

Universidade Católica Portuguesa
Faculdade de Direito - Escola de Lisboa



**O CRIME DE ABUSO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA-
UMA ABORDAGEM DOGMÁTICA E JURISPRUDENCIAL**

Inês Martins Duarte Silva

Dissertação de Mestrado em Direito Forense sob orientação do Senhor Professor
Doutor Germano Marques da Silva

Lisboa, abril de 2023

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**O crime de Abuso de Informação Privilegiada-
Uma abordagem dogmática e jurisprudencial**

Inês Martins Duarte Silva

Dissertação de Mestrado em Direito Forense

Faculdade de Direito | Escola de Lisboa

abril de 2023

*Informação é a matéria
a partir da qual se
podem tomar decisões.*

Karl Steinbuch

Palavras-chave

Insider trading; Mercado de Valores Mobiliários; Informação privilegiada; prova; responsabilidade; decisões jurisprudenciais.

Resumo

Face à crescente globalização da economia mundial, a troca de informação entre os agentes de mercado é cada vez maior. A comunicação é cada vez mais rápida e a transparência da informação e a integridade dos mercados são tidas como valores capitais. Não se poderá negar a necessidade de impor limites para a transmissão da informação, já que a altura em que é revelada, o modo e as circunstâncias são fulcrais nas decisões dos investidores e demais agentes no mercado de valores mobiliários. Neste contexto, surge o crime de abuso de informação privilegiada, prática ilícita, que deve ser censurada.

Lista de siglas e abreviaturas

Ac. – Acórdão

Al(s). - Alínea(s)

Art.(s) – Artigo(s)

CC- Código Civil

CdVM- Código dos Valores Mobiliários

CEDH- Convenção para a Proteção dos Direitos do Homem e das Liberdades Fundamentais

CEE- Comunidade Económica Europeia

Cfr. – Confrontar/ confira

Cit(s). – Citado(s)

CMVM- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CP – Código Penal

CPP- Código de Processo Penal

CRP- Constituição da República Portuguesa

CSC- Código das Sociedades Comerciais

DL- Decreto-Lei

EM- Estados Membros

Iedt- Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho

MP- Ministério Público

n.º(s)- Número(s)

OPA- Oferta Pública de Aquisição

Proc.- Processo

STJ- Supremo Tribunal de Justiça

TRL- Tribunal da Relação de Lisboa

TRP- Tribunal da Relação do Porto

UE- União Europeia

Índice

1. Introdução.....	7
2. O crime de Abuso de Informação Privilegiada	9
2.1 Evolução legislativa no ordenamento jurídico português	9
2.2 O Bem jurídico tutelado	12
2.3 Definição de informação privilegiada	14
2.3.1 Pressupostos da incriminação	15
a) Caráter não público	15
b) Caráter preciso.....	17
c) Caráter Específico.....	18
d) Idoneidade para influenciar preços ou <i>Price Sensitive</i> / Caráter Material	20
2.4 Da estrutura típica da incriminação	21
2.4.1 O tipo objetivo.....	21
2.4.2 O tipo subjetivo.....	22
3. Deveres jurídicos relacionados com a prevenção	25
3.1 Listas de <i>insiders</i> e comunicação de transações	25
4. Responsabilidade Civil.....	27
5. Jurisprudência.....	29
a) Acórdão do Tribunal de Justiça (Terceira Secção), de 23 de dezembro de 2009, processo n.º C-45/08, “Spector Photo Group”	29
b) Acórdão do Tribunal de Justiça (Grande Secção) de 22/11/2005, processo C-384/02	31
c) Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 21/03/2018, processo n.º 1288/15.8JDLSB.L1, relatado pelo Desembargador Jorge Raposo	33
6. Apreciação final.....	36
Legislação Consultada.....	39
Bibliografia.....	39

1. Introdução

O Direito criminal mobiliário apresenta-se como uma parte integrante do sistema jurídico-mobiliário.

No ordenamento jurídico português encontram-se tipificados como crimes de mercado o abuso de informação privilegiada¹, a manipulação do mercado e o uso de informação falsa ou enganosa na captação de investimento.

O presente estudo centra-se na análise do crime de abuso de informação privilegiada, previsto e punido pelos artigos 378.º e 378.º-A do Código dos Valores Mobiliários e pelo Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014²³.

Face à relevância do mercado de valores mobiliários à escala mundial e às frequentes práticas abusivas, a legislação da União Europeia uniformizou as regras de mercado para os Estados Membros. O bom funcionamento do mercado está dependente da confiança dos investidores na informação, a qual é em alguns momentos reservada a um restrito número de pessoas. Esta informação restrita, se apresentar caráter preciso, específico e for idónea para influenciar o preço, corresponde a “informação privilegiada”. Caso a informação privilegiada não for transmitida no decurso normal do exercício da atividade⁴, profissão ou função de um participante no mercado, mas antes transmitida a qualquer pessoa, ou com base nessa informação o agente negociar ou aconselhar outrem

¹ A Oferta Pública de Aquisição (OPA) é o protótipo da prática do crime de abuso de informação privilegiada, como constataremos *infra*. António Menezes Cordeiro entende haver “oferta pública quando uma pessoa dirige a uma generalidade de outras pessoas, uma proposta contratual”, sendo a oferta pública de aquisição a oferta pública mobiliária mais recorrente. O oferente “propõe adquirir ações (...); para tanto, dirige uma proposta a todos os detentores das ações pretendidas, no sentido de que lhas vendam, mediante um preço”. Neste sentido, *crf.* ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Ofertas Públicas de Aquisição”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, 1997, p. 267.

Como caso mediático aponta-se a OPA lançada pela Tagus sobre a Brisa, a 29 de março de 2012.

² O Regulamento (UE) n.º 596/2014 é complementado por vários diplomas, de entre os quais destacamos: a Diretiva 2014/57/UE, de 16 de abril de 2014, a qual estabelece a obrigatoriedade de as autoridades nacionais imporem sanções penais sobre o abuso de informação privilegiada e a manipulação de mercado, bem como a Diretiva de Execução (UE) 2015/2392 da Comissão, de 17 de dezembro de 2015, da qual regula a comunicação de infrações às autoridades competentes. Por outro lado, salientam-se o Regulamento de Execução (UE) 2016/523, de 10 de março de 2016, que estabelece “normas técnicas relativas ao formato e ao modelo de comunicação e divulgação pública das operações de dirigentes”, o Regulamento de Execução (UE) 2016/1055 da Comissão, de 29 de junho de 2016 e o Regulamento (UE) 2016/347 da Comissão, de 10 de março de 2016.

³ Ao abrigo do considerando 23 do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, «a característica fundamental do abuso de informação privilegiada consiste na obtenção de um benefício indevido a partir de informação privilegiada em detrimento de terceiros que desconhecem tal informação e, por conseguinte, na fragilização da integridade dos mercados financeiros e da confiança dos investidores».

⁴ *Cfr.* o considerando 35 do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014.

a negociar direta ou indiretamente, incorrer-se-á em crime de abuso de informação privilegiada, tema central do nosso estudo.

O crime em apreço surge da necessidade de salvaguardar comportamentos baseados na assimetria da informação, já que o momento da divulgação da informação condiciona as decisões dos investidores, colocando em causa o bom funcionamento do mercado e conduzindo a vantagens ilegítimas para alguns investidores relativamente aos demais. Pretende-se, através da criminalização, reforçar a lealdade, confiança e igualdade dos investidores, criando-se condições de livre concorrência.

O tema permanece atual face à dinâmica dos mercados de valores mobiliários pela constante necessidade de atualização da informação e consequente adaptação exigida ao legislador, decorrente da especulação e falhas existentes no próprio mercado de valores mobiliários.

Desta forma, tomando consciência da intensa discussão dogmática e jurisprudencial que o tema suscita, considera-se necessário apresentar a evolução legislativa do crime no ordenamento jurídico português, originária de legislação comunitária. De seguida, explicita-se qual o bem jurídico protegido pelo crime de abuso de informação privilegiada, aprofundam-se as características que ditam tratar-se de informação privilegiada numa perspetiva dogmática e aborda-se o regime da responsabilidade civil pela prática do crime.

Posteriormente, apresentam-se os deveres jurídicos relacionados com a prevenção nos crimes de valores mobiliários, apontam-se algumas decisões e conclusões jurisprudenciais e, por fim, arrisca-se com a apreciação e tomada de posição.

2. O crime de Abuso de Informação Privilegiada

2.1 Evolução legislativa no ordenamento jurídico português

Já no século XVIII as manobras fraudulentas, os artifícios e especulações relativamente às ações iam sendo perceptíveis, inquietando a opinião pública, que começava a denunciar tais comportamentos, tendo a tipificação dos crimes de mercado surgido da necessidade de prever comportamentos que poderiam ser prejudiciais para o mercado.

O crime de abuso de informação privilegiada⁵⁶ foi introduzido pelo Código das Sociedades Comerciais (doravante, CSC) com o Decreto-Lei n.º 184/87, de 21 de abril, o qual visou a adaptação da realidade jurídica societária a diretivas comunitárias, com a entrada de Portugal na Comunidade Económica Europeia (CEE). O diploma previa a natureza e obtenção ilícita de informação no contexto societário nos artigos 449.^{o7} e 450.^o, bem como o tipo penal de crime no artigo 524.^{o8}. A punição era, porém, apenas prevista para membros do órgão de administração, fiscalização ou liquidação de sociedade anónima⁹.

A transposição da Diretiva 89/592/CEE, de 13 de novembro de 1989¹⁰ para o ordenamento jurídico português- a qual visou a confiança dos investidores no mercado e

⁵ Ou *insider trading* foi primeiramente tipificado no ordenamento jurídico americano. O *crash* da bolsa de Nova Iorque de 1929 motivou a regulação dos mercados financeiros dos Estados Unidos da América, através do *Securities Act* de 1933 e o *Securities Exchange Act* de 1934, onde foi regulada a obrigação de informação credível e completa, incentivando a “igualdade” entre os investidores e, consequentemente, a confiança.

⁶ Costa Pinto nota que “através do crime de abuso de informação privilegiada coloca-se em perigo ou lesa-se um pressuposto do funcionamento de um mercado eficiente: a função pública da informação enquanto critério de justa distribuição do risco negocial (...)” Neste sentido, cfr. FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO, “O Novo Regime dos Crimes e Contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários”, *Estudos sobre o Mercado de Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2000, p. 97.

⁷ O artigo 449.^o do CSC consagra o regime civil do instituto, o qual se mantém atualmente em vigor. Neste sentido, cfr. PAULO CÂMARA, “Anotação ao artigo 449.^o do CSC” in *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Coleção Menezes Cordeiro, 5.^a Edição Atualizada, Almedina, 2022, pp. 1483-1490.

⁸ Paulo Câmara refere que “o âmbito subjetivo do regime penal do *insider trading* é mais amplo que o regime civil, na medida em que aquele abrange a informação respeitante a qualquer sociedade anónima (ainda que de estrutura acionista fechada) e, além disso, a respeitante a qualquer tipo de emitente de instrumento financeiro (...), ao passo que o Código das Sociedades Comerciais se refere apenas a sociedades anónimas e às ações e obrigações por elas emitidas.” Neste sentido, cfr. *idem*, pp. 1483-1490.

⁹ Também nas sociedades por quotas e nas sociedades em nome coletivo, a prática de abuso de informação privilegiada é proibida, constituindo violação dos deveres dos gerentes para com a sociedade, nomeadamente do dever de lealdade, podendo conduzir à destituição com justa causa. “Existe a obrigação de indemnizar a sociedade ao abrigo do artigo 72.^o, n.º 1 do CSC.” V. JORGE COUTINHO DE ABREU, “Responsabilidade civil dos Administradores de sociedades”, *Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho- Cadernos n.º 5*, Almedina, Coimbra, 2007, pp. 33-34.

¹⁰ No Direito europeu, a questão do abuso de informação foi tratada em primeiro lugar na Diretiva n.º 89/592/CEE do Conselho, de 13 de novembro de 1989 e depois retomado através da Diretiva n.º 2003/6/CE do Conselho, sobre o abuso de mercado e respetivos textos europeus de execução, nomeadamente as Diretivas n.º 2003/124/CE e 2003/125/CE, de 22 de dezembro, 2004/72/CE, de 29 de abril e Regulamento

o seu bom funcionamento- conduziu a que a norma do Código das Sociedades Comerciais suprarreferida fosse revogada por não ter por fim último a regulação do mercado de valores mobiliários e culminou com a aprovação do Decreto-Lei n.º 142-A/91 de 10 de abril¹¹ e a previsão do crime de abuso de informação privilegiada no artigo 666.^{o12}, altura em que os mercados de valores mobiliários¹³ foram liberalizados.

O Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991 constituiu um marco fundamental na regulação e no desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários em Portugal.

O Código do Mercado de Valores Mobiliários foi posteriormente revogado pelo Decreto-Lei n.º 487/99, de 13 de novembro, fixando-se o tipo de ilícito penal de abuso de informação privilegiada no artigo 378.º, já na secção dedicada aos «crimes contra o mercado», tendo a norma do abuso de informação privilegiada sido sujeita a algumas alterações. Em conformidade, foram retiradas a cláusula de “procurar tirar proveito” da informação, que constava do artigo 666.º, número 1, alínea a) do Código inicial dos Valores Mobiliários de 1991¹⁴ e o regime de atenuação da pena, previsto no número 2 do mesmo preceito.

Ainda, a 18 de novembro de 2005, foi publicada a Lei n.º 55/2005¹⁵, a qual autorizava o Governo a regular os crimes no contexto do mercado de valores mobiliários. Foi ainda transposta a diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de janeiro de 2003¹⁶, que consagrava os princípios gerais para combate aos crimes de

n.º (CE) 273/2003, de 22 de dezembro de 2003. Atualmente ocupa lugar central o Regulamento (UE) n.º 596/2014 e a vasta correspondente legislação complementar elencada na nota de rodapé 2.

¹¹ Surgiu também a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, entidade garante do funcionamento do mercado de valores mobiliários, com o propósito de os supervisionar, fiscalizar e regular.

¹² Este normativo visou a ampliação dos sujeitos do crime aos *tippees*.

¹³ O termo “valor mobiliário” não reúne consenso por parte da doutrina. José Engrácia Antunes define valores mobiliários como «os instrumentos financeiros representados por título ou registo em conta, que consubstanciam posições jurídicas homogéneas e fungíveis e que são suscetíveis de negociação em mercado organizado; são também uma categoria de instrumento financeiro, prevista legalmente no artigo 1.º do CVM.» Neste sentido, cfr. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Instrumentos financeiros*, 2.ª Edição, Almedina, 2014, pp. 51 e ss.

¹⁴ Frederico de Lacerda Costa Pinto refere que o preceito “procurar tirar proveito da informação” poderia ser «entendido quer no plano objectivo (como uma descrição genérica das práticas negociais), quer como um elemento subjectivo especial da ilicitude. No primeiro caso introduzia uma complexidade desnecessária do tipo, no segundo caso seria uma manifestação deslocada da técnica seguida nos crimes patrimoniais», in FREDERICO DA COSTA PINTO, “O Novo Regime dos Crimes e Contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários”, *op. cit.*, p. 400.

¹⁵ A lei da autorização, no art. 4.º/j), estabelecia “a prevalência do processo criminal sobre o processo contraordenacional nos casos em que o facto constitua simultaneamente crime de abuso de informação e seja imputável ao mesmo agente, pelo mesmo título de imputação subjetiva”.

¹⁶ v. PAULO DE SOUSA MENDES, *A adaptação do Direito português à diretiva sobre o abuso de mercado em Direito sancionatório e das autoridades reguladoras*, Coimbra Editora, Coimbra, 2009, pp. 325-337.

mercado através do Decreto-lei n.º 52/2006, de 15 de março. Foi, assim, aumentado o leque de sujeitos ínsito no artigo 378.º, acrescentando a alínea d) ao preceito e, no número 2, devido ao caráter complexo de prova, passou a não ser necessário conhecer a origem da informação privilegiada.

A lei n.º 28/2009, de 19 de junho estabeleceu uma moldura penal agravada¹⁷ para o crime de abuso de informação privilegiada e revogou o n.º 6 do artigo 378.º, que punia a tentativa.

A lei n.º 28/2017, de 30 de maio introduziu novas alterações na legislação dos crimes de mercado¹⁸. Tais alterações prenderam-se com o alargamento típico do abuso de informação privilegiada, as novas “modalidades” do abuso de informação privilegiada (artigos 378.º-A a 379.º-C do Código dos Valores Mobiliários) e manipulação do mercado, novas sanções acessórias, a reorganização típica do crime de manipulação do mercado e o novo tipo incriminador, o “uso de informação falsa ou enganosa na captação de investimento”.

A modificação e o cancelamento de ordens realizadas com base em informação privilegiada e/ou o seu aconselhamento passou a constar no tipo incriminador, ao abrigo do artigo 378.º número 2 do Código dos Valores Mobiliários.

Passou a incluir-se, ao abrigo do n.º 5, informação relativa a “ordens pendentes sobre valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros” transmitida por clientes no conceito de informação privilegiada, incluindo aqui, por exemplo, o *front running*.

Tendo em conta os caracteres ilícito e censurável do abuso de informação privilegiada, a tutela penal tem sido considerada imprescindível. Conforme José de Faria Costa¹⁹ refere, a «tutela penal conferida pela incriminação do abuso de informação revela-se necessária e imprescindível para a proteção da confiança dos investidores que, nos mercados organizados, são confrontados com a massificação, o anonimato, indiferenciação pessoal e real e, além disso, têm de negociar através dos intermediários.»

¹⁷ Surge ainda a Diretiva 2014/57/EU do Parlamento Europeu, de 16 de abril de 2014, relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada.

¹⁸ Foram transportas para o ordenamento jurídico português a legislação da União Europeia das Diretivas 2014/57/EU, de 16 de abril de 2014 do Parlamento e do Conselho; 2013/50/EU, de 22 de outubro de 2013 do Parlamento e do Conselho; 2015/2392, de 17 de dezembro de 2015 da Comissão e sujeita a legislação nacional ao Regulamento (UE) n.º 596/2014, de 16 de abril de 2014 do Parlamento Europeu e do Conselho.

¹⁹ Neste sentido, cfr. JOSÉ DE FARIA COSTA/ MARIA ELISABETE RAMOS, *O crime de Abuso de informação privilegiada (Insider trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra Editora, 2006, p. 59.

2.2 O Bem jurídico tutelado

O crime de abuso de informação privilegiada insere-se no contexto dos crimes económicos²⁰, ou seja, no direito penal económico²¹.

O direito penal económico visa a proteção de bens jurídicos²² de dimensão supraindividual, ou seja, cujo imediato objetivo não é a proteção de um concreto indivíduo como no clássico direito penal patrimonial²³²⁴, o que não equivale a uma intocabilidade de posições individuais.

Concretizando, quando o crime de abuso de informação privilegiada é cometido²⁵, uma ou várias pessoas saem lesadas. Contudo, o crime existe não para proteger o direito daquela ou daquelas pessoas concretas a comprar os bens a um preço justo, mas antes para proteger um bem supraindividual que o mercado de livre concorrência representa. Ou seja, as pessoas atingidas por uma transação baseada em informação privilegiada serão, não só os acionistas da empresa sobre a qual gira a questão, como antes todo o universo de investidores que procuram o mercado de valores mobiliários.

A incriminação do abuso de informação privilegiada pretende tanto tutelar a confiança dos investidores no correto funcionamento do mercado como garantir a

²⁰ No ordenamento jurídico português os crimes de mercado encontram consagração no artigo 101.º em articulação com o artigo 80.º, alínea c), ambos da Constituição da República Portuguesa (CRP). Em conformidade, cfr. JORGE MIRANDA/RUI MEDEIROS, *Constituição Portuguesa Anotada*, Tomo II, Coimbra Editora, 2010, pp. 167 e ss. “Para além da CRP, encontram regulação no direito da UE, Código Penal e Legislação Específica”.

²¹ O crime de abuso de informação privilegiada preenche os requisitos para a sua qualificação como crime económico, já que atenta contra bens jurídicos atinentes à economia, nomeadamente a livre concorrência e eficiência do mercado.

²² «O bem jurídico é definido como a expressão de um interesse, da pessoa ou da comunidade, na manutenção ou integridade de um certo estado, objecto ou bem em si mesmo socialmente relevante e por isso juridicamente reconhecido como valioso». Neste sentido, cfr. JORGE DE FIGUEIREDO DIAS, *Direito Penal: Parte Geral, Tomo I*, Coimbra Editora, 2.ª Edição, 2012, p. 308.

²³ Anabela Miranda Rodrigues constata que os crimes económicos são protagonizados por «indivíduos com qualificações e *status*, que utilizam estruturas e instrumentos comuns à atividade económica lícita. (...) A proteção de bens jurídicos na esfera económica constitui um dos desafios principais do direito penal (económico), ligado quer à natureza coletiva de muitos bens jurídicos, (...) quer às dificuldades de tipificação do ilícito e à frequente utilização de crimes de perigo abstrato. (...) A proteção de bens jurídicos coletivos constitui o desafio principal do direito penal económico.» v., ANABELA MIRANDA RODRIGUES, *Direito Penal Económico: uma política criminal na era compliance*, Almedina, 2.ª edição, maio de 2020, pp. 50-60.

²⁴ «O direito penal, se quer ser legítimo- e eficaz- deve integrar-se na panóplia de meios próprios de política social, de amplo espetro, dirigida à realização de princípios do modelo económico e à proteção dos direitos que lhe estão associados». «A ordem económica constitui o enquadramento em que se entrecruzam um amplo conjunto de deveres e valores que lhe são essenciais, cuja afetação relevante confere o fundamento inicial legitimador da intervenção penal. A partir daqui, defende-se que a “danosidade” (...) para o coletivo pode ser um critério que identifica o bem jurídico (coletivo) a proteger pelo crime económico. A proteção de bens jurídicos coletivos constitui o desafio principal do direito penal económico.» *Idem*, pp. 50-60.

²⁵ «O (...) que está em causa é a existência do próprio mercado de valores mobiliários enquanto *connected system* e não o mercado enquanto justaposição de posições individuais». Neste sentido, cfr. JOSÉ DE FARIA COSTA/ MARIA ELISABETE RAMOS, *op. cit.*, pp. 36-37.

situação de igualdade de informação para todos os potenciais intervenientes no mercado, criando-se condições de livre concorrência dos investidores e funcionando como um instrumento de viabilidade e transparência no próprio mercado. Por isso se afirma que o bem jurídico protegido pelo crime é uma realidade poliédrica ou polifacetada²⁶.

Para além de poliédrico, a norma incriminadora do abuso de informação visa tutelar um bem jurídico heterogéneo²⁷: a proteção da confiança e a igualdade²⁸ dos investidores, garantindo que o mercado de valores mobiliários se pautе pelas regras do mercado.

Não obstante tratar-se de um crime económico-financeiro, levanta-se a questão de considerá-lo ou não um crime de colarinho branco²⁹. A primeira definição de crime de colarinho branco foi apresentada por Edwin Sutherland, que o definiu como um “crime cometido por uma pessoa respeitável e de elevado estatuto social, no decurso da sua ocupação”³⁰. Os crimes de colarinho branco não suscitam, erradamente, a nosso ver, a mesma censurabilidade ou repulsa por parte da comunidade, mas antes uma maior tolerância para com os agentes do crime, já que há ausência ou menor impacto mediático comparativamente com os crimes comuns, como o homicídio ou o roubo, por exemplo. Apesar disso, abalam a confiança dos demais agentes económicos e financeiros e a economia. Para Figueiredo Dias e Costa Andrade «o direito penal é um instrumento de poder dos mais poderosos para assegurar o triunfo das posições face a grupos em conflito, numa tendência histórica de criminalizar apenas condutas típicas de classes baixas, sendo o crime de colarinho branco uma notável exceção»³¹. Conclui-se que o crime de abuso de informação privilegiada é um crime de colarinho branco, já que é cometido por agentes com determinado estatuto profissional, social/económico e de mercado, atuando sobre o mercado de valores mobiliários e a sua negociação.

Aqui chegados, compreendemos que o crime de abuso de informação privilegiada merece tutela penal, processual penal, contraordenacional e constitucional pela gravidade

²⁶ *Idem*, p. 37.

²⁷ *Ibidem*.

²⁸ Igualdade não no sentido da sua tutela exclusiva entre os investidores, já que a assimetria/disparidade de informação entre os diferentes agentes é uma característica intrínseca ou pressuposto do mercado de valores mobiliários. Isto não significa que as disparidades tenham de ser provocadas ou mantidas institucionalmente com vantagens indevidas para uns agentes e daí a incriminação do abuso de informação privilegiada.

²⁹ Cfr. GILDA SANTOS/JOSÉ CRUZ, “Crime de colarinho branco e crime comum: um contraponto”, in *Investigação Criminal*, n.º 8, dez. 2014-jan. 2015, Lisboa, pp. 67-68.

³⁰ Cfr. EDWIN SUTHERLAND, “White-Collar Criminality”, in *America Sociological Review*, vol. 5, n.º 1, fev. 1940, pp. 1-12.

³¹ Cfr. JORGE DE FIGUEIREDO DIAS/MANUEL DA COSTA ANDRADE, *Criminologia: O Homem delinquente e a Sociedade Criminógena*, Coimbra Editora, 1984, pp. 257-258.

dos danos que acarreta para a integridade do mercado de valores mobiliários, sendo o mercado de capitais *per si* o bem jurídico que a norma visa proteger.

É necessário tanto um mercado de valores mobiliários transparente que consiga assegurar a confiança dos investidores e a regularidade do mercado como uma tutela sancionatória que zele pelo bom funcionamento do mercado. O Estado deve garantir o cumprimento das regras de mercado, tal como resulta dos artigos 81.º alínea f) e 101.º conjugado com o artigo 18.º n.º³², todos da Constituição da República Portuguesa.

Por último, de notar que apenas é punido o agente que, detendo determinada informação suscetível de constituir informação “privilegiada”, fizer uso dela. A verdade é que, caso contrário, não estaria a por em causa o bem jurídico que a norma visa proteger, nomeadamente, a confiança dos mercados e a igualdade dos investidores.

2.3 Definição de informação privilegiada

Numa sociedade globalizada, assente em mecanismos de transmissão e publicitação da informação, tem constituído verdadeira preocupação a implementação de meios que resultem na transparência da informação no mercado.

O ordenamento jurídico português determina, no artigo 378.º³³ n.º 4 do Código dos Valores Mobiliários, em que consiste informação privilegiada.

Constitui informação privilegiada «toda a informação não tornada pública que, sendo precisa e dizendo respeito, direta ou indiretamente, a qualquer emitente ou a valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, seria idónea, se lhe fosse dada publicidade, para influenciar de maneira sensível o seu preço no mercado, nos termos do Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014 e respetiva regulamentação e atos delegados.».

O número 5 do artigo 378.º do Código dos Valores Mobiliários acrescenta que « constitui igualmente informação privilegiada a informação relativa a ordens pendentes sobre valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros transmitida por clientes de

³² Deve respeitar-se o princípio da proibição do excesso, nomeadamente o subprincípio da necessidade. Neste contexto, impõe-se que se recorra ao meio exigível no sentido do meio mais suave ou menos restritivo que precise de ser utilizado para atingir o fim em vista.

³³ Este artigo 378.º do Código dos Valores Mobiliários foi alvo de fiscalização constitucional, tendo sido apreciada a (in)compatibilidade da redação do preceito com os princípios da igualdade, proporcionalidade e livre iniciativa económica. Entendeu o Tribunal não ter existido violação dos princípios *supra* aludidos. Neste sentido, cfr. o Ac. do Tribunal Constitucional (TC) n.º 494/03, relatado pelo Conselheiro GIL GALVÃO, disponível em <http://www.tribunalconstitucional.pt/tc/acordaos/20030494.html>, consultado pela última vez em 04/01/2023.

intermediários financeiros que não seja pública³⁴, tenha caráter preciso e esteja direta ou indiretamente relacionada com emitentes ou com instrumentos financeiros, a qual, se lhe fosse dada publicidade, seria idónea para influenciar de maneira sensível o seu preço ou o preço dos contratos de mercadorias à vista conexas».

Da norma do artigo 378.º do Código dos Valores Mobiliários³⁵ e do artigo 7.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014 resultam quatro elementos típicos que caracterizam a informação privilegiada, nomeadamente a) o caráter não público, b) a precisão, c) estar direta ou indiretamente relacionada com emitentes ou instrumentos financeiros/ o caráter específico e d) a idoneidade/influência sensível sobre o preço.

É necessário um nexo de causalidade entre a informação privilegiada e a conduta proibida.

Por seu turno, o artigo 378.º-A do Código dos Valores Mobiliários abrange o abuso de informação privilegiada relativo a licenças de emissão.

Enquanto entidade reguladora, cabe à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (doravante, “CMVM”) proceder ao acompanhamento, controlo e fiscalização dos agentes do mercado de valores mobiliários³⁶³⁷.

A existência e a consequente estabilização do conceito de “informação privilegiada” não poderão, contudo, equivaler a um juízo de dispensabilidade da tarefa explicitadora desenvolvida pela dogmática penal, a qual nos propomos aprofundar *infra* e que, combinada com a vertente jurisprudencial, serão o alicerce do nosso estudo.

2.3.1 Pressupostos da incriminação

a) Caráter não público

A publicidade representa um bem valioso para o mercado de valores mobiliários, sendo pública a informação suscetível de ser conhecida por todos.

³⁴ Cfr. os considerandos 49 e 50 do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014.

³⁵ Tratando-se de uma norma de caráter penal, visa a prevenção e a repressão da prática de *insider trading*.

³⁶ O artigo 372.º do Código dos Valores Mobiliários contém ainda um sistema de autorregulação, não consubstanciando, contudo, uma demissão das responsabilidades por parte das entidades reguladoras, já que estas exercem poderes públicos.

³⁷ A CMVM divulga desde 2006 as decisões dos Tribunais, dever introduzido pela Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de janeiro de 2003 e pelo artigo 422.º n.º 2 do Código dos Valores Mobiliários.

Considera-se que certa informação só será privilegiada se se mantiver na esfera privada de um emitente, não acessível a todos³⁸³⁹. A partir do momento em que a informação é passível de ser conhecida, por exemplo, através de um jornal de notícias⁴⁰, perde a natureza privilegiada e a dignidade jurídico-penal, não carecendo mais de proteção⁴¹. A divulgação dessa informação já não será ilícita ou censurável.

No que concerne à divulgação de informação privilegiada pelo emitente a um grupo de pessoas como peritos, consultores ou analistas (*selective disclosure*), esta não satisfaz o nível de divulgação exigido pela publicidade, já que, apesar de ter existido divulgação de informações, «não houve divulgação que propicie[asse] que o mercado em geral, de um ponto de vista pragmático, tome[asse] decisões a partir desses dados»⁴².

Diferente seria o caso em que esse mesmo grupo de pessoas recebesse informação reservada por parte do emitente e optasse por incorporá-la em recomendações que fornecesse, praticando, nesse caso, o crime de abuso de informação privilegiada.

Relativamente à divulgação da informação ao público por parte da entidade reguladora, o artigo 367.º do Código dos Valores Mobiliários estabelece que a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários organiza um sistema informático próprio, o “Sistema Informático de Difusão de Informação”, que “disponibiliza através do ponto de acesso europeu da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados” essa informação ao público, conforme o n.º 3 do mesmo preceito.

³⁸ Nas palavras de Costa Pinto, constitui informação não pública a «informação reservada a um círculo restrito naquele momento. O *insider trading* diz, assim, em parte, respeito a informação que se destina a ser divulgada e a infração traduz-se no seu uso antecipado em relação à data da divulgação.» v. COSTA PINTO, *op. cit.*, p. 76.

³⁹ No que diz respeito ao dever de divulgação da informação, centrava-se a análise no artigo 248.º do Código dos Valores Mobiliários, que se encontra hoje revogado, encontrando-se nos artigos 14.º e ss. do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014.

⁴⁰ Cfr. o Acórdão do Tribunal da Relação do Porto, de 31/05/2012, proc. n.º 222/10.6TVPRT.P1, relatado por LEONEL SERÓDIO e consultado pela última vez em 02/02/2023, «óbvio é também que uma informação divulgada no site oficial da CMVM, pode ser enganosa, tendenciosa ou até falsa, mas não preenche os requisitos da informação privilegiada, no sentido da Lei para efeitos de incriminação pela norma contida no art.º 378.º do CVM, por isso que não é “pública”, não é “específica” nem “precisa” e muito menos “idónea” “no sentido de susce(p)tível de influenciar a formação do preço dos valores no mercado”. Também não existe obviamente o “nexo tipicamente exigido” entre a “conduta típica”, que neste caso não existe e a “informação privilegiada”, que mesmo que o fosse e já vimos que esta não era, também não relevaria, por não ser, como a Lei o exige, um “antecedente cronológico e causal”».

⁴¹ Cfr., o Acórdão referido na nota de rodapé *supra*, relatado pelo Desembargador LEONEL SERÓDIO, disponível em <http://www.dgsi.pt/jtrp.nsf/56a6e7121657f91e80257cda00381fdf/6cbee26bab80f56080257a1d002d9c86?OpenDocument>, consultado pela última vez em 02/02/2023, “nunca poderá reputar-se de “privilegiada”, para efeitos penais, a informação que já não é privada, por ter sido publicamente divulgada”.

⁴² v. JOSÉ DE FARIA COSTA/ MARIA ELISABETE RAMOS, *op. cit.*, p. 45.

A Diretiva 2003/124/CE da Comissão, de 22 de dezembro de 2003 estabelece o modo de aplicação da divulgação pública de informação privilegiada, ao abrigo dos seus artigos 2.º e 3.º.

“Entre a divulgação pública da informação e o caráter não público há gradações diferentes, pelo que é necessário saber qual a divulgação relevante para fazer cessar a índole não pública da informação”⁴³.

Em conformidade, a nosso ver, seria benéfica uma maior concretização deste pressuposto por parte do legislador, não estando, ainda, suficientemente densificado.

b) Caráter preciso

Para que a informação seja precisa, esta deverá possuir um grau de concretização ou certeza superior, contendo dados suficientemente objetivos⁴⁴, nunca rumores ou especulações⁴⁵.

É importante notar que a especulação é uma característica intrínseca do mercado de valores mobiliários. Os investimentos feitos com base na especulação não constituem por si só informação privilegiada. Em conformidade, considera-se que a informação tem carácter preciso «se fizer referência a um conjunto de circunstâncias existentes (ou acontecimentos verificados) ou razoavelmente previsíveis», conforme o artigo 7.º, n.º 2, 1.ª parte do Regulamento (UE) n.º 596/2014, de 16 de abril de 2014.

Na prática, nem sempre é evidente a concretização deste pressuposto⁴⁶. É necessário conhecer qual o momento, no decurso de um processo negocial, em que o

⁴³ *Idem*, p. 44.

⁴⁴ Conforme indicam JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS, «não é precisa- e deste modo o seu uso não revela para os efeitos do crime em análise- a informação que resulta de referências vagas, rumores, notícias difusas.» Em conformidade, v. *ibidem*, p. 47.

⁴⁵ Cfr. o Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 19/02/2013, proc. n.º 575/10.6TFLSB.L2-5, relatado pelo Desembargador VIEIRA LAMIM, disponível em <http://www.dgsi.pt/jtrl.nsf/-/D7329FAEE36D00F280257B2B004CEE88>, consultado pela última vez em 07/02/2023, «deve entender-se que a precisão da informação tem de reportar-se à descrição de uma realidade que seja minimamente identificada, algo entre o rumor e o juízo categórico da certeza, devendo excluir-se do conceito as referências vagas, rumores, notícias difusas e não se chegar a exigir que a informação corresponda a uma certeza nem seja completa e exaustiva. Tem de ser uma informação relativa a uma materialidade que tenha *a consistência mínima para permitir a sua utilização por um investidor médio*.».

⁴⁶ Cfr. o Acórdão do Tribunal de Justiça (Segunda Secção), de 28 de junho de 2012, processo C-19/11, consultado pela última vez em 05/03/2023, «estando em causa um processo diferido no tempo, que visa concretizar uma certa circunstância ou provocar um certo acontecimento, podem constituir informações com caráter preciso, na aceção destas disposições, não só essa circunstância ou acontecimento, mas também as fases intermédias desse processo que estão relacionadas com a ocorrência dessa circunstância ou desse acontecimento.»; «A informação deve ser suficientemente precisa para permitir retirar uma conclusão quanto ao eventual efeito do conjunto de circunstâncias ou acontecimentos em questão no nível dos preços dos instrumentos financeiros em causa».

requisito de precisão é atingido, ou, nas palavras de Ricardo Cardoso e João Luz, o momento em que se encontra o “ponto ótimo de precisão”⁴⁷.

Na perspetiva de Ricardo Cardoso, João Luz⁴⁸ e Fátima Gomes⁴⁹, o momento em que a informação se torna precisa e concludente “é o da realização do acordo entre as partes, altura em que a informação se cristaliza e consolida definitivamente, levando à conclusão do negócio, num correto funcionamento do mercado”⁵⁰.

José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos⁵¹ vão ainda mais além, afirmando que “a informação atinge o grau de consolidação tipicamente relevante para efeitos de crime de abuso de informação quando a probabilidade de o acordo não se fechar for ínfima ou irrisória”. (sublinhados nossos)

De acordo com o considerando 15 do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, destacamos que «a informação *ex post* pode ser utilizada para verificar a presunção de que os preços são sensíveis à informação *ex ante*, mas não deverá ser utilizada contra pessoas que tenham extraído conclusões razoáveis das informações *ex ante* colocadas à sua disposição»⁵².

Mais, a informação precisa não tem de ser necessariamente completa⁵³ nem definitiva. A informação relativa a cada uma das fases de um processo negocial complexo, pode ser, por si só, informação precisa.

Consideramos que se encontra jurídico-penalmente bem concretizado na doutrina o critério do carácter preciso da informação. Deste modo, no que a este requisito concerne, é possível tutelar o bom funcionamento do mercado e punir as condutas lesivas que abalam a confiança dos investidores num mercado cuja concorrência e assimetria são elementos sempre presentes.

c) Carácter Específico

O requisito da especificidade da informação remete para a referência direta ou indireta aos emitentes de valores mobiliários ou aos valores mobiliários transacionados

⁴⁷ Cfr. RICARDO CARDOSO RODRIGUES/JOÃO LUZ SOARES, *Insider Trading- O crime de abuso de informação privilegiada*, Vida Económica, 2018, p. 150.

⁴⁸ *Idem*.

⁴⁹ Cfr. FÁTIMA GOMES, “Insider Trading”, Valadares: *Associação portuguesa para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais (APDMC)*, p. 89.

⁵⁰ *Idem*.

⁵¹ V. JOSÉ DE FARIA COSTA/MARIA ELISABETE RAMOS, *op. cit.*, pp. 49-50.

⁵² Em conformidade, o considerando 15 acautela o “insight bias”, cfr. “Columbia Business Law Review”, Vol. 2011, *Leveraged Buyout Bankruptcies, the Problem of Hindsight Bias and the Credit Default Swap Solution*.

⁵³ Cfr., neste sentido, FREDERICO DE LACERDA COSTA PINTO, *op. cit.*, p. 77.

no mercado⁵⁴, conforme o n.º 4 do artigo 378.º do Código dos Valores Mobiliários e o artigo 7.º, n.º 2, 2.ª parte do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014. A informação é específica se se referir a determinado emitente ou a determinados valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros e «permitir retirar uma conclusão quanto ao eventual efeito desse conjunto de circunstâncias ou acontecimentos a nível dos preços dos instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados, dos contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou dos produtos leiloados com base nas licenças de emissão», conforme o artigo 7.º.

Relativamente a este critério, levanta-se a questão de saber se toda a informação respeitante a valores mobiliários e aos emitentes é passível de configurar informação privilegiada. Neste contexto, há que fazer referência às situações de *market information*⁵⁵ e *front-running*⁵⁶.

A *market information*, não versando diretamente sobre emitentes ou valores mobiliários, pode preencher, ao abrigo do artigo 378.º, n.º 5 do Código dos Valores Mobiliários, o conceito de informação privilegiada⁵⁸ já que concerne a «informação (...) direta ou indiretamente relacionada com emitentes ou instrumentos financeiros». (sublinhado nosso) Com a transposição da Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de janeiro de 2003 para o ordenamento jurídico português deixou de haver dúvidas quanto à inserção da *market information* no requisito da especificidade, passando a estar previsto na lei.

No que diz respeito à prática de *front-running*⁵⁹, o *front-runner*, aproveitando-se do conhecimento antecipado de informações produzidas por terceiros, realiza também ele negócios prévios, suscetíveis de impacto no mercado, traduzindo-se em ganhos para o

⁵⁴ v. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “Desmaterialização dos títulos de crédito: valores mobiliários escriturais” in *Revista da Banca*, n.º 26, Associação Portuguesa de Bancos, 1993, p. 23.

⁵⁵ *Market information* refere-se a notícias ou dados relativos às condições dos mercados que perfazem uma ligação indireta com o emitente; ou seja, as informações não versam diretamente sobre emitentes ou valores mobiliários.

⁵⁶ *Front-running* traduz situações com capacidade de influenciar o mercado nas quais um agente, o *front-runner*, aproveitando informação produzida por terceiros, celebra negócios prévios ou paralelos às operações ordenadas por clientes suscetíveis de ter impacto no mercado.

⁵⁷ v. RICARDO CARDOSO RODRIGUES/ JOÃO LUZ SOARES, *op. cit.*, pp. 151-152.

⁵⁸ Cfr. neste sentido, JOSÉ DE FARIA COSTA/MARIA ELISABETE RAMOS, *op. cit.*, p. 51.

⁵⁹ A figura distingue-se do *scalping*, uma vez que esta última está ligada às atividades dos consultores de investimento e analistas. Constitui, antes, uma forma de manipulação do mercado.

mesmo, ao abrigo do artigo 378.º, n.º 5 do Código dos Valores Mobiliários. Neste caso, cumprindo-se os demais requisitos do artigo 378.º, constitui informação privilegiada⁶⁰.

Consideramos que este requisito é de fácil aplicação por parte do juiz, não estando nele a causa para as poucas condenações por crime de abuso de informação privilegiada.

d) Idoneidade para influenciar preços ou *Price Sensitive*/ Carácter Material

O último requisito para determinar se a informação constitui informação privilegiada, ao abrigo dos artigos 378.º n.º 4 do Código dos Valores Mobiliários e 7.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, é do da idoneidade de determinada informação influenciar, de forma sensível, o valor mobiliário do mercado, evitando distorções na concorrência⁶¹.

Este pressuposto revela especial dificuldade para o intérprete da lei apurar se determinada informação, se publicada, seria idónea para influenciar, de forma sensível o preço. José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos⁶² referem que «a valoração da idoneidade deverá ser feita por intermédio de um juízo *ex ante*, ou seja, tal juízo deve reportar-se a momento anterior ao da publicação da informação privilegiada»⁶³.

Discute-se ainda qual o sentido da expressão “influência sensível sobre o preço”⁶⁵. (sublinhado nosso)

Considera-se necessário fixar um critério. José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos avançam com um critério qualitativo⁶⁶ face à assimetria do mercado de valores mobiliários, de modo a contribuir para a segurança jurídica. Neste sentido, propõem «um

⁶⁰ Neste sentido, cfr. JOSÉ DE FARIA COSTA/MARIA ELISABETE RAMOS, *op. cit.*, pp. 53-54.

⁶¹ Cfr. o Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 19/02/2013, proc. n.º 575/10.6TFLSB.L2-5, relatado pelo Desembargador VIEIRA LAMIM, «a conclusão sobre o carácter «price sensitive», não exige uma análise em larga escala do mercado, para o efeito sendo suficiente a ponderação das circunstâncias concretas do caso, nomeadamente a emitente concreta, o seu peso no mercado, a informação concreta, tudo corroborado pela reacção do mercado no dia seguinte à divulgação.»

⁶² *Idem*, p. 53.

⁶³ No mesmo sentido, v. FREDERICO DE LACERDA COSTA PINTO, *op. cit.*, p. 78.

⁶⁴ Com efeito, cfr. o considerando 14 do Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, «os investidores razoáveis baseiam as suas decisões de investimento nas informações colocadas à sua disposição, isto é, informações disponíveis *ex ante*. Esta avaliação deve ter em conta o impacto previsível das informações...»

⁶⁵ Fátima Gomes refere que a expressão “se apresenta bastante indeterminada, tanto mais que a existência do crime de *insider trading* não está sequer dependente da efetiva verificação das alterações das cotações de títulos, mas simplesmente da suscetibilidade ou idoneidade para se produzir essa alteração». Neste sentido, cfr. FÁTIMA GOMES, “Insider Trading”, *op. cit.*, p. 90.

⁶⁶ Cfr. neste sentido, JOSÉ DE FARIA COSTA/MARIA ELISABETE RAMOS, *op. cit.*, p. 54.

⁶⁷ Costa Pinto considera que «qualquer quantificação sobre o impacto do conhecimento da informação na evolução das condições é (...) incompatível com a letra e o sentido teleológico da infração se, através dessa quantificação, se pretender condicionar a aplicação do tipo de crime». v. neste âmbito, FREDERICO DE LACERDA COSTA PINTO, *op. cit.*, p. 79.

juízo de prognose relativamente aos efeitos da revelação da informação privilegiada», propondo «um juízo de comparação entre o uso da informação reservada e os efeitos previsíveis da reação do mercado à publicidade (...) de tal informação»⁶⁸⁶⁹.

Concordamos com Ricardo Cardoso Rodrigues e João Luz Soares quando sugerem que, para a aplicação prática do critério suprarreferido, “é necessário um papel ativo da entidade reguladora em termos de supervisão”⁷⁰. De facto, de outra forma tornar-se-ia um critério muito subjetivo, pelo que dificultaria a aplicação do direito por parte das autoridades judiciais e conseqüentemente a eficiência do mercado.

2.4 Da estrutura típica da incriminação

2.4.1 O tipo objetivo

Acompanhando a delimitação legal, os sujeitos ativos do crime de abuso de informação privilegiada decompõem-se em *insiders* primários e secundários, consoante o seu grau de atuação e conhecimento.

Insiders primários são os agentes que detêm acesso à informação privilegiada⁷¹ e dela fizeram uso indevido. Encontram-se elencados no artigo 378.º números 1 e 2 do Código dos Valores Mobiliários e incluem os *corporate insiders*⁷² e os *temporary insiders*⁷³. Já *insiders* secundários, ou *tippees*, são aqueles agentes que, não tendo um vínculo direto com a sociedade emitente, tenham acesso à informação privilegiada e a transmitam, negociem ou aconselhem outrem a negociar valores mobiliários ou demais instrumentos financeiros, nos termos do n.º 3 do mesmo artigo, não lhes sendo exigível prova quanto à “fonte de informação”.

Conforme refere Eduardo Paz Ferreira⁷⁴, «na lógica do preceito do Código dos Valores Mobiliários, exige-se como que uma relação de causalidade adequada entre a

⁶⁸ Neste sentido, cfr. JOSÉ DE FARIA COSTA/MARIA ELISABETE RAMOS, *op. cit.*, p. 54.

⁶⁹ No mesmo sentido, v. FREDERICO DE LACERDA COSTA PINTO, *op. cit.*, p. 78.

⁷⁰ Cfr., em conformidade, RICARDO CARDOSO RODRIGUES/JOÃO LUZ SOARES, *op. cit.*, p. 154. No mesmo sentido, FREDERICO DE LACERDA COSTA PINTO, *op. cit.*, p. 80.

⁷¹ Com a Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de janeiro de 2003, transposta pelo Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de março, deixou de ser necessário que o conhecimento da informação privilegiada chegasse ao agente através de uma fonte interna do emitente, sendo suficiente o conhecimento de que a informação é privilegiada, independentemente da fonte originária, no que concerne ao art. 378.º n.º 2 do Código dos Valores Mobiliários.

⁷² Refere-se à qualidade de titular de órgão de administração ou fiscalização de entidade emitente ou titular de participação no capital do emitente.

⁷³ A classificação refere-se a pessoas que prestem serviços permanentes ou temporários a emitentes, *insiders* não institucionais.

⁷⁴ Neste sentido, cfr. EDUARDO PAZ FERREIRA, “A Informação no Mercado de Valores Mobiliários”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra Editora, 2001, v. III, p. 72.

qualidade do agente e o acesso à informação, relação que se funda num pressuposto de confiança.» Ou seja, a diferença entre os números 1 e 2 e o número 3 reside no nexo de causalidade entre a conduta proibida e a informação privilegiada. A moldura penal para os *insiders* primários é mais elevada, já que estes têm uma maior ligação com as informações, passando por eles as decisões fundamentais/mais relevantes da vida empresarial.

Tem sido levantada a questão de saber se, relativamente aos sujeitos ativos do abuso de informação privilegiada, seria punido o *insider non trading*, ou seja, aquele que, recebendo informação privilegiada, decide não a utilizar no seu investimento, ainda que essa abstenção implique um benefício. Frederico de Lacerda da Costa Pinto entende que, não prevendo o artigo 378.º do Código dos Valores Mobiliários a omissão, o *insider non trading* não entra no tipo⁷⁵.

Compreende-se que assim seja, já que a verdade é que tal situação não coloca em risco o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários. Para além disso, entendendo o contrário, suscitaria problemas de prova. De notar que, de igual modo, a simples posse de informação privilegiada tem-se por irrelevante. Exige-se antes que o agente utilize a informação privilegiada que obteve no decurso de transmissão fora do âmbito normal das suas funções ou que, com base nela, “negoceia[e], aconselha[e] a negociar, ordena[e] a subscrição, aquisição, venda ou troca de valores mobiliários”.

2.4.2 O tipo subjetivo

O crime de abuso de informação privilegiada é imputável apenas a pessoas singulares⁷⁶⁷⁷⁷⁸, à luz dos artigos 378.º do Código dos Valores Mobiliários e 11.º e 12.º do Código Penal por remissão do considerando 40 do Regulamento (UE) n.º 596/2014,

⁷⁵ No mesmo sentido, cfr. JOSÉ DE FARIA COSTA/ MARIA ELISABETE RAMOS, *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada*, *op. cit.*, pp. 109-110.

⁷⁶ Neste sentido, cfr. FREDERICO DA COSTA PINTO, “O Novo Regime dos Crimes e Contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários”, *op. cit.*, p.35.

⁷⁷ Vd. FRANCISCO PROENÇA DE CARVALHO/FILIPA LOUREIRO, “O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading), em especial a questão dos administradores como *insiders* primários quando atuam em representação da sociedade”, *Actualidad Jurídica, Uría Menéndez*, n.º 27, 2010, pp. 6-7.

⁷⁸ À luz do art. 8.º n.º 5 do Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, serão responsabilizadas as pessoas singulares que, em nome e representação da pessoa coletiva, ordenam a aquisição ou alienação/cancelamento ou alteração de uma ordem sobre valores mobiliários, fazendo uso de informação privilegiada.

do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014 e a título doloso, à luz dos artigos 13.º e 14.º do Código Penal, não se punindo por negligência⁷⁹.

Tratando-se de pessoas coletivas⁸⁰ ou pessoas singulares agindo com mera negligência, poderão incorrer no ilícito contraordenacional por utilização indevida de informação privilegiada, situações em que pode ainda haver lugar ao dever de indemnização, conforme análise *infra*. As pessoas coletivas podem, contudo, ser demandadas no processo criminal como partes civis, à luz do artigo 378.º n.º 7 do Código dos Valores Mobiliários⁸¹.

Tratando-se de crime doloso cometido por ação, exige-se uma atividade do agente: no caso de instigação, esta terá de ser direta e dolosa, ao abrigo do artigo 26.º do Código Penal, sendo o facto imputável ao executor; já no caso de autoria mediata, apenas o administrador é responsável, já que domina o facto e usa o subordinado executor como mero instrumento do crime. Na coautoria, o administrador ou representante ou até um *insider* secundário cometem o facto típico entre si ou em participação com terceiros, cabendo a todos uma parte da execução.

No que diz respeito ao administrador de facto⁸², questiona-se se, para efeitos do crime de abuso de informação privilegiada, os referidos administradores adquirem a qualidade de agentes típicos. José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos⁸³ consideram

⁷⁹ Poderia à partida pensar-se que os casos de simples posse de informação ou *non trading* poderiam ter relevância penal, ao abrigo do art. 195.º a 197.º do CP, mas tal seria de difícil prova e nunca integrariam o crime de abuso de informação privilegiada, já que falhavam no elemento do dolo, que não teriam.

⁸⁰ O considerando 40 do Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014 remete para os Estados-membros a decisão de punir pessoas coletivas, não obstante a palavra “pessoa”, por exemplo, no artigo 8.º, n.º 1 do Regulamento. Neste sentido, há que recorrer ao art. 11.º do Código Penal, já que as incriminações vigentes no âmbito do mercado de valores mobiliários estão integradas globalmente no sistema penal. Assim, face ao art. 11.º do CP, o qual dispõe que, “salvo disposição legal em contrário, só as pessoas singulares são suscetíveis de responsabilidade criminal”, é necessário verificar se existe lei expressa no sentido da responsabilização da pessoa coletiva. O art. 378.º do Código dos Valores Mobiliários não apresenta essa referência, pelo que este tipo de ilícito só pode ser cometido por pessoas singulares: só estas serão autoras idóneas da infração perante a descrição legal do crime.

⁸¹ No âmbito do processo penal e em conformidade com o princípio da adesão, os lesados, incluindo pessoas coletivas, podem apresentar pedido de indemnização civil contra as pessoas com responsabilidade civil fundada na prática do ilícito criminal ao abrigo dos artigos 71.º e seguintes do CPP. “A intervenção processual do lesado restringe-se à sustentação e à prova do pedido de indemnização civil, detendo os direitos que a lei confere aos assistentes” (artigo 74.º, n.º 2 do CPP).

⁸² Considera-se administrador de facto aquele que ocupa o exercício da administração, não tendo sido designado validamente, mas exercendo validamente funções de administrador. Pode nunca ser designado formalmente, mas exerce efetivamente funções de administração. «Isto acontece quando o título nunca chegou a existir, está suspenso ou se extinguiu». Mas também pode haver administração de facto quando há título, mas este apenas lhe permite ocupar um certo cargo dentro da sociedade que não o de administrador. Neste sentido, cfr. RICARDO COSTA, *Os Administradores de Facto das Sociedades Comerciais*, Almedina, p. 243.

⁸³ V. JOSÉ DE FARIA COSTA/ MARIA ELISABETE RAMOS, *op. cit.*, p. 87.

que, face à redação do artigo 378.º número 1, alínea a) do Código dos Valores Mobiliários, ao referir a «qualidade de titular de um órgão de administração», tal obsta à incriminação⁸⁴, já que o artigo pressupõe a existência de um título ao abrigo do qual são exercidas as suas funções e que suporta o ingresso no órgão de administração. Contrariamente, Germano Marques da Silva⁸⁵, face à abrangência do artigo 12.º do Código Penal, reconduz a ação voluntária “como órgão” a um poder correspondente ao de um órgão societário, incriminando o agente. Considera no limite poder inserir o agente na alínea b) do número 1 do artigo 378.º do Código dos Valores Mobiliários ou no número 2 do mesmo preceito.

Neste contexto, o regime penal impõe a responsabilidade da pessoa singular que, enquanto administradora, cometer crime, na qualidade de autor, coautor, instigador ou cúmplice.

Importante notar que os crimes previstos nos números 1 e 2 do artigo 378.º do Código dos Valores Mobiliários são crimes específicos próprios⁸⁶, revelando-se como crimes de perigo abstrato⁸⁷, enquanto o crime consignado pelo número 3 se trata de um crime comum⁸⁸, constituindo um crime abstrato-concreto⁸⁹.

No caso de os mesmos factos constituírem simultaneamente crime e contraordenação e forem imputáveis ao mesmo agente pelo mesmo título de imputação

⁸⁴ Os autores consideram que o art. 378.º do CdVM, abrangendo os administradores de facto, não daria cumprimento ao princípio da legalidade criminal pela proibição da analogia *malam partem*. Contudo, consideram que permanece a legitimidade de punir o agente ao abrigo do art. 378.º número 2 do Código dos Valores Mobiliários.

⁸⁵ Neste sentido, cfr. GERMANO MARQUES DA SILVA, *Responsabilidade Penal das Sociedades e dos seus administradores e representantes*, Editorial Verbo, 2009, pp. 317-320.

⁸⁶ Conforme refere Manuel Maia Gonçalves, «os crimes que fazem referência às qualidades ou relações especiais determinam que o círculo de potenciais autores não seja indeterminado, mas restrito de quem possui tais qualidades ou relações especiais». Assim, v. MANUEL MAIA GONÇALVES, *Código Penal Português Anotado e Comentado*, Coimbra, Almedina, 15.ª Edição, 2002, p. 139.

⁸⁷ Os crimes de perigo abstrato correspondem a um ilícito típico em que o perigo não é seu elemento típico, tão-só motivação do legislador. Neste sentido, JOSÉ DE FARIA COSTA, *O Perigo em Direito Penal, (Contributo para a sua Fundamentação e Compreensão dogmática)*, Coimbra, Coimbra Editora, pp. 620-621.

⁸⁸ Contrariamente, «crimes "comuns" são os que podem ser praticados por qualquer pessoa.». Neste sentido, cfr. Ac. do Tribunal da Relação do Porto de 18/06/2003, processo n.º 0311088, relatado pelo Desembargador JORGE ARCANJO, disponível em <http://www.dgsi.pt/jtrp.nsf/56a6e7121657f91e80257cda00381fdf/8822cd9f3c096e6c80256df0003b746c?OpenDocument>, consultado pela última vez em 02/02/2023.

⁸⁹ Nos crimes de perigo abstrato-concreto, a demonstração da inexistência do crime tem de determinar o não preenchimento do tipo, ou seja, «está em causa a suscetibilidade da conduta típica causar perigo, mas não é necessária a verificação do preenchimento do tipo, admitindo-se, porém, a ilusão da previsão ou presunção do perigo, mostrando a inexistência do mesmo, ou, melhor, mostrando não ser, no caso, a conduta suscetível de o provocar». V., neste sentido, JOSÉ DE FARIA COSTA, *o Perigo em Direito Penal, op. cit.*, p. 643.

subjetiva, há lugar apenas ao procedimento criminal, ao abrigo do artigo 420.º n.º 2 do Código dos Valores Mobiliários.

3. Deveres jurídicos relacionados com a prevenção

3.1 Listas de *insiders* e comunicação de transações

Com o propósito de desmotivar as condutas de abuso de informação, é dedicado um particular relevo às normas preventivas de ilícitos criminais⁹⁰.

Como ponto de referência, o Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014 considera, ao abrigo do artigo 9.º número 1, alínea a), legítima a conduta de pessoa coletiva se esta, não obstante «dispor ou ter disposto de informação privilegiada, estabeleceu, concretizou e manteve dispositivos e procedimentos internos adequados⁹¹ e eficazes para garantir que nem a pessoa singular que tomou, em seu nome, a decisão de adquirir ou alienar instrumentos financeiros a que a informação diz respeito, nem qualquer outra pessoa singular que possa ter tido alguma influência nessa decisão, se encontravam na posse de informação privilegiada».

No que diz respeito aos deveres em sede preventiva, o dever de preparação e atualização de listas de *insiders*⁹² constitui um dos deveres de maior relevo. Em conformidade, o artigo 18.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014 refere estar em causa o dever de elaboração e atualização permanente de uma listagem das pessoas que colaboram e que podem ter acesso regular ou ocasional a informação privilegiada.

Exige-se a informação detalhada de todas as pessoas que possam ter acesso a informação privilegiada, incluindo o contacto telefónico e a morada nas listas de *insiders*. Mais, o artigo 18.º n.º 3 do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014 introduziu a obrigatoriedade de as listas de *insiders* conterem a data e a hora em que o *insider* deixa de aceder à informação confidencial.

⁹⁰ Cfr. art. 16.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014.

⁹¹ «O juízo de adequação remete para um ajustamento às particularidades de cada empresa, de modo a que se atinja um reforço efetivo dos procedimentos preventivos e organizativos.» Neste sentido, cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª Edição, Almedina, 2018, p. 952.

⁹² O formato das listas encontra-se regulado através do Regulamento de Execução (UE) 2016/347 da Comissão, de 10 de março de 2016.

⁹³ Cfr. os considerandos 56 a 58 do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, “as listas de pessoas com acesso a informação privilegiada são um instrumento importante quando os reguladores investigam a ocorrência de eventuais abusos de mercado ...”.

A listagem é conservada pelo prazo de 5 anos desde a última atualização, conforme o artigo 18.º n.º 5 do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, sendo remetida à Comissão de Valores Mobiliários sempre que solicitada. A elaboração de listas constitui uma medida útil, já que estas listas serão utilizadas pelos emitentes para controlo do fluxo de informação privilegiada, gerindo as obrigações de confidencialidade, conforme o considerando 50 do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014.

São também impostos deveres de divulgação sobre operações⁹⁴ de dirigentes e pessoas com estes estreitamente relacionados no prazo de três dias úteis⁹⁵, conforme o artigo 3.º n.º 26 do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, desencorajando transações com base em informação privilegiada.

O artigo 19.º n.º 11 do Regulamento n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014 proíbe, ainda, a realização de transações durante trinta dias antes do anúncio do relatório financeiro intercalar ou anual. Mais, o Regulamento estabelece diretamente que os emitentes devem informar por escrito os dirigentes sobre as obrigações que sobre estes recaem. Ao abrigo da legislação nacional, a violação do dever de comunicar as transações de dirigentes e pessoas com eles relacionadas à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários constitui contraordenação muito grave nos termos do artigo 389.º n.º 3, alínea c) do Código dos Valores Mobiliários.

O Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014 também disciplinou, pela primeira vez, as sondagens⁹⁶ de mercado. É obrigatório que, antes da divulgação da sondagem de mercado, o participante no mercado pondere se esta implica a transmissão de informação privilegiada e efetue um registo escrito da sua conclusão e motivos, bem como cada informação transmitida no decurso da sondagem, a fim de facultá-lo à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários sempre

⁹⁴ O conceito de operação é muito amplo, abrangendo não apenas aquisição e alienação de instrumentos financeiros, mas também a constituição de penhor ou garantia equivalente, operações realizadas por qualquer pessoa que, a título profissional, prepare ou execute as operações ou por outrem atuando por conta de um dirigente ou pessoa com este estreitamente relacionada, inclusive no âmbito de gestão discricionária e a celebração de contrato de seguro financeiro com exposição ao emitente, conforme art. 19.º n.ºs 1 e 7 do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014 .

⁹⁵ Aplica-se a cada operação ou conjunto de operações que excedam 5.000 euros durante um ano civil, ao abrigo dos art. 19.º n.ºs 1 e 8 do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014.

⁹⁶ A pessoa que executa a sondagem de mercado tem de, durante um período mínimo de cinco anos, manter um registo de toda a informação divulgada, conforme o art. 11.º n.º 8 do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014.

que lhe seja solicitado, conforme o artigo 11.º número 3 do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014.

Com objetivo de prevenir o crime de abuso de informação privilegiada foi consagrado um dever de denúncia de operações suspeitas, conforme os artigos 305.º-F e 382.º n.º 2 do Código dos Valores Mobiliários e sobre quem prepare e execute transações sobre instrumentos financeiros, ao abrigo do artigo 16.º número 2 do Regulamento (UE) n.º 596/2014, de 16 de abril de 2014.

4. Responsabilidade Civil

No crime de abuso de informação privilegiada existem, por regra, vários lesados, os quais não são protegidos individualmente por normas de carácter penal. O artigo 449.º do Código das Sociedades Comerciais⁹⁷, mantendo-se desde a sua redação, até aos dias de hoje, inalterado, estipula a reparação dos danos provocados pelo aproveitamento da informação privilegiada⁹⁸. Do artigo 449.º do Código das Sociedades Comerciais resulta uma responsabilização dos *insiders* primários e secundários, defendendo alguns autores que este artigo visa a proteção do interesse dos sócios da sociedade, de modo a reforçar a confiança destes na manutenção de decisões seguras⁹⁹, enquanto outros¹⁰⁰ encaram o artigo 449.º como ente de proteção de um interesse da própria sociedade como tal.

⁹⁷ O art. 449.º do CSC remete, no n.º 1, para as sociedades anónimas. Não existe qualquer artigo que trate o crime de abuso de informação privilegiada nas sociedades por quotas e em nome coletivo. O uso da informação de modo abusivo constitui violação do dever de lealdade por parte dos gerentes para com a sociedade, o que pode conduzir a que sejam despedidos com justa causa. Só os gerentes (ou os sócios, no caso de sociedades em nome coletivo) da sociedade são punidos. “Nas sociedades em nome coletivo, é ainda possível a exclusão do sócio por fundamento em abuso de informação privilegiada”. Existe a obrigação de indemnizar a sociedade, nos termos do art. 72.º do CSC. Cfr., neste sentido, CARLOS PINHEIRO TORRES, *O direito à informação nas sociedades comerciais*, Coimbra, 1998, pp. 247-248.

⁹⁸ Cfr. CÁTIA MIGUEL DE MATOS, *Insider Trading - O Abuso de Informação Privilegiada*, Dissertação de Mestrado em Direito das Empresas, Lisboa, ISCTE, 2017, p. 48.

⁹⁹ Cfr., neste sentido, ANA PEDROSA AUGUSTO, “Insider Trading- perspetiva sobre o enquadramento jurídico societário no ordenamento jurídico português”, *O Direito*, ano 136.º, V, 2004, p. 44, a qual considera que o fim último desta proteção seria o lucro da sociedade.

¹⁰⁰ V. JORGE COUTINHO DE ABREU, *Curso de direito comercial: das sociedades*, vol. II, Coimbra, Almedina, 2007, p. 14.

O artigo 449.º foca-se mais na obrigação de restituir do que na prova do dano¹⁰¹¹⁰², o que, à primeira vista, poderá condicionar a aplicação do instituto da responsabilidade civil, já que o dano e o nexo de causalidade, a par do facto voluntário ilícito e culposo¹⁰³, são pressupostos e fundamentos essenciais para a sua aplicação, na medida em que sem dano não há lugar à indemnização. Refere Ana Brochado¹⁰⁴ que uma tentativa de solucionar a questão passa por considerar o do 449.º do Código das Sociedades Comerciais uma norma geradora de responsabilidade civil que se articula com o regime da responsabilidade extracontratual. “O montante da vantagem realizada fixar-se-ia como um limite complementar ao limite-regra da responsabilidade civil, o dano”¹⁰⁵. Uma segunda tentativa será a de considerar o preceito como norma de responsabilidade civil com presunção¹⁰⁶ do montante do dano, presumindo-se que o montante do dano corresponde ao montante da vantagem patrimonial realizada.

“Estas conceções permitem enquadrar o artigo 449.º como norma de responsabilidade civil sem descurar a reparação do dano enquanto fim último deste instituto”¹⁰⁷, permitindo obstar ao enriquecimento injustificado do administrador *insider*, obrigando-o a indemnizar os prejudicados no montante da vantagem patrimonial obtida. Dada a dificuldade em avaliar o dano causado pelo crime, a lei obriga o infrator a pagar aos lesados/prejudicados¹⁰⁸ o montante da vantagem patrimonial. Esta diferença

¹⁰¹ A expressão “pagando-lhes a quantia equivalente ao montante da vantagem patrimonial realizada” parece remeter para a obrigação de restituir, própria do instituto do enriquecimento sem causa. Contudo, comparando com os fundamentos do instituto ínsitos no art. 473.º do Código Civil, não se coadunam com o abuso de informação, já que o regime do enriquecimento sem causa tem como âmbito vantagens patrimoniais que não são consequência de factos ilícitos. A verificação de factos ilícitos remete antes para o regime da responsabilidade por danos, aqui tratada. Ainda, solucionar o abuso de informação com o instituto do enriquecimento sem causa seria “considerá-lo como uma mera deslocação patrimonial, sem a devia censura jurídica que tal prática merece”. V., ANA BROCHADO, “A indemnização por abuso de informação privilegiada no código das sociedades comerciais”, *op. cit.*, p. 37.

¹⁰² Remetendo-nos para a função compensatória deste instituto.

¹⁰³ Cfr. JOÃO ANTUNES VARELA, *Das obrigações em geral*, vol. I., 7.ª Edição, Almedina, pp. 525 e ss..

¹⁰⁴ Cfr. ANA BROCHADO, “A indemnização por abuso de informação privilegiada no código das sociedades comerciais”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 36, agosto, 2010, pp. 38-39.

¹⁰⁵ *Idem*, p. 38.

¹⁰⁶ “Se se tratar de uma presunção ilidível e caso o valor do dano seja superior à quantia equivalente ao montante da vantagem patrimonial, o prejudicado pode provar a diferença entre ambos; se for inferior, o lesante pode, igualmente, fazer prova dessa diferença. Caso se considere a presunção inilidível e o valor do dano for superior, o prejudicado recebe apenas essa quantia, recorrendo posteriormente ao instituto da responsabilidade civil para obter o resto; se for inferior, o lesante pode recorrer ao instituto do enriquecimento sem causa.”, *ibidem*.

¹⁰⁷ Cfr. CÁTIA MIGUEL DE MATOS, *op. cit.*, p. 49.

¹⁰⁸ Prejudicados serão “todos os que deixaram de obter a sua vantagem patrimonial em detrimento daqueles que, atento à qualidade de órgão de administração ou fiscalização, encontrando-se na posse de informação privilegiada, fizeram uso da mesma e obtiveram para si lucro ou evitarem perdas” V., neste sentido, CÁTIA MIGUEL DE MATOS, *Insider Trading - O Abuso de Informação Privilegiada*, *op. cit.*, p.46.

corresponderá usualmente à diferença entre o preço de mercado caso a informação fosse pública e o preço pago ou recebido.

No crime de abuso de informação privilegiada levanta-se ainda a dificuldade na determinação do lesado, já que as partes não se conhecem e não estabelecem um contacto direto entre si¹⁰⁹. A lei estipula ainda que se não for possível identificar os lesados, mas existir prejuízo causado pelo *insider* ou *tippee*, deve ser paga indemnização à sociedade, ao abrigo do artigo 449.º número 1 do Código das Sociedades Comerciais.

5. Jurisprudência

- a) Acórdão do Tribunal de Justiça (Terceira Secção), de 23 de dezembro de 2009, processo n.º C-45/08, “Spector Photo Group”

No que diz respeito a decisões proferidas pelo Tribunal de Justiça, consideramos relevante destacar o Acórdão do Tribunal de Justiça (Terceira Secção), de 23 de dezembro de 2009, processo n.º C-45/08, “Spector Photo Group”¹¹⁰. O caso concreto centra-se na análise em particular do artigo 2.º (e 14.º) da Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de janeiro de 2003 relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação do mercado (abuso do mercado) no âmbito de um litígio entre a Spector Photo Group NV, aqui “Spector” e um dos seus dirigentes, C. Van Raemdonck contra a Comissão para os Assuntos Bancários Financeiros e de Seguros, aqui “CBFA” por esta última entidade lhes ter aplicado coimas por crime de abuso de informação privilegiada.

No caso, a Spector, sociedade de direito belga cotada na Bolsa, tinha previsto utilizar as ações na sua posse e, eventualmente, comprar no mercado a parte restante a atribuir. A Spector comunicou a intenção de comprar determinado número das suas próprias ações em cumprimento do seu programa de opção sobre as ações, tendo C. Van Raemdonck, seu dirigente, posteriormente, dado duas ordens que permitiram à Spector comprar mais ações, ordens estas que foram tidas como crime de abuso de informação privilegiada ao abrigo da lei nacional, nomeadamente à luz do artigo 25.º n.º 1 da Lei de 2 de agosto de 2002, relativa à fiscalização do setor financeiro e dos serviços financeiros (“Moniteur belge” de 4 de setembro de 2002). Estava em causa a proibição a qualquer

¹⁰⁹ Neste sentido, v. ANA BROCHADO, “A indemnização por abuso de informação privilegiada no Código das Sociedades Comerciais”, *op. cit.*, p. 34.

¹¹⁰ Neste sentido, cfr. Ac. do Tribunal de Justiça (Terceira Secção) de 23 de dezembro de 2009, proc. C-45/08, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:62008CJ0045&from=PT>, consultado pela última vez em 12/03/2023.

pessoa que detivesse informação privilegiada de a “utilizar ao adquirir ou alienar, tentar adquirir ou alienar por sua conta ou por conta de terceiro, direta ou indiretamente os instrumentos financeiros a que essa informação diga respeito ou instrumentos financeiros conexos”. Não foi feita prova de que as aquisições de ações em causa tenham sido efetuadas em razão da iminência da publicação dos resultados da sociedade em causa.

Com efeito, o órgão jurisdicional questionou-se quanto à natureza da prova destinada a demonstrar que uma informação privilegiada foi utilizada na aceção do artigo 2.º da Diretiva 2003/6/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de janeiro de 2003, bem como a quais os critérios.

Neste acórdão pretende aferir-se se basta que um *insider* primário, na posse de uma informação privilegiada, efetue uma operação de mercado ou se, para além disso, é necessário demonstrar que tal pessoa utilizou essa informação com conhecimento de causa. O artigo 2.º da Diretiva 2003/6/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de janeiro de 2003 não prevê expressamente requisitos relativos à intenção que inspirou a operação de mercado, não especificando, em consequência, se o *insider* tem de ter consciência da informação que deteve para preencher o tipo de crime, nem quanto à necessidade de demonstrar que a informação privilegiada determinou a decisão a realizar aquela operação de mercado em concreto¹¹¹. Contudo, face ao teor da Diretiva, presume-se este elemento moral, tendo em conta a necessária relação de confiança e consciência que o autor tem de ter estando por dentro das negociações e na posse de informações confidenciais.

O considerando 18 da diretiva recorda que a utilização de uma informação privilegiada “pode consistir na aquisição ou alienação de instrumentos financeiros quando a parte envolvida sabe ou lhe seja exigível saber que a informação detida tem carácter privilegiado”.

Esta presunção não pode nunca, porém, colidir com o princípio da presunção de inocência¹¹² insito no artigo 6.º, n.º 2 da Convenção para a Proteção dos Direitos do

¹¹¹ O legislador comunitário, ao elaborar a Diretiva 2003/6/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de janeiro de 2003, pretendeu preencher algumas lacunas constatadas na aplicação da Diretiva 82/592/CEE do Conselho, de 13 de novembro de 1989, tendo suprimido a expressão “com conhecimento de causa”.

¹¹² O Princípio da Presunção da inocência não se opõe à presunção prevista no artigo 2.º número 1 da Diretiva 2003/6/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de janeiro de 2003, quando a ordem de compra foi dada em momento anterior, sem a informação privilegiada, já que a presunção é ilidível e estão salvaguardados os direitos de defesa- “a intenção do autor de uma operação de iniciados deduz(-se) tacitamente dos elementos materiais constitutivos dessa infração”. “A presunção de inocência deve “operar de acordo com os interesses que a Diretiva visa proteger”.

Homem e das Liberdades Fundamentais (CEDH). Ou seja, o facto de o artigo 2.º da Diretiva 2003/6/ CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de janeiro de 2003 não prever expressamente a consignação do elemento moral, não significa que, na posse de informação privilegiada e realizando uma operação de mercado, haja necessariamente crime de abuso de informação privilegiada.

Em suma, resulta do acórdão *supra* que o facto de alguém dispor de informação privilegiada e adquirir ou alienar por sua conta ou por conta de terceiros direta ou indiretamente os instrumentos financeiros a que essa informação diga respeito implica que a pessoa «utilizou essa informação» na aceção da Diretiva, sem prejuízo dos direitos de defesa e da possibilidade de ilidir a presunção. O acórdão refere que a questão de saber se alguém violou a norma tem de ser analisada à luz da finalidade da diretiva, ou seja, de proteger a confiança dos investidores e a integridade dos mercados financeiros.

b) Acórdão do Tribunal de Justiça (Grande Secção) de 22/11/2005, processo C-384/02

Consideramos o Acórdão do Tribunal de Justiça (Grande Secção) de 22 de novembro de 2005, processo C-384/02¹¹³, relevante para a análise do crime de abuso de informação privilegiada. Trata-se de um pedido de decisão prejudicial que tem por objeto a interpretação do artigo 3.º, alínea a)¹¹⁴ da Diretiva 89/592/CEE, de 13 de novembro, contra o secretário-geral do sindicato profissional dos empregados do setor financeiro (aqui, “A”) e um dos membros do conselho de administração de uma instituição financeira cotada na bolsa que também fora designado pelo secretário-geral do sindicato profissional (A) para representar o comité de ligação entre a instituição financeira, “Z”, e o sindicato profissional (aqui “B”), os quais tinham feito um acordo. B era também presidente de uma das 11 secções do mesmo sindicato profissional, que congregava mais de 90% dos funcionários da instituição financeira Z.

No caso, na sequência de uma reunião extraordinária do conselho de administração, B revelou a A informações relativas a negociações para fusão de outra instituição financeira

¹¹³ Cfr. o Acórdão do Tribunal de Justiça (Grande Secção) de 22 de novembro de 2005, processo C-384/02, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:62002CJ0384&from=FR>, consultado pela última vez em 21/02/2023.

¹¹⁴ «Cada Estado-membro proibirá às pessoas sujeitas à proibição referida no artigo 2.º que disponham de uma informação privilegiada que: a) Comuniquem essa informação privilegiada a um terceiro, salvo no âmbito normal do desempenho do seu trabalho, da sua profissão ou das suas funções; b) Recomendem a um terceiro, com base nessa informação privilegiada, que adquira ou ceda ou mande um terceiro adquirir ou ceder valores mobiliários admitidos à transacção no respectivo mercado de valores mobiliários, tal como definido no ponto 2, in fine, do artigo 1.º».(sublinhado nosso).

relevante. (aqui, “D”) Em consequência, B transmitiu essas informações às suas adjuntas e a um colaborador do secretariado do sindicato-profissional, “L”. Em consequência, este último comprou ações da instituição financeira Z. A teve mais reuniões a fim de discutir detalhes da fusão das duas instituições financeiras, as quais sempre transmitiu a B, com o propósito de ajudar os colaboradores a enfrentar as consequências da fusão. B transmitiu ao chefe do secretariado do sindicato-profissional, aqui “C” e ao colaborador do sindicato L informações relativas à data prevista para o anúncio de fusão das duas instituições financeiras e conversão de ações prevista. Em consequência, uma vez mais, L voltou a comprar ações na instituição financeira Z. “L” vendeu as suas ações que comprara à instituição financeira Z, obtendo elevado lucro. Posteriormente, L foi condenado a seis meses de prisão por crime de abuso de informação privilegiada e foi instaurado processo-crime contra A e B por terem revelado informações privilegiadas.

Na sequência, foram submetidas as seguintes questões prejudiciais ao Tribunal de Justiça: a) saber se uma pessoa que recebe informações privilegiadas na sua qualidade de representante dos trabalhadores no seio do conselho de administração de uma sociedade (B) ou na sua qualidade de membro do comité de ligação de um grupo de empresas (B) pode, ao abrigo do artigo 3.º alínea a) da Diretiva 89/592/CEE, de 13 de novembro, comunicar essas informações ao secretário-geral da organização profissional que agrupa esses trabalhadores e que designou essa pessoa para membro do comité de ligação (A) ou aos adjuntos ou colaboradores, “L” ou ao chefe do secretariado-profissional do sindicato, “C”; b) saber se o artigo 3.º alínea a) da Diretiva 89/592/CEE, de 13 de novembro obsta a que alguém comunique informações privilegiadas quando as recebem na qualidade de membro do comité de ligação do grupo (B) ao secretário-geral da organização sindical (A), ou seja, o inverso.

Para a determinação do preenchimento ou não da alínea a) do artigo 3.º da Diretiva 89/592/CEE, de 13 de novembro de 1989, ou seja, para saber se se trata de informação privilegiada ou se a informação preenche o “âmbito normal do desempenho do trabalho, profissão ou funções” do *insider*, à luz do Acórdão em apreço, são apresentados três requisitos: tem de existir uma ligação estreita entre a comunicação da informação privilegiada e o exercício do trabalho, profissão ou funções, a qual deverá ser apreciada à luz dos objetivos da Diretiva em causa, nomeadamente a preservação da confiança dos investidores e a proteção de utilizações ilícitas de informação privilegiada. Retira-se do Acórdão que apenas se transmitirá a informação privilegiada se esta informação se consubstanciar estritamente necessária/impreterível ao desempenho de um trabalho,

profissão ou função¹¹⁵, sendo que a divulgação da informação será somente na medida do necessário para o sucesso da operação, respeitando o princípio da proporcionalidade. É ainda sempre necessário apreciar a questão tendo em consideração as particularidades do direito nacional, face aos vários sistemas jurídicos nacionais, sendo possível fixarem-se disposições mais rigorosas dos que as previstas na Diretiva.

Quanto ao caso concreto, no que diz respeito às questões prejudiciais elencadas, é necessária a análise dos estatutos do funcionamento dos órgãos de administração, direção e fiscalização das sociedades de capitais, os quais cada estado-membro regula na ordem jurídica. Mesmo que a ordem nacional autorize, é necessário observar os requisitos acima elencados para perceber se tal informação poderá ou não, ao abrigo do artigo 3.º, alínea a) da Diretiva 89/592/CEE, de 13 de novembro, ser transmitida. No caso concreto, opondo-se o artigo 3.º, alínea a) da Diretiva 89/592/CEE, de 13 de novembro à transmissão da informação privilegiada há analisar à luz do direito nacional da Dinamarca tendo em consideração os requisitos supramencionados.

c) Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 21/03/2018, processo n.º 1288/15.8JDLSB.L1, relatado pelo Desembargador Jorge Raposo¹¹⁶¹¹⁷

No caso em apreço, o arguido, Jorge Carvalho Oliveira, engenheiro-civil, desempenhou funções de adjunto da administração da Mota-Engil, SGPS, S.A. (doravante Mota-Engil) e de diretor operacional do departamento de obras portuárias da Mota-Engil desde novembro de 2012 até fevereiro de 2016. Jorge Carvalho Oliveira negociou ações da Mota-Engil “adquirindo-as pouco tempo antes e vendendo-as pouco tempo depois de quatro de cinco comunicações à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários”¹¹⁸, tratando-se estas de informações relevantes emitidas pela empresa, em

¹¹⁵ «Para determinar se uma comunicação encontra justificação num caso particular, também há que considerar a sensibilidade da informação privilegiada em causa».

¹¹⁶ Cfr. Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 21/03/2018, processo n.º 1288/15.8JDLSB.L1, relatado pelo Desembargador JORGE RAPOSO, disponível em <http://www.dgsi.pt/jtrl.nsf/-/79C11A470BD01C4C802582C8002C01C0>, consultado pela última vez em 27/03/2023.

¹¹⁷ A primeira condenação em Portugal em matéria de abuso de informação privilegiada ocorreu 17 anos depois da entrada em vigor da incriminação, sendo que o ano de 2016 foi um ano jurisprudencialmente relevante em Portugal para o crime de informação privilegiada.

¹¹⁸ Jorge Oliveira “deu ordem de compra de 8000 ações no dia 29 de agosto de 2013, cerca de duas horas antes de a Mota-Engil ter divulgado ao mercado um comunicado (...)”; “deu ordem de compra de 15000 ações no dia 1 de novembro de 2013, vinte dias antes de a Mota-Engil ter divulgado ao mercado um comunicado através do qual deu a saber que iria proceder à distribuição (...)”; “de 13000 ações no dia 6 de dezembro de 2013, um mês e um dia antes de a Mota-Engil ter divulgado ao mercado um comunicado (...)” e “deu ordem de compra de 2000 ações no dia 12 de maio de 2014, de 13000 ações no dia 15 de maio de 2014 e de 1500 ações no dia 23 de maio de 2014, respetivamente quinze dias, doze dias e quatro dias antes

que só um detentor da informação de que os valores das ações iriam subir é que poderia atuar. Foi-lhe possível a obtenção e transmissão de informações privilegiadas antes da sua comunicação preliminar pela posição que ocupava na empresa, já que estivera em contacto permanente com pessoas que detinham informação privilegiada.

O arguido, em termos de perfil de investimento de ações, não é um investidor regular, tendo, no período de três anos, apenas transacionado ações da Mota-Engil nestas quatro ocasiões. Mais, só com as ações da Mota-Engil é que o arguido realizou transações de compra e venda, finalizando o período sem ações na carteira, vendendo as ações. Nas demais transações, comprou e manteve sempre as ações na carteira.

No que diz respeito à acusação, em que foi condenado pela prática de quatro crimes de abuso de informação privilegiada, previsto e punido pelo artigo 378.º do Código dos Valores Mobiliários, o Ministério Público considerou que “os momentos temporais em que o arguido dá ordens de aquisição das ações da Mota-Engil são demonstrativos do acesso à informação privilegiada sobre a existência iminente das decisões de concessões e de adjudicação de obras à Mota-Engil e da decisão de distribuição de ações do Mota-Engil África”.

Ficou demonstrada a prática de quatro crimes de abuso de informação privilegiada face aos *timings* e nas condições em que estes ocorreram. Ficou também demonstrado que o arguido sabia que a divulgação daquelas decisões era suscetível de alterar o preço das ações Mota-Engil e que não lhe eram destinadas, nem delas deveria ter tomado conhecimento, por não serem públicas, bem como que o objetivo do arguido era a revenda, obtendo ganhos ilegítimos para si, com a compra e venda de ações. Pretendeu o arguido realizar mais-valias resultantes da diferença entre os preços de compra e venda das ações que se computaram no valor de €33.779,52 num período temporal correspondente a menos de nove meses. Dos elementos de prova resulta que, em cada uma das situações em análise, Jorge Carvalho Oliveira adquiriu ações da Mota-Engil em momentos “chave” /cruciais, por ser detentor de informação concreta e não pública e fê-lo com o intuito de posteriormente as vender, para assim obter as mais-valias, das quais beneficiou. Resultou da prova documental e testemunhal que não se tratavam de informações de conhecimento público¹¹⁹ e que Jorge Carvalho Oliveira teria uma

de a Mota-Engil ter divulgado ao mercado um comunicado através do qual deu a conhecer a celebração de diversos contratos de concessão (...).”

¹¹⁹ “É pública uma informação que, interessando a todos fica disponível para todos e como tal é suscetível de ser conhecida por todos.”, cfr. quesito 39.

inegável e intensa relação de proximidade com as fontes de informação privilegiada. A alteração do preço das ações ocorreu apenas posteriormente à saída dos comunicados de informação privilegiada, ou seja, quando as informações tomaram o conhecimento público.

O Tribunal utilizou a prova indireta ou indiciária¹²⁰ para dar factos como provados, já que, apenas através da prova direta, tal não seria possível¹²¹. No crime de abuso de informação privilegiada, por regra, o *insider* não admite em Tribunal que transmitira informação privilegiada fora do exercício da sua atividade profissional, pois isso redundaria na confissão da prática de um crime¹²² e o preenchimento do tipo de ilícito não depende da identificação ou prova da pessoa através da qual foi transmitida a informação.

Resulta do Acórdão e da análise em apreço que os quatro requisitos que ditam tratar-se de informação privilegiada se encontram preenchidos: desde logo o carácter não público ou reservado da informação, que nas quatro situações se encontra preenchido. Os caracteres preciso e específico também se encontram preenchidos. Refere o Acórdão¹²³ que “a exigência legal de a informação ser precisa significa que a informação deve ter, em relação à realidade que descreve, um mínimo de materialidade ou objetividade, ou, noutros termos, a consciência mínima para permitir a sua utilização por um investidor médio. Só neste caso se gera a assimetria informativa pressuposta pela norma. De igual modo, a informação deve ser específica, isto é, tem de referir-se a valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou a entidades emitentes de valores mobiliários.”

No caso concreto, nas quatro situações, ficou demonstrado que o arguido não estava munido de meros boatos, mas antes de informação cristalizada e consolidada, porquanto se assim o não fosse não teria efetuado as compra e venda da forma como efetuou. Mais, tais informações, de carácter sigiloso que o arguido possuía tinham carácter

¹²⁰ «Na formação da sua convicção, podem as provas ser alcançadas por meios diretos e/ou por meios indiretos, sendo que as primeiras fazem prova direta sobre o facto que se destinam a provar – dentro do *thema probando*-, ao passo que as segundas permitem fazer um juízo de inerência entre o que é conhecido através de prova direta-factos indiciantes-, e o que é desconhecido, através do recurso a regras de experiência.» Neste sentido, cfr. JOSÉ SANTOS CABRAL, “A prova indiciária e as novas formas de criminalidade”, in *Revista Julgar*, n.º 17, maio/agosto, Coimbra Editora, 2012, p. 14.

¹²¹ Do artigo 125.º do CPP resulta a admissibilidade de qualquer meio de prova que não seja legalmente proibido. A prova indiciária será apreciada livremente pelo juiz, ao abrigo do art. 127.º do CPP, não podendo ser apreciada de forma arbitrária, devendo ter como escopo a prossecução da verdade material e carecendo as decisões judiciais de fundamentação, em especial da explicação do juízo lógico-dedutivo entre o indício e o facto que pretendemos provar.

¹²² Cfr. quesito 5, página 11, no que concerne à resposta do Ministério Público.

¹²³ Cfr. p. 37.

preciso, no sentido de que dos factos ocorridos era razoável prever a concretização das aludidas decisões de concessão e adjudicação das obras à Mota-Engil.

Por fim, o carácter idóneo para influenciar, de modo sensível, a cotação do preço dos valores mobiliários também se encontra preenchido. Resulta do Acórdão que a “idoneidade deve reportar-se ao momento em que a informação é adquirida e utilizada (...), sendo certo [que], para apreciar a apetência *price-sensitive* cumpre, postumamente, fazer um juízo de prognose que se reportará ao momento *ex ante* da operação” e que, se pública, seria idónea a elevar a cotação do valor das ações. No caso sub júdice também este requisito se encontrava preenchido. É ainda necessário que o agente atue com o intuito de usar, abusando, a informação privilegiada de que dispõe, o que também se tem por verificado e provado no Acórdão em apreço¹²⁴. Neste sentido, todos os elementos subjetivos e objetivos do tipo legal do crime de abuso de informação privilegiada se encontram preenchidos.

6. Apreciação final

Do que ficou exposto, resulta que o crime de abuso de informação privilegiada tem como escopo a garantia da transparência, a viabilidade do mercado de valores mobiliários e a segurança e confiança dos investidores e não somente a proteção de posições individuais. Daqui resulta o carácter supraindividual do bem jurídico protegido com a incriminação, tratando-se de uma realidade polifacetada e poliédrica.

O artigo 378.º do Código dos Valores Mobiliários consignou quatro requisitos para que a informação possa integrar o tipo de ilícito em causa, os quais, face às inúmeras Diretivas e Regulamentos europeus sobre o abuso de mercado, se têm tornado cada vez mais claros e coesos: o carácter não público da informação; o carácter preciso; o carácter específico e ser idónea para influenciar de forma sensível o preço (*price-sensitive*). Do carácter reservado, percebemos que implica não ser acessível à generalidade dos intervenientes do mercado. Entendemos que seria benéfica uma melhor concretização deste elemento por parte do legislador, não estando este, ainda, a nosso ver, suficientemente densificado, já que entre a divulgação pública da informação e o carácter não público há gradações diferentes, considerando necessário saber qual a divulgação relevante para fazer cessar a índole não pública da informação.

¹²⁴ Cfr. p. 34.

Relativamente ao carácter preciso da informação, reporta-se a informação minimamente identificada, não podendo tratar-se de meros rumores, notícias vagas ou de meras suspeitas sobre certos factos. A informação deve ter, em relação ao facto, um mínimo de objetividade ou a consciência mínima para permitir a sua utilização por um investidor médio. Esta informação não tem, contudo, de ser completa e exaustiva. Cremos que este requisito se encontra jurídico-penalmente bem concretizado na doutrina e jurisprudência. No que concerne ao critério da especificidade da informação, a lei exige que exista uma ligação entre a informação privilegiada e um determinado emitente ou instrumento financeiro. Por fim, relativamente ao critério *price-sensitive*, este encontra-se preenchido se a informação fosse suscetível de gerar apetência pela compra e venda de ativos, influenciando o preço, num juízo de previsibilidade reportado ao momento *ex ante* da operação. É necessário um papel ativo da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários enquanto entidade reguladora, em termos de supervisão.

Além disso, constatámos que a simples posse de informação privilegiada não é suficiente para preencher o tipo de incriminação do crime de abuso de informação privilegiada, sendo necessário transmitir, negociar ou emitir ordens para que integre o crime de abuso de informação privilegiada. Tem igualmente de existir dolo em relação aos elementos do facto típico para que revista relevância criminal e um nexo de causalidade entre a informação privilegiada e a conduta proibida. Compreendemos, ainda, que o crime de abuso de informação privilegiada é um crime imputável apenas a pessoas singulares.

É obrigação dos emitentes a elaboração, conservação e disponibilização das listas de *insiders*, mantendo-as atualizadas, frisando o motivo pelo qual os emitentes têm acesso à informação privilegiada e quais as consequências decorrentes da transmissão ou utilização abusiva de informação privilegiada. Afigura-se essencial a consciencialização para o seu estrito cumprimento de modo a tentar impedir/evitar o acesso à informação privilegiada.

No que concerne à responsabilidade civil, percebemos que o artigo 449.º do Código das Sociedades Comerciais pretende obstar ao enriquecimento injustificado do administrador *insider*, obrigando-o a indemnizar os prejudicados na quantia correspondente à vantagem patrimonial por si realizada.

Constatámos, através do estudo da jurisprudência, que o lançamento de uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) é o “exemplo padrão/paradigmático” de informação privilegiada. Neste caso, ao abrigo do artigo 174.º do Código dos Valores Mobiliários, o

requisito do carácter não público encontra-se mais concretizado, já que a lei refere expressamente que “o oferente, a sociedade visada, os seus acionistas e os titulares de órgãos sociais e, bem assim, todos os que lhes prestem serviços a título permanente ou ocasional devem guardar segredo sobre a preparação da oferta até à publicação do anúncio preliminar”. (sublinhado nosso)

Nos primeiros anos da criminalização do abuso de informação privilegiada no ordenamento jurídico português, “o número de processos era diminuto, o que, conjugado com a sua disseminação pelas estruturas judiciais (...), com a complexidade das matérias subjacentes e ainda com a falta de elementos de estudos novos destes tipos legais de crimes (quer ao nível da doutrina nacional, muito diminuta, quer ainda mais ao nível da jurisprudência),”¹²⁵ dificultava a prova da incriminação. Constatámos que os Tribunais portugueses, face à dificuldade de obtenção de prova direta no crime em apreço, têm recorrido cada vez mais à prova indireta/indiciária. Os indícios devem encontrar-se completamente demonstrados por prova direta, devendo ser concordantes entre si e deles não pode subsistir a dúvida razoável sobre a existência de factos. A presunção de que alguém possui informação privilegiada é ilidível, pelo que suscetível de prova em contrário.

Percebemos que a jurisprudência se tem focado na conduta dos agentes no mercado de valores mobiliários e na verificação dos pressupostos para o preenchimento do conceito de informação privilegiada, os quais elencámos *supra*, não relevando a origem da informação privilegiada. A nosso ver, tal não se afigura suficiente, já que o facto de não ser necessário fazer prova quanto à fonte da informação privilegiada, independentemente da forma como a informação foi obtida, seria relevante para efeitos de graduação da pena.

Confiamos que o caminho expectável será o da densificação progressiva deste tipo legal, conduzindo a um mercado cada vez mais íntegro e transparente.

¹²⁵ Também em concordância, cfr. PAULO PEDROSO/PEDRO VERDELHO, “Crimes no Mercado de Valores Mobiliários- as primeiras experiências” in *Revista do Ministério Público*, n.º 25, ano 19, jul./set. 1998, pp. 116 e ss..

Legislação Consultada

Código Civil;

Código das Sociedades Comerciais;

Código dos Valores Mobiliários;

Código Penal;

Código de Processo Penal;

Constituição da República Portuguesa;

Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de março;

Diretiva 89/592/CEE do Conselho, de 13 de novembro de 1989;

Diretiva 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);

Diretiva 2003/124/CEE, de 22 de dezembro;

Diretiva 2003/125/CEE, de 22 de dezembro;

Diretiva 2004/72/CE, de 29 de abril;

Diretiva 2013/50/EU, de 22 de outubro de 2013, do Parlamento e do Conselho;

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);

Diretiva 2014/57/EU, do Parlamento Europeu, de 16 de abril de 2014;

Diretiva de Execução (UE) 2015/2392 da Comissão, de 17 de dezembro de 2015;

Regulamento (CE) 273/2003, de 22 de dezembro de 2003;

Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativo ao abuso de mercado;

Regulamento (UE) 2016/347 da Comissão, de 10 de março de 2016;

Regulamento de Execução (UE) 2016/523, de 10 de março de 2016;

Regulamento de Execução (UE) 2016/1055 da Comissão, de 29 de junho de 2016;

SEC Rule 10b-5, codified at 17 C.F.R. 240.10b-5;

Bibliografia

ABREU, JORGE COUTINHO DE, *CURSO DE DIREITO COMERCIAL: DAS SOCIEDADES*, VOL. II, COIMBRA, ALMEDINA, 2007;

ABREU, Jorge Coutinho de, “Responsabilidade civil dos Administradores de sociedades”, *Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho- Cadernos n.º 5*, Almedina, Coimbra., 2007;

ALMEIDA, Carlos Ferreira de, “Desmaterialização dos títulos de crédito: valores mobiliários escriturais” in *Revista da Banca, n.º 26, Associação Portuguesa de Bancos*, 1993;

ANTUNES, José Engrácia, *Os Instrumentos financeiros*, 2.ª Edição, Almedina, 2014;

AUGUSTO, Ana Pedrosa, “Insider Trading- perspetiva sobre o enquadramento jurídico societário no ordenamento jurídico português”, *O Direito*, ano 136.º, volume V, 2004;

BROCHADO, Ana, “A indemnização por abuso de informação privilegiada no Código das Sociedades Comerciais”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 36, agosto de 2010;

CABRAL, José Santos, “A prova indiciária e as novas formas de criminalidade”, *Revista Julgar*, n.º 17, maio/agosto, Coimbra editora, 2012;

CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª Edição, Almedina, 2018;

CÂMARA, Paulo, “Anotação ao artigo 449.º do CSC” in *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Coleção Menezes Cordeiro, 5.ª Edição Atualizada, Almedina, 2022;

CARVALHO, Francisco Proença de/LOUREIRO, Filipa, “O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (insider trading), em especial a questão dos administradores como insiders primários quando atuam em representação de sociedade”, *Actualidad Jurídica, Uría Menéndez*, n.º 27, 2010;

CORDEIRO, António Menezes, “Ofertas Públicas de Aquisição”, in *Direito dos Valores Mobiliários, Lex*, 1997;

COSTA, José de Faria/RAMOS, Maria Elisabete, *O crime de abuso de informação privilegiada (Insider trading) - A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra Editora, 2006;

COSTA, José de Faria, *O Perigo em Direito Penal, (Comentário para a sua Fundamentação e Compreensão Dogmática)*, Coimbra, Coimbra Editora, 1992;

COSTA, Ricardo, *Os Administradores de Facto das Sociedades Comerciais*, Almedina;

DIAS, Jorge de Figueiredo, *Direito Penal: Parte Geral, Tomo I*, Coimbra Editora, 2.ª Edição, 2012;

DIAS, Jorge de Figueiredo/ANDRADE, Manuel da Costa, *Criminologia: o Homem delinquente e a Sociedade Criminógena*, Coimbra Editora, 1984;

FERREIRA, Eduardo Paz, “A Informação no Mercado de Valores Mobiliários”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra Editora, 2001, V. III;

GOMES, Fátima, “Insider Trading”, *Valadares, Associação Portuguesa para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais (APDMC)*, 1996;

GONÇALVES, Manuel Maia, *Código Penal Português Anotado e Comentado*, Coimbra, Almedina, 15.ª Edição, 2002;

MATOS, Cátia Miguel de, *Insider Trading- O Abuso de informação privilegiada*, Dissertação de Mestrado em Direito das empresas, Lisboa, ISCTE, 2017;

MENDES, Paulo de Sousa, *A adaptação do Direito português à diretiva sobre o abuso de mercado em Direito sancionatório e das autoridades reguladoras*, Coimbra Editora, Coimbra, 2009;

MIRANDA, Jorge/ MEDEIROS, Rui, *Constituição Portuguesa Anotada, Tomo II*, Coimbra Editora, 2010;

PEDROSO, Paulo/VERDELHO, Pedro, “Crimes no mercado de Valores mobiliários- as primeiras experiências” in *Revista do Ministério Público*, n.º 75, ano 19, jul./set., 1998;

PINTO, Frederico de Lacerda da Costa, “O Novo Regime dos Crimes e Contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários”, *Estudos sobre o Mercado de Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2000;

RODRIGUES, Anabela Miranda, *Direito Penal Económico: uma política criminal na era Compliance*, Almedina, 2.ª Edição, 2020;

RODRIGUES, Ricardo Cardoso/SOARES, João Luz, *Insider Trading- O crime de abuso de informação privilegiada*, Vida Económica, 2018;

SANTOS, Gilda/CRUZ, José, “Crime de colarinho branco e crime comum: um contraposto”, in *Investigação criminal*, n.º 8, dez. 2014-jan. 2015, Lisboa;

SUTHERLAND, Edwin, “White-Collar Criminality”, in *America Sociological Review*, vol. 5, n.º 1, fev. 1940;

SILVA, Germano Marques da, *Responsabilidade Penal das Sociedades e dos seus administradores e representantes*, Editorial Verbo, 2009;

TORRES, Carlos Pinheiro, *O direito à informação nas sociedades comerciais*, Coimbra, 1998;

VARELA, João Antunes, *Das obrigações em geral*, vol. I., Almedina.

Jurisprudência

Acórdão do Tribunal de Justiça (Grande Secção) de 22 de novembro de 2005, processo C-384/02, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:62002CJ0384&from=FR>, consultado pela última vez em 21/02/2023;

Acórdão do Tribunal de Justiça (Terceira Secção) de 23 de dezembro de 2009, processo C-45/08, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:62008CJ0045&from=PT>, consultado pela última vez em 12/03/2023;

Acórdão do Tribunal de Justiça (Segunda Secção), de 28 de junho de 2012, processo C-19/11, consultado pela última vez em 05/03/2023;

Ac. do Tribunal Constitucional (TC) n.º 494/03, relatado pelo Conselheiro GIL GALVÃO, disponível em <http://www.tribunalconstitucional.pt/tc/acordaos/20030494.html>, consultado pela última vez em 04/01/2023;

Acórdão do Tribunal da Relação do Porto de 18/06/2003, processo n.º 0311088, relatado pelo Desembargador JORGE ARCANO, disponível em <http://www.dgsi.pt/jtrp.nsf/56a6e7121657f91e80257cda00381fdf/8822cd9f3c096e6c80256df0003b746c?OpenDocument>, consultado pela última vez em 02/02/2023;

Acórdão do Tribunal da Relação do Porto de 31/05/2012, proc. n.º 222/10.6TVPR.T.P1, relatado pelo Desembargador LEONEL SERÓDIO, disponível em <http://www.dgsi.pt/jtrp.nsf/56a6e7121657f91e80257cda00381fdf/6cbee26bab80f56080257a1d002d9c86?OpenDocument>, consultado pela última vez em 02/02/2023;

Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 19/02/2013, proc. n.º 575/10.6TFLSB.L2-5, relatado pelo Desembargador VIEIRA LAMIM, disponível em <http://www.dgsi.pt/jtrl.nsf/-/D7329FAEE36D00F280257B2B004CEE88>, consultado pela última vez em 07/02/2023;

Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 21/03/2018, processo n.º 1288/15.8JDLSB.L1, relatado pelo Desembargador JORGE RAPOSO, disponível em <http://www.dgsi.pt/jtrl.nsf/-/79C11A470BD01C4C802582C8002C01C0>, consultado pela última vez em 27/03/2023.