação de opinião e negoceie com base nesse conhecimento, poderá incorrer num crime de abuso de informação privilegiada, quando este o faça com a expectativa de que dessa divulgação resulte uma alteração de preços.

Não se pode ignorar que este género de práticas violam ainda deveres específicos que lhe são inerentes, quer quanto à divulgação da existência de conflitos de interesses nas recomendações de investimentos, [90] quer quanto à proibição de realização de transações por

[89] Verificar a este respeito, nomeadamente, o considerando nº28.

[90] Artigo 20º do MAR.

parte de pessoas que estejam envolvidas na elaboração de recomendações que constam do conjunto de normas cuja finalidade é regular a atividade dos intermediários financeiros.[91]

Parece haver, assim, uma sobreposição de enquadramentos, entre o abuso de informação privilegiada e a manipulação de mercado, cuja divisão é necessário delimitar.

Como já estudámos anteriormente, a informação considera-se privilegiada quando é dotada de presumível capacidade de influenciar os preços de mercado. Considera-se que existe abuso de informação quando se transaciona com base em informação que ainda não é pública, mas que é passível de influenciar o mercado.

Tendo por base tanto o conceito de abuso de informação como o de manipulação de mercado, a delimitação dos conceitos deve ser feita com base na análise da conduta concreta em questão.

Deste modo, a prática deve ser enquadrada na manipulação de mercado quando a informação divulgada seja falsa ou com intenção de induzir em erro, nos casos em que o público-alvo desconheça que a informação ou opinião provém de alguém que vai beneficiar com a sua difusão.

Por outro lado, quando há uma intenção de transacionar antes da divulgação da informação, com conhecimento e consciência dos efeitos que a sua publicidade irá ter no mercado, ainda que cumpridos todos os deveres de transparência quanto às participações detidas, estamos na presença de um crime de abuso de informação.

1.2- Práticas aceites

A regulamentação europeia faz, no entanto, uma salvaguarda a algumas práticas consideradas aceites e que, desse modo, excluem o âmbito da aplicação do artigo 15º às práticas enunciadas no artigo 12º nº1 a). Esta salvaguarda está consagrada no artigo 13º nº1.

Significa isto que a responsabilidade de algumas práticas que, à partida, se considerariam manipulação de mercado, pode estar excluída se essa prática for considerada aceite pela autoridade nacional.

[91] Cfr. disposto no artigo 309º-D CodVM.

Segundo o regulamento nº 596/2014, antes de uma autoridade nacional definir uma prática como aceite, esta decisão terá de ser comunicada à ESMA e às outras autoridades competentes, com uma antecedência mínima de três meses.

Após esta comunicação, será a autoridade europeia a decidir se a prática de mercado aceite que se propõe irá ou não cumprir a finalidade de manutenção da confiança e transparência dos mercados.

Para que uma autoridade nacional possa considerar a definição de uma prática aceite, é necessário observar um conjunto de critérios, como o facto de desta resultar um elevado grau de transparência; ou ser uma garantia da salvaguarda do bom funcionamento do mercado e da interação adequada entre a oferta e a procura; ou no caso de a prática em questão ter como consequência um positivo impacto, quer na liquidez, quer na eficiência do mercado, entre outras. [92]

Durante a vigência da MAD, e até ao surgimento do MAR, cada EM era livre de definir as práticas de mercado que considerava aceites (específicas do seu mercado). Desta liberdade resultou a criação de uma incerteza, por parte dos investidores, quanto à definição concreta dos comportamentos ilícitos, uma vez que a caracterização de uma prática como aceite no mercado implica a exclusão da sua responsabilidade quanto à manipulação de mercado naquele ordenamento em concreto, mas não nos restantes.

Com a criação do MAR e a redação do artigo 13º, continua a ser dada a possibilidade a cada EM de definir as suas práticas aceites, mas foram reforçados os procedimentos para a sua concretização, nomeadamente a obtenção da aprovação, ou não oposição, por parte da ESMA.

2- Enquadramento histórico

Embora a manipulação de mercado enquanto crime só tenha surgido no ordenamento jurídico português com o Código dos Valores Mobiliários, em 1991, este tipo de ilícito já se encontrava previsto (de forma semelhante) no Código das Sociedades Comerciais (1986), no artigo 525º, tendo por epígrafe a manipulação fraudulenta de cotações de títulos, que dispunha o seguinte:

[92] Cfr. Artigo 13 nº 2 do Regulamento (UE) nº 596/2014.

> "1 - O administrador, diretor ou liquidatário de sociedade que, mediante simulação de subscrição ou de pagamento, difusão pública de notícias falsas ou qualquer outro artifício fraudulento, der causa a que aumente ou diminua a cotação de ações ou de obrigações, ou de outros títulos com cotação na bolsa, emitidos pela sociedade, ou para o mesmo fim receber ou tentar receber, pessoalmente ou por outrem, subscrição ou pagamento de título, será punido com prisão até seis meses e multa até 120 dias.
>
> 2 - Se o facto for praticado com intenção de causar dano, material ou moral, a algum sócio que para o mesmo facto não concorrer conscientemente, à sociedade, ou a terceiro, a pena será de prisão até um ano e multa até 150 dias.
>
> 3 - O administrador, diretor ou liquidatário que, tendo conhecimento de factos praticados por outrem nas circunstâncias e para os fins descritos no n.º 1, omitir ou fizer omitir por outrem as diligências que forem convenientes para evitar os seus efeitos será punido, se pena mais grave não couber por força de outra disposição legal, com prisão até três meses e multa até 90 dias."

Com efeito, este crime de manipulação constituí um crime próprio, onde estão incluídos os atos praticados pelos administradores, diretores ou liquidatários de sociedades. Quanto ao seu objeto material, este limita-se aos títulos cotados em bolsa e emitidos pela própria sociedade. É ainda exigido que os resultados se obtenham por via de meios fraudulentos, assim como é exigida a observação do efetivo resultado das alterações das cotações.[93]

Com o aparecimento do Código dos Valores Mobiliários este crime passou a constar no seu artigo 667º.

Em março de 2000, com a entrada em vigor do novo Código dos Valores Mobiliários, este ilícito manteve-se com um texto semelhante tendo, no entanto, sofrido uma agravação de pena para até três anos de prisão ou multa até 360 dias.

Atualmente a pena voltou a agravar, sendo que na redação atual do CodVM a pena de privação de liberdade pode ir até aos 5 anos.

[93] Vasques, Sérgio, (1997), *A manipulação do Mercado de valores mobiliários*, p33.

3- Jurisprudência relevante

Sentença Processo n.º 408/11.6TDLSB[94]

Em 2018, Jorge Augusto Martins Fazendeiro foi condenado pelo Tribunal Judicial da Comarca de Lisboa pela prática do crime de manipulação de mercado. À data dos factos de que foi acusado, a legislação em vigor para este tipo de crime era o Código dos Valores Mobiliários com as alterações feitas pelo Decreto-lei nº52/2006 de 15 de Março.

Os factos de que foi acusado ocorreram durante o ano de 2009, quando o arguido era administrador da empresa Albano Alves SA, empresa dedicada à comercialização e distribuição de artigos de economato, papel e papelaria, equipamentos de escritório e de prestação de serviços a empresas. A empresa Albano Alves SA era detida pela Amplivértice Consultoria e Gestão Unipessoal, Lda. e pela Albano Alves, SGPS, S.A.

O arguido era o único sócio da empresa Amplivértice, que havia sido por si constituída em 2006.

Em julho de 2008, a INAPA (sociedade aberta cuja atividade se dedica à distribuição de papel, sendo uma das maiores distribuidoras do setor na Europa) divulgou um comunicado onde era informado ao mercado que a Albano Alves SA era detentora de uma participação de cerca de 2,06% no capital social da mesma. Mais tarde, a INAPA através de informação complementar, esclareceu que a referida participação de 2,06% detida por Albano Alves SA era, na realidade, detida pelo arguido a título pessoal em 2.02%, sendo apenas os restantes 0,03% efetivamente detidos pela Albano Alves SA.

No final do ano de 2008, avaliando as ações detidas direta e indiretamente pelos acionistas da INAPA, José Fazendeiro era o terceiro maior.

A 21 de julho de 2008, o Diário Económico publica um artigo relativo à pretensão manifestada pelo arguido em adquirir a posição ocupada pelo BCP na INAPA. No mesmo artigo

[94] Acórdão disponível para consulta em: https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Documents/Sentenc%C3%A7a%2006.04.2018.pdf

era citado Jorge Fazendeiro onde referia que "numa primeira fase o controlo de 10% da INAPA, sendo os 2,06% "uma participação financeira que pode evoluir para uma posição estratégica".

Dias depois, a informação voltou a ser reiterada, desta vez pelo semanário Expresso, que informava que a empresa Albano Alves já tinha feito saber que estava interessada em comprar, pelo menos, até 10% do capital da INAPA.

A 16 de abril de 2009 José Fazendeiro foi entrevistado pelo Diário Económico. No decorrer da entrevista, e confrontado com a grande liquidez que se verificava nas ações da INAPA nas últimas sessões, o arguido respondeu que não era a Albano Alves que estava a intervir e que considerava que essa liquidez era fruto das normais condições de mercado. O arguido aproveitou ainda a entrevista para informar que estava perto de deter 5% das ações da INAPA, mas que mantinha o seu objetivo de chegar aos 10%.

O tribunal considerou que o arguido, com esta entrevista, pretendeu fazer acreditar aos investidores que a Albano Alves iria adquirir, futuramente, mais ações da INAPA. Estas declarações levaram a que o mercado fluísse no sentido dessa informação e, consequentemente, a cotação do título em questão subiu.

Logo após a entrevista, o arguido deu ordem telefónica para a compra de mais de 400 mil ações da INAPA. O tribunal considerou provado que José Fazendeiro agiu com o intuito de adquirir as ações antes de a cotação subir com a publicação das suas declarações. Um dos fatores que o tribunal considerou relevantes para aferir a real intenção do arguido foi o facto de, quando deu a ordem de transação, solicitou que não fosse feita qualquer comunicação à CMVM, mesmo que a aquisição implicasse a ultrapassagem dos 5% (como de resto seria sua obrigação).

Ainda no mesmo telefonema, e com o claro propósito de obter mais-valias, José Fazendeiro ordenou que, mais tarde se procedesse à venda das ações que tinha acabado de comprar. Essa alienação veio a ocorrer no dia seguinte.

Quanto a esta ação, considerou o tribunal que "*ao comprar as ações INAPA antes e ao vendê-las imediatamente após a divulgação pública (...) dessa alegada intenção, o arguido quis, e conseguiu, obter desde logo mais-valias significativas com a diferença de preço entre a compra e a*

venda, bem sabendo que estava a tirar proveito da subida das ações INAPA por si provocada de forma fraudulenta e que não tinha direito às mais-valias decorrentes das transações por si realizadas". [95]

O impacto das declarações do arguido traduziu-se num incremento de mais de 40% quanto ao número de negócios realizados e 27% quanto à quantidade transacionada, nos dias 16 e 17 de abril em comparação com a primeira quinzena do mesmo mês.

No início de maio o arguido deu uma nova entrevista ao Diário Económico onde reforçou que a posição da Albano Alves poderia atingir os 5%. No entanto, entre maio de 2009 e até ao final do mês de setembro do mesmo ano, o arguido continuou a vender as ações dessa empresa, até ter a sua posição (direta ou indireta) diminuída para 2% do capital social, tirando proveito do aumento forjado da cotação da INAPA, em consequência das suas declarações.

Neste âmbito, o tribunal considerou que *"o arguido Jorge Fazendeiro prestou declarações públicas transmitindo ao mercado, por um lado, uma ideia contrária à sua real estratégia, de desinvestimento, que tinha iniciado no dia 16 de Abril e iria continuar até ao final de Setembro de 2009,e, por outro, omitindo as operações realizadas nos dias 16 e 17 de Abril".* O tribunal acrescenta ainda que "*com estas declarações, o arguido quis, e conseguiu, fazer novamente crer aos demais investidores que a Albano Alves estava ou estaria a preparar-se para adquirir mais ações da INAPA*" [96]

Na motivação da decisão de facto, o tribunal acabou por concluir que *"o arguido demonstrou conhecer bem o mercado de valores mobiliários, percebeu que podia mexer com o mercado e obter mais-valias passando a mensagem aos investidores de que ia alcançar uma posição qualificada (...) e que tinha o poder de provocar uma alteração no preço das ações. A maneira que encontrou para obter as mais-valias desejadas foi a de passar uma informação que não correspondia à realidade, pois dava a entender que estava a adquirir ações quando na realidade as alienava".*

Na análise da matéria de direito, e observando a legislação em vigor à data, o tribunal realça a diferença entre esta e o regime atual, especialmente no que diz respeito à pena aplicada. O anterior regime, para além de prever uma pena de prisão até 3 anos (enquanto o atual foi alargado para 5), não prevê o agravamento que se constata atualmente no nº2 do 379º caso a conduta ilícita provoque ou contribua para uma alteração do normal funcionamento do mercado,

[95] Ponto 106 da matéria de facto considerada provada pelo tribunal, constante na sentença em análise.
[96] *Idem,* ponto 81 e 82.

como se verificou ter ocorrido no caso em análise. Assim sendo, e tal como consta do Código Penal, foi aplicado o regime mais favorável ao arguido.[97]

O tribunal considerou então estarem reunidos os elementos típicos fundamentais para que se considerasse que a prática do arguido constituía manipulação de mercado, nomeadamente *"(i) uma conduta típica, que pode consistir na divulgação de informação falsa, incompleta, exagerada ou tendenciosa, operações de natureza fictícia ou outras práticas fraudulentas; (ii) apresentar tal conduta uma idoneidade suscetível de alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado; (iii) e o elemento subjetivo consistente na intenção fraudulenta de manipular o mercado".*[98]

Pelos factos considerados provados em tribunal, depreende-se que José Fazendeiro deu mais do que uma entrevista a órgãos de comunicação social, de forma a dar a entender aos investidores que se preparava para adquirir uma posição qualificada na INAPA, pretendendo alcançar entre os 5 e os 10% de ações daquela entidade, tendo perfeito conhecimento de que a divulgação dessas declarações iria fazer subir o preço dos títulos em causa. É certo que o arguido adquiriu um elevado número de ações antes das suas declarações serem tornadas públicas, no entanto, essa aquisição não teve como finalidade obter a mencionada posição qualificada na empresa mas antes aliená-las a um preço mais alto, obtendo mais-valias e ocultando, intencionalmente, esse facto (tanto aos investidores, como à CMVM).

Concluiu então, o tribunal, que "*O aumento das ações foi provocado pelo arguido através de uma informação que veiculou através da comunicação social (um meio apto e rápido para o efeito pretendido) sabendo que o que dizia não correspondia à verdade e que o único propósito era de posteriormente vender as ações, como fez, e conseguir obter mais-valias. (…) o arguido sabia que a informação que dava aos jornalistas era falsa e suscetível de modificar as condições de formação dos preços de oferta e procura das ações INAPA. Sabia que gerava, como gerou, uma alteração artificial do regular funcionamento do mercado de valores mobiliários, e atuou com esse propósito"* acrescentou, por último que "*o arguido tirou proveito com as operações que realizou através da diferença de preço entre a compra e venda que ele próprio provocou com as informações falsas que deu".*[99]

[97] Artigo 2º nº1 e 4 do Código Penal.

[98] P. 25 e 26 da sentença em análise.

[99] Página 26 da sentença em análise.

José Fazendeiro acabou por ser condenado a uma pena de 250 dias de multa à taxa diária de € 5,00, perfazendo um total de € 1.250,00.

Quanto à mais-valia obtida com a prática ilícita, na quantia de € 17.125,73, foi considerada perdida a favor do Estado.

CAPÍTULO IV

A supervisão dos mercados

1- A supervisão e a sanção a nível comunitário – O papel desempenhado pela ESMA

A concetualização dos crimes de mercado demonstram ser de extrema importância na garantia do bom funcionamento do mercado, primando pela transparência. No entanto, de nada servem as definições dos crimes de mercado, se não existir uma supervisão.

A nível europeu, surgiu, em 2011, a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (European Securities and Markets Authority), doravante designada por ESMA, pelo Regulamento (UE) n.º 1095/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, tendo sido a substituta do CESR (Comité Europeu dos Reguladores de Supervisão Financeira). Esta reforma da supervisão do sistema financeiro europeu surge em contexto da maior crise económica desde o Pós-Guerra.

A finalidade da atuação da ESMA prende-se, essencialmente, com a proteção do interesse público que, consequentemente, vai contribuir para um sistema financeiro mais estável e eficaz. Esta atuação pode ocorrer através da preparação de normas regulatórias, a contribuição para a implementação de práticas de supervisão, a emissão de pareceres às variadas instituições da União Europeia bem como o desenvolvimento de projetos de normas técnicas de regulamentação e de execução. A este respeito, dispõe o artigo 1º nº5 do Regulamento desta autoridade:[100]

[100] REGULAMENTO (UE) Nº 1095/2010 DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO de 24 de Novembro de 2010 que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados), altera a Decisão nº 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/77/CE da Comissão, disponível em: https://eurlex.europa.eu/legalcontent/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32010R1095

"Artigo 1º

Criação e âmbito de atuação

(…)

5. O objetivo da Autoridade é proteger o interesse público contribuindo para a estabilidade e a eficácia do sistema financeiro a curto, médio e longo prazos, em benefício da economia da União, dos seus cidadãos e das suas empresas. A Autoridade contribui para:

a) Melhorar o funcionamento do mercado interno, nomeadamente através de um nível são, eficaz e coerente de regulação e de supervisão;

b) Assegurar a integridade, a transparência, a eficiência e o bom funcionamento dos mercados financeiros;

c) Reforçar a coordenação internacional no domínio da supervisão;

d) Evitar a arbitragem regulamentar e promover a igualdade das condições de concorrência;

e) Assegurar que a tomada de riscos de investimento e outros seja adequadamente regulada e supervisionada; e

f) Reforçar a proteção dos consumidores."

Relativamente aos seus poderes, podemos considerar que estes se agrupam em duas categorias: os poderes transversais e os poderes setoriais. Os primeiros configuram poderes genéricos, aplicáveis a "todos os domínios dos mercados financeiros, quer se trate de poderes regulamentares, de supervisão ou de coordenação".[101] Por outro lado, os setoriais, dizem respeito a um domínio em específico dos mercados. Ambos os poderes estão interligados e dependentes entre si, não fazendo sentido a existência de um sem o outro.

[101] Machado, Catarina Dantas, (2011), *A ESMA e a Arquitetura de Supervisão Financeira Europeia*, p.79.

1.1- Poderes de regulação

Um dos principais objetivos para a criação de autoridades de supervisão europeias prende-se com a necessidade de criação de um só código de regras que seja aplicável a todos os Estados-Membros. Este código pode conter normas de carácter vinculativo (que devem ser adotadas por todos os EM), ou serem meras orientações, cuja adoção não é obrigatória. Seguindo esta lógica, e também à semelhança do que já acontecia com o CESR, a ESMA foi dotada desses poderes de regulamentação. A ESMA pode, assim, emitir dois tipos de normas técnicas[102]: de regulamentação e de execução. As primeiras estão associadas a atos jurídicos delegados (Cfr. Artigo 290º TFUE) enquanto as segundas são associadas a atos jurídicos de execução (Cf.r art. 291º TFUE).

1.2- Poderes de supervisão

Com a entrada em vigor da ESMA, a Comissão Europeia e o sistema jurisdicional europeu, nomeadamente o TJUE deixaram de ser as únicas entidades com competência para intervir sempre que se verifique uma violação do direito comunitário, passando também a ESMA a poder participar nesta atividade de supervisão. A supervisão pode ser direta ou indireta. A primeira, quando são visados, diretamente, os intervenientes de mercado e a segunda quando feita por atuação junto das autoridades nacionais competentes.

1.3- A independência

Uma das principais diferenças entre o CERS e a ESMA é o estatuto de independência que foi conferido a esta última. Enquanto o CERS configurava apenas um fórum de reguladores com a missão de apoiar a nível técnico a Comissão Europeia e onde se representavam os interesses das entidades de supervisão dos EM, a ESMA constitui uma agência da União Europeia dotada de personalidade jurídica. Embora nos seus órgãos representantes constem os supervisores dos Estados Membros, estes estão obrigados, no âmbito das suas funções, a agirem de forma independente e com vista ao interesse único da União Europeia.

[102] Cfr. Art. 10º a 15º do Regulamento ESMA.

2- A supervisão em Portugal - A CMVM

Em Portugal, esta missão de supervisionar e regulamentar o funcionamento dos mercados está atribuída à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, doravante CMVM (decreto Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril).

No seu estatuto [103] estão designadas as várias missões que lhe são atribuídas, nomeadamente, no seu artigo 4º nº2, que dispõe o seguinte:

> **"Artigo 4.º**
>
> **Missão e atribuições** 2 — São atribuições da CMVM:
>
> a) Regular e supervisionar os mercados de instrumentos financeiros, promovendo a proteção dos investidores;
> b) Assegurar a estabilidade dos mercados financeiros, contribuindo para a identificação e prevenção do risco sistémico;
> c) Contribuir para o desenvolvimento dos mercados de instrumentos financeiros;
> d) Prestar informação e apoio aos investidores não qualificados;
> e) Coadjuvar o Governo e o respetivo membro responsável pela área das finanças, a pedido destes ou por iniciativa própria, na definição das políticas relativas aos instrumentos financeiros, respetivos mercados e entidades que nestes intervêm;
> f) Desempenhar as demais funções que lhe sejam atribuídas por lei."

A atividade de supervisão desta autoridade deve reger-se com base em seis princípios, nomeadamente, a atuação em prol da proteção dos investidores, a garantia da eficiência e regularidade de funcionamento dos mercados de instrumentos financeiros, o controlo da informação, a prevenção e penalização das atuações que sejam contrárias à lei ou a regulamento bem como, a garantia da independência perante qualquer outra entidade, quer esteja ou não sujeita à sua supervisão.[104]

---

[103] Estatutos da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 5/2015, de 8 de janeiro. Contém as alterações introduzidas pela Lei n.º 148/2015, de 9 de setembro) disponível em: https://www.cmvm.pt/pt/CMVM/Apresentacao/Pages/Novo-Estatuto-da-CMVM.aspx

[104] Cfr. Art. 358º do CodVM.

O CodVM enumera, no seu artigo 359º nº1 as entidades que estão sujeitas à supervisão da CMVM e que, por isso, estão obrigadas a colaborar com a mesma, sempre que solicitado. São estas entidades:

"Artigo 359.º

Entidades sujeitas à supervisão da CMVM

1 – (…)

a) Entidades gestoras de mercados regulamentados, de sistemas de negociação multilateral ou organizado, de sistemas de liquidação, de câmara de compensação, de sistemas centralizados de valores mobiliários, de registo inicial ou de administração de sistema de registo centralizado e contrapartes centrais;

b) Intermediários financeiros, sociedades gestoras de organismos de investimento coletivo e consultores para investimento;

c) Emitentes de valores mobiliários;

d) Investidores profissionais referidos nas alíneas a) a f) do n.º 1 do artigo 30.º, titulares de participações qualificadas e investidores institucionais;

e) Fundos de garantia e sistemas de indemnização dos investidores e respetivas entidades gestoras;

f) Auditores registados na CMVM;

g) As entidades com objeto específico de titularização, sociedades gestoras de fundos de titularização de créditos, cedentes, mutuantes iniciais, patrocinadores, gestores de créditos, entidades independentes e terceiros na titularização de créditos e outros ativos;

(…)

j) Titulares de posições curtas relevantes sobre ações e dívida soberana e adquirentes de proteção em swaps de risco de incumprimento soberano, bem como pessoas que detenham

posições em instrumentos financeiros derivados de mercadorias ou quaisquer ativos ou passivos no mercado do ativo subjacente;

k) Participantes, operadores, gestores de mercados de licenças de emissão e produtos derivados de licenças de emissão, leiloeiros e supervisores de leilões de licenças de emissão;

l) Elaboradores, administradores e fornecedores em matéria de índices de referência;

m) Pessoas que exerçam a atividade de negociação algorítmica ou que sejam membros ou participantes de uma plataforma de negociação;

n) Prestadores de serviços de comunicação de dados de negociação;

o) Instituições de investimento coletivo sob forma societária;

p) Sociedades de capital de risco, sociedades gestoras de fundos de capital de risco e sociedades de empreendedorismo social;

q) Consultores em matéria de votação;

r) Outras pessoas que exerçam, a título principal ou acessório, atividades relacionadas com a emissão, a distribuição, a negociação, o registo ou o depósito de instrumentos financeiros ou, em geral, com a organização e o funcionamento dos mercados de instrumentos financeiros."

Embora estejam ao abrigo da sua supervisão, a CMVM deve, tanto quanto possível, salvaguardar a autonomia destas entidades.

No âmbito da sua atividade, em termos de regulamentação, a CMVM aprova regulamentos, recomendações[105], instruções[106] e pareceres genéricos.[107]

[105] As recomendações podem ser dirigidas a uma ou mais pessoas que estejam sujeitas à supervisão da CMVM.

[106] As instruções têm como função definir procedimentos internos de determinadas categorias de entidades.

[107] Os pareceres genéricos emitidos pela CMVM abordam questões que tenham sido colocadas a esta autoridade por qualquer uma das entidades que estejam sujeitas à sua supervisão ou, também, pelas respetivas associações.

Em termos orgânicos, esta autoridade é constituída por quatro órgãos, nomeadamente, o conselho de administração, a comissão de fiscalização, o conselho consultivo e a comissão de deontologia.

A nível internacional, a CMVM integra o Sistema Europeu de Supervisores Financeiros e o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, integra organizações internacionais como a ESMA, a Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO) e o Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV).

2.1- Meios para a deteção de indícios da prática de crimes de mercado e a respetiva investigação

De modo a garantir que qualquer sinal de violação das normas de mercado é detetado, a CMVM faz um acompanhamento constante das negociações.

Para além disto, é feita uma monotorização e análise à informação que é divulgada pelos diversos emitentes, através da comunicação social ou de outros meios de difusão de informação, fazendo um despiste dos rumores que possam vir a influenciar os preços de mercado. Quando detetada uma situação anómala, é feita uma denúncia sobre a operação ou prática que indicia a existência de crime.

No que à investigação diz respeito, a CMVM pode fazer desencadear várias diligências, de modo a apurar se está ou não perante a prática de um crime contra o mercado. Assim, pode solicitar aos emitentes esclarecimentos, informações ou documentos que considere relevantes; pode proceder à apreensão de documentos para análise dos mesmos; pode ter acesso a registos telefónicos dos agentes suspeitos e pode, ainda, solicitar às entidades policiais ou órgãos de polícia criminal que colaborem consigo na investigação.

Segundo um estudo que pretendeu analisar a atividade da CMVM, entre 1997 e 2008 esta autoridade procedeu à investigação de 106 casos, 31 dos quais foram encaminhados para a PGR. Em igual período foram abertos 1.466 processos de contraordenação. Dos indicados, apenas 100 foram impugnados e destes a decisão da CMVM foi revogada em apenas 7. [108]

[108] Tavares, Carlos, (2008), *Práticas Ilícitas no Mercado de Capitais*, pp. 6 e 12.

Em números mais atuais, só no decorrer do segundo trimestre do ano corrente, esta autoridade proferiu decisão em 19 processos de contraordenação. No mesmo período, instaurou mais 12 processos de contraordenação, todos por violação dos deveres de atuação dos auditores.

No decorrer do mês de junho estavam em curso cerca de 72 processos de contraordenação, sete dos quais eram relativos à violação dos deveres de informação. [109]

3- Regime sancionatório internacional do abuso de mercado

A grande maioria dos Estados – Membros (cerca de 96%) podem aplicar sanções contraordenacionais e criminais em situações de abuso de mercado (manipulação de mercado e abuso de informação privilegiada). Exceciona-se a Suécia, onde as sanções aplicadas são apenas criminais. À exceção da Lituânia, onde as sanções contraordenacionais apenas podem ser aplicadas a pessoas singulares, em todos os restantes EM estas sanções podem ser aplicadas a pessoas singulares ou coletivas. Ainda assim, em alguns destes estados, a punição de pessoas singulares ou coletivas é feita mediante a observação de determinados critérios. Na Áustria, por exemplo, só se opta pela responsabilização das pessoas singulares na impossibilidade de aplicação de norma legislativa que permita a sanção de pessoas coletivas. Por outro lado, em Itália, no caso de o agente atuar segundo o interesse da pessoa coletiva, ou com vista a obter benefícios para esta, a pessoa coletiva pode, então, também ser punida, na mesma medida que a pessoa singular.

Para além destes poderes, a maioria das autoridades nacionais de supervisão podem ainda optar pelas medidas administrativas com natureza sancionatória, aplicáveis tanto a pessoas singulares como a pessoas coletivas que incorram no crime de manipulação de mercado ou abuso de informação privilegiada.

Cerca de 80% destas autoridades dispõem de capacidade para interditar de forma temporária o exercício ou a atividade do agente, bem como revogar a autorização à pessoa coletiva em causa para o exercício a atividade.

[109] Dados disponíveis em: https://www.cmvm.pt/pt/Estatisticas/EstatisticasPeriodicas/ContraOrdenacoes/Pages/2t_2020.aspx?sh page=ContraOrdenacoes

Outra sanção também muito utilizada na punição destas práticas é a proibição de exercício de cargos de administração ou de direção em entidades supervisionadas e respetiva apreensão das vantagens eventualmente obtidas com a prática do ilícito.

Em matéria de sanções criminais, todos os EM podem aplicar processos-crime contra quem pratique qualquer um dos crimes de mercado. Em 80% dos Estados as sanções criminais são aplicadas tanto a pessoas coletivas como a pessoas singulares. No entanto, também neste âmbito a responsabilidade de pessoas singulares ou coletivas difere de EM para EM, sendo necessária a observação de determinados requisitos em alguns dos Estados. É o exemplo da Polónia, em que a pessoa coletiva só é punida se se provar que a entidade em causa obteve benefícios, através da conduta ilícita. É ainda necessário que o agente responsável pela prática tenha sido condenado em tribunal.

Portugal, como constatámos anteriormente pertence aos 20% em que a responsabilidade criminal apenas é aplicada a pessoas singulares, não existindo, assim, regime para responsabilizar criminalmente pessoas coletivas. Neste regime juntam-se a Portugal também a República Checa, a Alemanha, a Grécia e a Suécia. [110]

[110] CMVM, (2015), CONTRAORDENAÇOES E CRIMES NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, O Sistema sancionatório, a evolução legislativa e as infrações imputadas, p. 24 a 36.

Conclusão

A constante evolução dos mercados representa uma das maiores dificuldades na previsão, por parte do legislador, de todas as práticas que possam, eventualmente, ser lesivas do mercado. Consequentemente acresce também a dificuldade de delimitar os contornos dos crimes de mercado.

A somar a esta dificuldade, junta-se a facilidade, cada vez maior, em fazer circular informação. Se, por um lado, esta rapidez de partilha é positiva, na medida em que mais rapidamente chega às partes interessadas, por outro é também motivo de preocupação, uma vez que, quando divulgada com intenção dolosa, pode originar alterações no mercado que só são detetadas em momento posterior, causando assim incontáveis prejudicados.

Foi com base na consciência destes factos que a nossa análise começou pela abordagem da importância da informação e da sua divulgação.

Os deveres de informação atuam, precisamente, com o objetivo de garantir que os agentes de mercado tomam as suas decisões de investimento de forma consciente. Só através do cumprimento destes deveres é possível garantir que o mercado funciona de forma transparente.

No entanto, a informação divulgada deve revestir-se de determinadas características para que possa efetivamente cumprir a sua finalidade de informar devidamente os demais investidores. Deste modo, considera-se que a informação é de qualidade quando é completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita.

No âmbito dos mercados de capitais, a informação, quando utilizada de forma abusiva, constitui um crime, também denominado de *insider trading.*

Vimos, a este respeito, que comete este crime quem possua informação que não seja de conhecimento público e com ela transacione, com o objetivo de obter mais-valias, aproveitando-se da sua posição de vantagem sobre os restantes investidores.

Vimos também, a respeito do abuso de informação, que este conceito possui previsão legal em âmbito civil e penal. Na distinção dos dois regimes, concluímos que, em geral, o regime civil é menos abrangente quanto às entidades a quem se aplica, mas mais abrangente quanto à responsabilização pela sua violação, uma vez que permite que esta se aplique a pessoas singulares ou coletivas, o que não acontece com o regime do Código dos Valores Mobiliários.

Quanto à informação privilegiada, e para facilitar a sua caracterização, o legislador definiu que esta tem de ser precisa, idónea para influenciar os preços de mercado e, claro está, não pública.

Existem várias razões para alguém dispor de informação privilegiada, seja pelo cargo que desempenha numa empresa, seja pelas pessoas com quem se relaciona, ou por outros motivos. A simples posse desta informação não constitui, naturalmente, um ilícito. Neste contexto, constatámos que existem listas de *insiders*, onde estão enunciados os agentes que, por algum motivo, possam dispor de informação privilegiada.

Como acima referimos, as crescentes alterações dos mercados traduzem-se numa maior dificuldade no respeitante à sua regulamentação. Com isto, a legislação quanto ao abuso de mercado tem sido alvo de alterações ao longo dos últimos tempos. Assim, verificámos que surgiu em 2003 a diretiva MAD, com aplicação a nível comunitário. Esta diretiva foi revogada em 2016 pelo regulamento MAR, que pretendeu essencialmente alargar o seu âmbito de aplicação.

No âmbito das preocupações relativamente a práticas abusivas nos mercados, constatámos que também a manipulação de mercado se revela, atualmente, uma preocupação.

Se no crime de abuso de informação tratamos de omissão de informação relevante, na manipulação de mercado verificamos a divulgação de informações falsas ou de carácter enganoso, cujo objetivo é criar alterações no mercado e, com elas, obter mais-valias.

Embora neste tipo de crime, em comparação com o abuso de informação, a legislação comunitária seja mais liberal, no sentido em que permite a cada Estado Membro a definição de "práticas aceites", com a alteração legislativa que acima abordámos esta definição está cada vez mais restrita, só sendo realmente aceite depois de passar pelo aval da ESMA.

Por fim, não faria sentido falarmos das preocupações levantadas pelos crimes de mercado sem abordarmos os mecanismos de que este dispõe para supervisão e punição dos agentes que pratiquem condutas ilícitas. Só através de uma supervisão rigorosa se assegura o cumprimento dos pressupostos legais que conduzem ao bom funcionamento do mercado.

A nível comunitário, estudámos o papel desempenhado pela ESMA, uma entidade independente dotada de poderes de regulação e de supervisão que atua com vista à proteção do mercado europeu.

Quanto a nível nacional, observámos a importância do papel desempenhado pela CMVM. Desde as missões que lhe estão atribuídas, às entidades que estão sujeitas à sua supervisão e aos meios de que dispõe para detetar ilícitos e investigar práticas que lhe pareçam suspeitas.

Em termos gerais, concluímos que os crimes de mercado constituem uma ameaça real e constante que afeta não só os mercados em si mas também os seus investidores. A garantia de que os mercados funcionam de forma transparente é essencial à captação da confiança dos investidores que, sem ela, vão preferir não arriscar no investimento. A prevenção destes ilícitos passa, acima de tudo, pela divulgação da informação que seja importante para os investidores formarem as suas decisões e, também, pela não criação de boatos ou falsas interpretações que possam induzir todo o mercado em erro.

Esta garantia está assegurada pela atividade da CMVM (em Portugal) em cooperação com a ESMA (a nível internacional).

Dada a importância da atividade destes mercados, que se reflete diretamente na economia, podemos constatar que a preocupação com a regulamentação adequada dos mesmos tem crescido nos últimos anos. Ainda longe de estar perfeita, acreditamos que caminhamos no sentido correto para que, no futuro, a prática destes ilícitos seja cada vez menos comum.

Bibliografia

Almeida, António Pereira, 2013, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Coimbra, Coimbra Editora, 7ª Ed.;

Bastos, Miguel Brito, 2012, *Scalping: Abuso de Informação Privilegiada ou manipulação de mercado?*, Revista de Concorrência e Regulação, Coimbra, a.3 n.9 (Jan.-Mar);

Bolina, Helena Magalhães, 2017, *A revisão das diretivas do abuso de mercado: Novo âmbito, o mesmo regime*, Cadernos de Valores Mobiliários (51);

Câmara, Paulo, 2016, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Almedina;

Castro, Carlos Osório de, 1997, "A informação no Direito dos Valores Mobiliários", *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex;

CONTRAORDENAÇOES E CRIMES NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2015, *O Sistema sancionatório, a evolução legislativa e as infrações imputadas*, CMVM,;

Cordeiro, António Barreto Menezes, 2015, *Manual de Direito dos valores Mobiliários*, Lisboa, Almedina;

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

Dias, Figueiredo, 2007, *Direito Penal. Parte Geral*, I, Coimbra, Coimbra Editora;

E. Avgouleas, 2005, *the mechanics and regulation of market abuse*;

Fanico, Ana Teresa Pinto, 2017, *Os deveres de informação ao mercado, o insider trading e o paradigma da negociação eletrónica*, Dissertação de Mestrado em Direito das Empresas, Lisboa, ISCTE.

Machado, Catarina Dantas, 2011, *A ESMA e a Arquitetura de Supervisão Financeira Europeia*;

Marques, Mafalda Gouveia e Mário Freire 1998, "*A informação no Mercado de Capitais"*, Caderno de Valores Mobiliários (3);

Martins, Fazenda, (2000), *Deveres dos intermediários financeiros, em especial, os deveres para comos clientes e o mercado*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários (7);

Pina, Carlos Costa, 1999, "*O dever de Informação e Responsabilidade pelo Prospeto no mercado Primário de Valores Mobiliários*, Lisboa, Coimbra Editora;

Pinto, Frederico Costa, 2011, *Intermediação excessiva* em *Estudos em Homenagem ao P. Dr. Carlos Ferreira de Almeida*;

Pinto, Frederico Lacerda Costa, *O novo regime dos crimes e das contraordenações no Código dos valores mobiliários*, Coimbra, Almedina;

Rodrigues, Sara Vieira, 2019, *Informação Privilegiada e a Responsabilidade dos Administradores*, Dissertação de Mestrado em Direito das Empresas, Lisboa, ISCTE;

Santos, Filipe Matias, 2010, "*Divulgação de Informação Privilegiada*", Estudos sobre o Mercado de Valores Mobiliários, Livraria Almedina;

Santos, Filipe Matias 2009,"*O carácter preciso da informação privilegiada*", cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, Caderno de Valores Mobiliários, (32);

Santos, Hugo Moredo, 2011, *Transparência, OPA obrigatória e imputação de direitos de voto,* Coimbra Editora;

Sergakis, Konstantinos, 2018, *The Law of Capital Markets in the EU: Disclosure and Enforcement*;

Silva, Barbara Miragaia, 2015, *A responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anónimas pelo crime de Abuso de Informação Privilegiada,* Dissertação de Mestrado em Direito das Empresas, Lisboa, ISCTE.

Tavares, Carlos, 2008, *Práticas Ilícitas no Mercado de Capitais*, Sessão de lançamento da 2ª edição do curso de pós-graduação em Gestão de Fraude, Faculdade de Economia da Universidade do Porto.

Teresa Simões e Margarida Abreu, 2012, "*O Efeito Disposição nos Investidores Individuais Portugueses*, Caderno de Valores Mobiliários (42);

Ulrich, Ruy E., 1906 *Da bolsa e suas operações;*

Vasques, Sérgio, 1998, *A manipulação do Mercado de valores mobiliários*, APDMC;

Veiga, Alexandre Brandão, 2001, *Crime de Manipulação, Defesa e criação de Mercado*, Coimbra, Almedina;

Veloso, António José, 1997, *Churning: alguns apontamentos com uma proposta legislativa* em *Direito dos valores mobiliários*;

Legislação e outros documentos

Contraordenações e crimes contra o mercado, disponível para consulta em https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Pages/DecCrimesMercado.aspx

Daniel Jay Baum, em *insider Trading and the Stock Marcket* disponível em https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=2096&context=dlj

DIRECTIVA 2003/6/CE DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO de 28 de Janeiro de 2003 relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado), disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0006&from=FR

DIRETIVA 2014/57/UE DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO de 16 de abril de 2014 relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado) disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0057&from=sv

Estatísticas disponibilizadas pela CMVM relativas às contraordenações denunciadas https://www.cmvm.pt/pt/Estatisticas/EstatisticasPeriodicas/ContraOrdenacoes/Pages/2t_2020.aspx?shpage=ContraOrdenacoes

Estatutos da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 5/2015, de 8 de janeiro. Contém as alterações introduzidas pela Lei n.º 148/2015, de 9 de

setembro) disponível em: https://www.cmvm.pt/pt/CMVM/Apresentacao/Pages/NovoEstatuto-da-CMVM.aspx

Financial Services: Commission launches call for evidence on review of Market Abuse Directive, disponível em: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/pt/IP_09_600

Glossário de termos relativos a Instrumentos Financeiros disponível em: https://www.cmvm.pt/pt/SDI/ProdutosFinanceirosComplexos/Pages/Gloss%C3%A1riodetermosrelativosaInstrumentosFinanceiros.aspx

Manne, Henry G. (1966), *Insider Trading and the Stock Market* e Manne, Henry G. (1991), Economic Mysteries in *Insider Trading* , disponivel em*:* https://europainstitut.de/fileadmin/schriften/240.pdf

REGULAMENTO (UE) Nº 1095/2010 DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO de 24 de Novembro de 2010 que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados), altera a Decisão nº 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/77/CE da Comissão, disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32010R1095

Jurisprudência

Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 21 de Março de 2018, Processo nº 2742/15.7TDLSB, disponível em: https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Documents/Ac%C3%B3rd%C3%A3o%20TRL%20Proc%201288_15.8JDLSB.L1.pdf

Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 7 de dezembro de 2016, Processo n.º 964/14.7TDLSB.L1 disponível para consulta em: https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Documents/161207%20Ac%C3%B3rd%C3%A3o%20TRL.pdf

Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 23 de Outubro de 2007, Processo n.º 10916/01.1TDLSB disponível para consulta em: https://www.cmvm.pt/en/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Pages/Judicial-decisions-on-crimes-against-the-market.aspx

Sentença - Processo nº 408/11.6TDLSB disponível para consulta em: https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Documents/Senten%C3%A7a%2006.04.2018.pdf