



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

O Dever de Segredo na Preparação da OPA: O Equilíbrio entre a Transparência e a Confidencialidade

Bruneth Eduarda de Sousa Magalhães

Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão

Sob Orientação do Professor Doutor Paulo Câmara

Faculdade de Direito – Escola de Lisboa

2024

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**O Dever de Segredo na Preparação da OPA: O Equilíbrio
entre a Transparência e a Confidencialidade**

Bruneth Eduarda de Sousa Magalhães

Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão

Faculdade de Direito | Escola de Lisboa

Lisboa, Julho de 2024

À minha Família

“Continuous improvement is better than delayed perfection.”
- *Mark Twain*

Resumo

Com a presente dissertação, temos o objetivo de abordar o tema relativo ao dever de segredo na preparação da OPA. São submetidos a análise os aspetos essenciais deste dever, assim como os fundamentos que lhe dão origem, o seu âmbito subjetivo e objetivo, a sua importância para o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários e a maneira como interage com outros princípios enformadores do mercado, que com ele podem colidir, como é o caso da transparência, e várias outras problemáticas que correm em torno do tema. Pretendemos com este trabalho também trazer para reflexão os novos desafios e obstáculos à aplicação desta norma e os principais casos da jurisprudência portuguesa e norte-americana, em situação de incumprimento do dever de segredo e de *insider trading*. Para o efeito, combinamos as opiniões de maior relevo na doutrina e a posição adotada pela jurisprudência, para suportar as ideias por nós adotadas.

Lista de Siglas e Abreviaturas

Art. – Artigo

Al. – Alínea

CVM/ Cód. VM – Código dos Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CRP – Constituição da República Portuguesa

n.º(s) – Números

OPA – Oferta Pública de Aquisição

UE – União Europeia

Índice

1. Breves Considerações Introdutórias	8
2. Dever de Segredo: Análise ao artigo 174º do Cód.VM	10
2.1. Evolução Legislativa.....	10
2.2. Fundamento do Anúncio Preliminar.....	11
3. Fundamentos do Dever de Segredo	12
3.1. Eficiência do Mercado.....	13
3.2. Igualdade de Tratamento.....	15
3.3. Prevenção de Insider Trading.....	17
4. Âmbito Subjetivo e Objetivo	19
4.1. Insiders.....	19
4.1.1. Dever de criação de lista de insiders.....	20
4.2. Conteúdo do dever de segredo.....	22
4.3. Extensão do dever	23
5. O Equilíbrio entre a Transparência e a Confidencialidade	24
5.1. A Transparência e a Diretriz da Transparência.....	24
5.2. Os segredos: enquanto direitos e enquanto deveres.....	27
5.3. Dever de Divulgação de Informação Privilegiada vs Dever de Segredo.....	27
5.4. Correntes Contrárias (ao Insider Trading).....	39
6. Do Incumprimento do Dever de Segredo	31
6.1. Sistema Sancionatório Mobiliário	31
6.1.1. Responsabilidade Contraordenacional.....	31
6.1.2. Responsabilidade Penal.....	32
6.2. Novas Formas de Abuso.....	34
6.3. Análise Jurisprudencial.....	36
7. Conclusão	40
8. Bibliografia	41

1. Breves Considerações Introdutórias

O dever de segredo (ou de confidencialidade) exige que quem tenha acesso a determinada informação a mantenha em sigilo, até que receba autorização para a sua divulgação ou seja obrigado por lei a fazê-lo. Este dever é fundamental e transversal à várias áreas de atuação, nomeadamente o direito comercial, o direito diplomático e o direito da prática médica.

Já nas antigas civilizações, como na Grécia e Roma Antiga, o conceito de segredo, no geral, já detinha certa essencialidade em operações estratégicas militares. Na Idade Média, o dever de segredo era vinculado à confissão religiosa e era dos deveres mais estritos dos que eram impostos aos sacerdotes da Igreja Católica; na idade moderna, com a evolução das relações comerciais e diplomáticas, a necessidade de confidencialidade tornou-se mais evidente, onde os mercadores medievais e renascentistas usualmente se serviam de códigos e cifras para proteger a informação comercial sensível; e na diplomacia, o segredo cumpria a missão de preservar a segurança e os interesses dos Estados.

Historicamente, o segredo sempre foi um elemento fundamental nas relações sociais, negociais e governamentais, ganhando diferentes contornos nas suas aceções, mantendo sempre a essência do seu propósito de proteção e manutenção da estabilidade das relações sociais, com a reserva das informações sensíveis e de dados relativos às pessoas, negócios ou corporações.

Como objeto do segredo temos a informação, e esta constitui um dos principais “bens” nas relações humanas, e o mesmo é para o direito dos valores mobiliários, sendo descrita pela doutrina como sendo o seu bem mais valioso.¹ Desde muito cedo se demonstrou necessário fazer o seu controlo e regular as maneiras de dispor dela pelo impacto que era suscetível de causar ao mercado, e por constatarem que não era viável deixar que os agentes dispusessem dela como entendessem. O surgimento do dever de segredo no âmbito do direito dos valores mobiliários tem as suas raízes conectadas ao momento em que se verificou ser imprescindível regular os mercados financeiros e a sua transparência, para manter o mercado com padrões de regular funcionamento, e o seu conceito está intrinsecamente ligado à regulação das informações sensíveis que podem afetar os mercados de capitais e a proteção dos investidores.²³

O primeiro registo de um caso de *insider trading*, uma transação feita com base em informação confidencial, remonta a 1723, ano em que ocorreu uma denúncia apresentada por Sir John Barnard, um especialista em negócios da cidade de Londres, que tinha constatado que algumas pessoas ligadas à Companhia das Índias Holandesas se estavam a enriquecer à custa dos outros acionistas, pois tomaram conhecimento antecipado da diminuição dos dividendos a serem distribuídos, venderam os seus títulos e evitaram, para si, prejuízos patrimoniais que adviriam da descida do valor das ações em 50%.

¹ António Barreto Menezes Cordeiro; *Manual de Direito de Valores Mobiliários*, 2016, 95.

² Em geral: Ricardo Alexandre Rodrigues, João Luz Soares; *Do crime de abuso de informação privilegiada (insider trading): uma análise ius dogmática, entre sistemas e jurisprudências*, 2018.

³ Filipa Ferro dos Santos; *A importância da informação no mercado de capitais; Revista de Direito das Sociedades Comerciais n.º2*, 2018, 363-393.

Entretanto, o início das regulações modernas sobre o abuso de informação e sobre os mecanismos que visassem acautelar situações de enriquecimento com base em informação confidencial, como o dever de segredo, decorreu em contexto de crise. Após a verificação de uma sequência de casos de fraude, manipulação de informação e negociações com base em informação não pública, num mercado onde prevalecia a “lei do mais esperto”, espoletou-se uma crise generalizada e de confiança no mercado e nas instituições, o que deu origem ao crash de bolsa em 1929 nos Estados Unidos, e precipitou a Grande Depressão. Este evento destacou a necessidade de supervisão e transparência no mercado de valores mobiliários para prevenir e combater os abusos e restaurar a confiança dos investidores.⁴

Daí iniciou-se a adoção de preceitos normativos com vista a regular o mercado de capitais, e em particular, o abuso de informação, de modo a proibir e criminalizar estes comportamentos e estabelecer punições de várias ordens para os conter, sobre as quais falaremos no último capítulo.

A regulação moderna do dever de segredo é de origem estadunidense, com os primeiros diplomas que vieram sobre estes temas, a destacar, o *Securities Exchange Act* de 1934, entretanto, com um carácter preventivo apenas, sem a componente exequibilidade⁵, e em 1942 foi criada a Regra 10b-5, que passou a censurar comportamentos que implicassem a violação do dever de revelação e a negociação com base em informações assimétrica.

E em 1980, foi adotada pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) dos Estados Unidos a Regra 14e-3, que é a regra destinada especificamente a prevenir, proibindo, o uso indevido de informações materiais não públicas durante os processos de aquisição de empresas, obtidas quer por meios indevidos, quer por conversações com o oferente, a sociedade visada ou os seus agentes⁶, dando origem ao dever de segredo como o conhecemos hoje e foi um passo importante no combate ao insider trading em contextos de aquisições e fusões, aumentando a equidade e a transparência no mercado de capitais.

O dever de segredo a ser tratado em sede deste trabalho, apresenta-se no contexto das ofertas públicas de aquisição, voluntárias e obrigatórias. Estas últimas definem-se como sendo mecanismos que visam proteger os acionistas minoritários em casos em que ocorra mudança significativa no controlo de uma empresa, para que estes tenham oportunidade de sair de forma justa e equitativa. O dever de lançamento de OPA constitui-se sempre que um investidor adquire uma determinada percentagem de direitos de voto de uma sociedade (que confirmam controlo), percentagem esta que é definida pela regulamentação local de cada Estado-Membro da UE.⁷

Este dever de segredo aparece como essencial na condução das OPAs, precisamente na sua fase inicial ou preliminar, para proteger toda a informação sensível que é trocada e discutida, e que pelas suas características é suscetível de tomar grandes

⁴ Filipa Ferro dos Santos; *A importância da informação no mercado de capitais*; *Revista de Direito das Sociedades Comerciais* n.º2, 2018, 363-393.

⁵ Fátima Gomes, *Insider Trading*, (1996), 31.

⁶ The Scope of the Disclosure Duty under SEC Rule 14e-3; 38 *Washington and Lee Law Review*; 1055, (2018).

⁷ Ideia extraída da interpretação do Artigo 5.º da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004, adiante, Diretiva das OPAs.

repercussões negativas sobre o mercado, como um instrumento desestabilizador, e ainda sobre o desenrolar da oferta.

2. Dever de Segredo: Análise do artigo 174º do Cód.VM

2.1. Evolução Legislativa

O dever mobiliário de segredo aparece pela primeira vez no sistema jurídico português no então Código do Mercado de Valores Mobiliários, hoje Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-lei nº 142-A/91, de 10 de abril, mais precisamente, aditado numa das alterações feitas ao código, em específico a operada pelo Decreto-Lei nº 261/95, de 3 de outubro.

Este dever localizava-se na secção I, relativa às disposições gerais do Capítulo reservado às Ofertas Públicas de Aquisição, do Título IV que tratava das ofertas públicas de transação. Nesta fase não possuía um artigo exclusivo, mas pertencia ao grupo de princípios gerais a serem obedecidos por todos os intervenientes na oferta, no nº 5 do artigo 532.º, com uma redação diferente da que se apresenta hoje, a citar⁸:

“As pessoas que, por serem acionistas da sociedade oferente ou da sociedade visada, ou por com elas se encontrarem em qualquer das situações previstas no n.º 2 do artigo 525.º ou ainda, por dever ou em razão do cargo ou ofício, privado ou público, que exerçam, tenham conhecimento da preparação da uma oferta pública de aquisição devem guardar inteiro sigilo sobre ela até à publicação do anúncio preliminar a que se refere a que se refere o artigo 534.º, ficando sujeitas em caso de violação desse dever, e sem prejuízo das sanções penais ou contra-ordenacionais que lhes sejam legalmente aplicáveis, a responsabilidade civil pelos danos que em consequência causem ao oferente, à sociedade visada, aos acionistas de uma e de outra ou a terceiros.”

À luz do código atual⁹, a formulação normativa já aparece mais simplificada e em artigo próprio com a epígrafe “Segredo”:

“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.”

Esta disposição veio expressar em termos mais práticos o mesmo que no diploma anterior, condensando o seu objeto essencial, e enunciando apenas o conteúdo do dever, passando a estar em capítulo próprio o texto relativo às consequências do seu incumprimento, ou seja, inserido no capítulo dos crimes e ilícitos de mera ordenação social, sobre o qual iremos desenvolver no capítulo próprio.

Sintetizando, o dever de segredo consiste na obrigação legal de manter em confidencialidade a intenção e os detalhes relevantes relativos à preparação ou ao futuro lançamento de uma oferta pública de aquisição até que seja apropriado divulgá-los ao

⁸ Maria Luísa Azevedo, Maria do Rosário Azevedo, Luís Bandeira, Miguel Cunha; *Código do Mercado de Valores Mobiliários e Legislação complementar. (Anotado e Comentado)*; (1996), 278.

⁹ Decreto-Lei nº 486/99 – Diário da República nº 265/1999, Série I-A de 1999-11-13, com a última alteração feita pelo Decreto-lei nº 66/2023, de 08 de agosto.

público. Esse dever é crucial para assegurar a integridade da OPA, proteger os interesses dos investidores e manter a estabilidade e regularidade do mercado de ações.

Nas ofertas públicas de distribuição há um princípio similar ao princípio subjacente ao dever de sigilo, que podemos encontrar no artigo 162.º do Cód.VM, relativo ao sigilo a ser mantido sobre a informação concernente à preparação da operação. Neste caso, todos os agentes e intervenientes ficam incumbidos do dever de limitar a divulgação da informação relevante até momento oportuno, para que não se frustrem os objetivos da oferta, ou seja, limita atendendo à critérios de necessidade e limita também a sua utilização para finalidades concernentes à preparação da oferta.¹⁰

Comparando este instituto com o dever de sigilo, este dispositivo apresenta um regime muito menos rígido e apertado tanto ao nível de obrigações inerentes como das consequências em caso de incumprimento, tanto que neste o que ocorre é apenas a limitação quanto a divulgação e revelação da informação relevante, sem uma imposição de um dever de silêncio absoluto. Como referido por Nuno Ricardo Pena¹¹, subjaz-lhe um grau de sigilo bem menos exigente.

Os deveres inerentes ao dever de sigilo são mais alargados e complexos, tendo em conta que o seu cumprimento visa salvaguardar a integridade e a estabilidade do mercado, possibilitando que se concretize o princípio da igualdade de tratamento, o que justifica a severidade nas punições em caso de incumprimento.¹²

Como referido anteriormente, o sigilo aparece na fase preliminar, que alguns chamam fase privada da OPA (em oposição à fase pública), ou ainda fase secreta.¹³ Tanto a OPA, como outros projetos aquisitivos de equivalente natureza, pela sua dimensão e volume de investimento, demandam uma preparação cuidada. Esta preparação apresenta várias implicações e nuances, começando pelo conhecimento detalhado da sociedade sobre a qual se pretende realizar a oferta e dos meios necessários para efetivação da transação. Nesta fase, procura-se ter mais informações sobre a situação económica e financeira da empresa, por intermédio de informações públicas ou de informações fornecidas pela visada, no quadro das imposições legais de transparência, e os contactos trocados; também sobre os seus serviços, a extensão geográfica do seu negócio e outros acordos ou parcerias relevantes que tenha com outras empresas que pela ligação que possuem possam se afigurar potenciais concorrentes. É de extrema responsabilidade do oferente manter a confidencialidade, para que não chegue aos ouvidos do público que sobre tal empresa se está a realizar uma série de atos exploratórios que podem levar à apresentação de uma OPA.

2.2. Fundamento do Anúncio Preliminar

Após a fase preliminar, segue-se a publicação do anúncio preliminar, ao abrigo do 175º do Cód.VM, e dá-se início à “fase pública”¹⁵ da OPA. Regularmente, o momento que antecede o lançamento da oferta, é o da subida na cotação dos ativos e isto acaba por

¹⁰ André Alfaro Rodrigues, *Código dos Valores Mobiliário, anotado e comentado*, 2º ed., (2022), 297.

¹¹ Nuno Ricardo Pena, *Código dos Valores Mobiliários: anotado e comentado*, 3º ed., (2019), 272.

¹² André Alfaro Rodrigues, *Código dos Valores Mobiliário, anotado e comentado*, 2º ed., (2022), 314.

¹³ Augusto Garcia, OPA – da oferta pública de aquisição e seu regime jurídico, *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra* (1995), 129 e ss.

¹⁵ Augusto Teixeira Garcia, *OPA: Da Oferta Pública de Aquisição e o seu Regime Jurídico*, (1995), 145.

servir como um indicativo de que em breve uma oferta será lançada, facto que pode ocorrer por diversos motivos, sendo um deles e mais gravoso, o da fuga de informação.

Essa pressão que desencadeia a subida dos ativos da sociedade visada é consequência da aquisição de títulos por parte de quem teve acesso à informação privilegiada antes da sua divulgação ao público.

Condutas como esta são capazes de condicionar fortemente o sucesso da OPA e colocar em causa a igualdade de tratamento dos acionistas e/ou outros titulares de valores mobiliários designados como objeto da OPA, dado que, incorreriam em prejuízos por transacionarem os seus ativos desconhecendo o facto de que está em vias de preparação uma oferta.

Seguindo a lógica de que em OPAs deve haver um prémio de controlo, e que por conta do prémio que é oferecido como contrapartida nestas operações (que é um preço superior a aquilo que transacionado regularmente em bolsa, na altura em que é lançada a oferta), os que mais se beneficiam com a oferta são os que, tomando conhecimento prévio da informação privilegiada, adquirem grandes volumes de ações para daí extrair os lucros que advêm da contrapartida e se aproveitam de melhores condições, ficando prejudicados os que venderam as suas ações de modo antecipado por não terem conhecimento da oferta. O contrário também é possível, quando alguém, sabendo da possibilidade de uma oferta, que pode baixar a cotação dos títulos ou se afigurar prejudicial para a sociedade visada, vende os seus títulos para assim evitar prejuízos, e do mesmo modo, os dois casos configuram apropriação ilegítima de informações confidenciais.

Para acautelar estas e outras situações, a lei enuncia a obrigação de publicitar essa intenção através do anúncio preliminar, assim que seja certa a decisão de lançar a oferta e impõe um dever de silêncio a partir do momento em que começam os estudos de viabilidade da operação até à decisão definitiva.

3. Fundamentos do Dever de Segredo

O dever de segredo é um dever de extrema importância para o direito dos valores mobiliários, na condução das ofertas públicas de aquisição. Porém, correntes há que questionaram fortemente a sua utilidade, das quais iremos falar em momento oportuno, mas que foram superadas, dado que os fundamentos que subjazem ao dever de segredo se mostram mais relevantes e convincentes do que os motivos que se apresentaram para fundamentar a sua oposição.

Deste modo, concluiu-se que o dever de segredo nos termos que se apresenta é uma ferramenta que garante a eficiência do mercado, promove a igualdade de tratamento entre os acionistas e os investidores, e ainda previne contra as práticas de abuso de informação privilegiada.

Todos os fundamentos que lhe dão causa são essenciais para o bom funcionamento do mercado de capitais e é mister que se compreenda o que está por detrás de cada fundamento, como iremos nos debruçar a seguir.

3.1. Eficiência do Mercado

O dever de segredo serve também como mecanismo para promover a eficiência do mercado. Como é possível constatar, nos estudos do Professor Fernando Araújo¹⁶, podemos considerar um mercado eficiente quando os preços dos ativos transacionados refletem a informação disponível em dado momento. Posto isto, acredita-se ser possível, de modo abstrato, medir a eficiência, confrontando o valor das operações realizadas com o valor conseguido como resultado da avaliação objetiva à informação existente.¹⁷

O vencedor do *Prémio Nobel da economia de 2013*, Eugene Fama, enquanto precursor da teoria da eficiência nestes termos e fundamentos, tratou em diversos dos seus trabalhos sobre a ligação direta que existe entre a informação e eficiência dos mercados financeiros, bem como os preços dos instrumentos financeiros transacionados nele.¹⁸

Antes de descortinarmos a ligação entre a eficiência do mercado e o dever de segredo, importa compreender a ideia subjacente à teoria do mercado eficiente, que surgiu entre as décadas de 60 e 70, e procura demonstrar como opera a definição dos preços dos instrumentos financeiros no mercado de valores mobiliários e as várias formas que a eficiência pode ser entendida.¹⁹

A eficiência do mercado pode se manifestar em diversas vertentes ou nuances, no geral, a eficiência entende-se como sendo a capacidade que mercado possui para exercer a sua função²⁰, e em particular, a depender da função em questão, a eficiência poderá ser alocativa, informacional, institucional ou operacional.

A eficiência alocativa irá refletir a aptidão do mercado para efetuar o aproveitamento dos recursos à disposição, por meio da canalização dos investimentos das empresas mais rentáveis. Esta tem relação com a eficiência informativa, que é a que mais nos interessa, pelo facto desta eficiência se processar tendo em conta a informação disponibilizada no momento, em termos quantitativos e qualitativos, bem como a celeridade com que estas informações são apreendidas pelos agentes mobiliários e a medida com que estes irão influenciar na formação de preços dos ativos.

A eficiência institucional irá refletir a aptidão do mercado para acautelar os erros que possam ocorrer durante o seu funcionamento e que deverá ser proporcional à sua dimensão e estabilidade. Por fim, temos a eficiência operacional que diz respeito à retenção de custos de transação relacionados a regulação destinada a prevenção de erros no funcionamento do mercado.

Afigura-se importante destacar a importância da informação na condução de todas estas vertentes da eficiência, de salientar, a eficiência informativa, onde a informação será

¹⁶ Em geral: Fernando Borges Correia de Araújo, *Análise Económica do Direito*, (2008).

¹⁷ António Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, (2016), 85 e ss.

¹⁸ Em geral: Eugene Fama, *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, 1970.

¹⁹ Jaíne Jehniffer, *Mercado eficiente, o que é? Como funciona, consequências e críticas*. 11 de Maio de 2021. Disponível em: <https://investidorsardinha.r7.com/aprender/mercado-eficiente/>). Acesso: 14 de Março de 2024.

²⁰ José Ferreira Gomes, Diogo Costa Gonçalves, *Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas*, Vol.1,(2018), 57 e ss.

²¹ Margarida de Almeida, *A responsabilidade civil por prospeto no Direito dos Valores Mobiliários: o bem jurídico protegido*, (2013), 11 e ss.

fundamental para a apropriada formação dos preços dos valores mobiliários transacionados no mercado e na proteção da integridade do mesmo, através da promoção da igualdade de oportunidades, por meio da imposição de restrições à utilização de informações privilegiadas antes destas serem tornadas públicas.

Fama, categorizou três níveis de eficiência, eficiência fraca, semi-forte e a forte. Sendo a fraca aquela em os preços dos instrumentos financeiros refletem a informação disponível nos seus registos históricos, entretanto, este passado, não irá constituir base de um prognóstico futuro.

A semi-forte, aquela em que preços refletem a evolução história informacional dos instrumentos financeiros e alteram de modo automático para refletir as informações mais recentes; e a Forte, aquela em que os preços dos instrumentos refletem tanto as informações disponíveis ao público quanto às informações privilegiadas.²²

Nesta senda e atendendo a teoria da eficiência informacional, o mercado será eficiente quanto maior for a sua capacidade de incorporar as informações disponíveis no mercado nos preços dos ativos, e o dever de segredo terá um papel fulcral na promoção da eficiência na medida em que, com a imposição de regras de divulgação controlada e equitativa das informações relevantes no mercado contribui de modo indireto para formação adequada, estável e confiável dos preços, e limita a propagação de rumores ou informações incompletas que possam desencadear especulação.

Ademais, estas restrições quanto a utilização de informações secretas, previnem abusos decorrentes de manipulações ao mercado e fraudes, que são práticas criminosas que capazes de distorcer o real valor dos instrumentos financeiros e prejudicar a alocação eficiente de recursos e estabilidade financeira, o que vai reforçar a confiança dos investidores.

Os céticos quanto à existência de um dever de segredo, defendem que a restrição ao fluxo de informações pode reduzir a eficiência informacional do mercado, pelo fato de determinadas informações relevantes serem mantidas em segredo por determinado período, por um número restrito de pessoas, o preço refletido no mercado no momento, não se afigurar o valor o real do ativo, o que seria aceite, na teoria, todavia, na realidade, prevenindo o uso indevido de informações privilegiadas, o dever de segredo melhora a eficiência alocativa, incentivando a participação dos investidores no mercado, por estarem protegidos pela regulamentação da atividade e a eficiência operacional, por reduzir os custos de transação associados ao monitoramento de práticas desleais.

Existem críticas à esta teoria que tem como premissa que todos os investidores têm como base a informação pública para tomar as suas decisões de investimento, e por este motivo, todos os investidores são considerados racionais. Uma das principais é a *behavioral economics theory*, que surgiu em 1996, e demais teorias que centram na psique dos investidores, ela vai demonstrar uma outra perspectiva, e irá ressaltar a influência da irracionalidade do homem nas atividades humanas, em especial, na tomada de decisões

²² Parte dos analistas económicos, ratifica o facto de existirem no mundo real, mercados com eficiência fraca e semi-forte, todavia, não há a crença fundamentada que exista na realidade um mercado com eficiência forte.

de investimento, que muitas vezes são baseadas em outros fatores que não a informação, como a ganância, entusiasmo, ambição ou influência de bolhas especulativas.²³

Eugene, contraria isto com os argumentos que estas situações anómalas em que as pessoas são movidas por outras razões que não a informação, são passageiras e temporais e além disso as conclusões que os defensores desta teoria chegam são contraditórias e se reduzem a um conjunto de situações anormais que podem ser esclarecidas pela eficiência do mercado.

3.2.Princípio da Igualdade de Tratamento entre os Acionistas

O princípio da igualdade de tratamento está diretamente associado a um dos grandes princípios do direito dos valores mobiliários que é o princípio da integridade do mercado.^{24,25}

A integridade do mercado, de que aqui se fala, avizinha-se ao princípio da transparência. Contudo, a transparência respeita às questões de divulgação de informação e às regras quanto à sua utilização, e integridade segue uma tendência mais passiva, proibindo certos comportamentos. Nesta linha, podemos analisar a concretização deste princípio em vários institutos, dentre os quais nos vale destacar, o regime dos crimes contra o mercado, em especial o de abuso de informação privilegiada.

A igualdade de tratamento visa assegurar um tratamento justo e equitativo a todos os acionistas de uma mesma categoria de ações em situações semelhantes, e este princípio pode ser articulado com outros direitos informativos, políticos e financeiros que os acionistas possuem. No contexto específico da OPA Obrigatória, ele revela ter uma função primordial no tráfego desta operação, sendo um dos princípios estruturantes presentes no artigo 3º da Diretiva das Ofertas Públicas de Aquisição²⁶.

Vale ressaltar que um dos principais objetivos da Diretiva das OPAs, é a harmonização do direito europeu das sociedades, de modo a conferir uma tutela igualitária a todos os acionistas da sociedade visada, e este também é um dos fundamentos da oferta obrigatória em si.²⁷

Salvaguardar a igualdade dos acionistas verifica-se como um dos motivos por detrás da obrigação de lançar uma oferta porque, esta operação tende sempre a favorecer os seus destinatários, e com isto, criam-se brechas para práticas desonestas, para os oportunistas que visam lucrar o máximo que puderem com a operação. Com o benefício de uma mais-valia que lhes é atribuído pelo prémio de controlo, o princípio vai da igualdade irá impor que todos os acionistas possam partilhar do mesmo benefício.

²³ Filipa Ferro dos Santos, *A importância da informação no mercado de capitais*, Revista de Direito das Sociedades, nº2, (2018), 363-393.

²⁴ António Menezes Cordeiro, *Manual de Direito de Valores Mobiliários*, (2016), 93.

²⁵ Em geral: Hugo Moredo dos Santos, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, (2011), 191.

²⁶ Diretiva 2004/25/CE Do Parlamento Europeu e do Conselho De 21 De Abril De 2004.

²⁷ João Vaz Cunha, *As OPA na União Europeia face ao Novo Código de Valores Mobiliários*, (2000), 66.

O princípio da igualdade vai também estabilizar o mercado e proteger os acionistas minoritários, na medida que evita a criação de manobras fraudulentas com fins especulativos, porque nestes casos os minoritários que não têm capacidade suficiente para influenciar o destino da sociedade, sofreriam com a desvalorização dos seus títulos, e perderiam o benefício da mais-valia.

Como dito acima, na OPA obrigatória há o chamado prémio de controlo, que é o prémio que os acionistas da sociedade oferente pagam aos acionistas da sociedade visada para obter o controlo da sociedade, e para que este prémio não seja oferecido apenas aos acionistas com percentagens maioritárias capazes de fornecer o controlo, ou atribuído tendo em conta critérios discriminatórios, o princípio da igualdade obriga a que todos os acionistas possam sair da sociedade nestes mesmos termos e com as mesmas condições, assim os investidores minoritários ficam protegidos de eventuais prejuízos causados por acordos preferenciais ou discriminação. Ou seja, todos acionistas minoritários, “pouco importantes” no processo de mudança de controlo teriam de se bastar e conformar com a decisão tomada pelos maioritários, caso assim não se procedesse, e pelo fato deste processo não se poder proceder sem respeitar os interesses dos minoritários, é necessário que estes sejam chamados a manifestar a sua anuência ou recusa, aceitando a oferta ou permanecendo na sociedade. Assim, caso alguns acionistas decidam alienar as suas ações provocando uma transferência de controlo, os demais acionistas serão abrangidos pelas mesmas prerrogativas.

Além de garantir a proteção dos acionistas, irá promover de igual modo a proteção do mercado, viabilizando a sua eficiência, pelo facto de a sua aplicação, tornar o mercado seguro por intermédio da imposição da obrigatoriedade de garantir que todos tenham acesso às mesmas oportunidades de negócio e quantidade de informação, o que vai garantir que ninguém tenha vantagens injustas sobre os outros na negociação.

O Princípio da Igualdade de Tratamento apresenta-se como o fundamento para o dever de segredo, na medida em que o segredo mantém a OPA protegida da volatilidade dos preços das ações e das especulações do mercado, para que no momento em esta tenha de ser tornada pública não prejudique tanto os acionistas como a integridade e a eficiência do mercado, permitindo que todos sejam informados em tempo oportuno para responder à oferta em igualdade de condições.

A falta de um dever de segredo geraria em qualquer dos casos, situações de desigualdade, tanto no âmbito interno das empresas, podendo despoletar casos de abuso de confiança, tanto no âmbito externo, em relação aos outros agentes intervenientes no mercado e ao próprio mercado, onde a concorrência praticada seria uma concorrência desleal, o que acarretaria elevados custos em vários níveis, para todos e para cada um. Numa perspetiva mais prática, um mercado será seguro se os seus participantes tiverem acesso às mesmas oportunidades de negócios, por outras palavras, será seguro na mesma proporção que for garantida a igualdade de oportunidades quanto a decisões de investimento e desinvestimento, e ao mesmo nível de informação.

Grande parte dos casos verificados e transitados em julgado em Portugal, analisados no último capítulo, foram casos de violação do princípio do dever de segredo e abuso de informação, protagonizados pelos acionistas da visada, o conseqüentemente prejudicou o princípio da igualdade de tratamento, porque em todos eles houve a transmissão da informação da informação a parceiros de negócio ou familiares, para conseguir mais

proveitos para si, o que causou a lesão da estabilidade do mercado e consequências danosas aos minoritários. Daí ser tão importante a existência de impedimentos de partilha de informação para eliminar a criação de brechas para estas ocasionalidades.²⁸

3.3.Prevenção do Insider Trading

Por fim, o dever de segredo terá igualmente como fundamento a prevenção do Insider Trading, que é a consequência jurídica direta do incumprimento desse dever. Mais concretamente, o Insider Trading consiste na apropriação ilegítima da informação privilegiada por quem esteja em posse dela; isto é, ocorre quando alguém transmite ou partilha a respetiva informação fora do âmbito das funções; quando alguém aconselha ou negocia com base nela, ou ainda, emite ordens de subscrição emissão, compra ou venda de valores mobiliários em negociação no mercado, tendo como base esse privilégio²⁹, ou seja, a compra ou venda de instrumentos financeiros, fundada em informações privilegiadas.

A circulação da informação confidencial no mercado, por ser um instrumento capaz de atribuir vantagens a uns em desfavor de outros, sempre foi um tema que mereceu especial atenção, sobretudo devido à crescente evolução das tecnologias de informação e comunicação, e do impacto que crises fundadas nessa ordem têm tido, deixando de se circunscrever a pequenos polos e passando a ter a aptidão para afetar os mercados à nível transnacional.

Nesta ordem, esta compra e venda de ações que acontecia tendo por base informações que não eram públicas, colocava certos investidores em vantagem na tomada de decisões de investimento ou desinvestimento perante outros, o que fazia com que estes, os mais informados, pudessem ter uma margem de risco menor ou mais calculada na altura das negociações que outros, por possuírem as informações necessárias para realizar a respetiva análise. Os investidores profissionais e influentes tinham a capacidade financeira e social de aceder à essas informações pelos seus meios e parceiros de negócio, já os investidores menores, sem acesso, a esses meios de influência, saíam lesados pela falta de informação e eram obrigados a dar passos cegos e arriscados nas negociações, o que levava a que cada vez menos investidores participassem das atividades que ocorriam no mercado financeiro face às sucessivas e flagrantes situações de injustiça.

A permissibilidade do uso de informações não tornadas públicas para negociar tornou-se então num instrumento de desequilíbrio concorrencial, que originou um movimento danoso que gerou falta de credibilidade nas instituições e no mercado, que não mais se afigurava um lugar seguro para negociar ou depositar confiança.

Para a garantir a transparência informativa e restabelecer a justiça nas negociações entre os operadores dos mercados financeiros à nível global, criaram-se uma série de

²⁸ Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, *Contraordenações e crimes no mercado de valores mobiliários: o sistema sancionatório, a evolução legislativa e as infrações imputadas*, (2015), 188.

²⁹ 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 actuam em representação da sociedade*, Paper Uría Menéndez Proença de Carvalho, Acesso: 7 de Janeiro de 2024. Disponível em: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/2767/documento/artPor03.pdf?id=2554&forceDownload=true>.

mecanismos que têm como objetivo prevenir a ocorrência de abusos, sendo o dever de segredo um deles.

A preocupação com a dizimação das negociações assimétricas que vinham a ocorrer e que permitiam aos insiders causar uma série de danos ilegítimos aos investidores, fez com que grande parte da doutrina e jurisprudência nacional e à nível global introduzissem aos sistemas jurídicos normas de caráter administrativo, civil e penal, com o propósito de proteger o bem jurídico em causa, que podemos considerar ser a integridade do mercado.³⁰

Com a imposição de um dever de manter o segredo e de restrições quanto ao uso dessas informações privilegiadas, todas estas questões ficam acauteladas, porque se reduz ou anula o risco de serem feitas transações com base em informações secretas, pois só passa a ser permitido o uso das mesmas, após a sua divulgação, restabelecendo o equilíbrio concorrencial, a igualdade de oportunidades, a transparência e a prevenção do crime de abuso de informação, e ainda, um mecanismo para dar estabilidade às negociações e demais operações que acontecem nos mercados financeiros.

Face às situações de fraude e choques na bolsa originadas pelas práticas de insider trading, cabe perceber de que modo é que isto poderá afetar o mercado e os indivíduos, bem como a sua tolerância ao risco, para perceber o processo na tomada das suas decisões de investimento ou desinvestimento. Segundo estudos estatísticos sobre a influência dos cenários de crise financeira sobre os indivíduos e a sua atitude pós crise, foi possível constatar que um contexto de incerteza e crise financeira gera nos indivíduos de modo exponencial uma aversão maior ao risco e à perda, e isso vai influenciar diretamente as suas decisões financeiras.³¹

Deste modo, faz-se notar e é facto comprovado que choques macro e microeconómicos têm um impacto significativo no grau de aversão ao risco. Tal equivale a dizer que quanto maior a aversão às perdas, menor a atividade observada no mercado, comprometendo a estabilidade do mesmo.

Pela aptidão que as crises financeiras têm de abalar as estruturas do mercado, torna-se fundamental prever todo o tipo de situações e comportamentos suscetíveis de comprometer a saúde do mercado e aí se constata a indispensabilidade do dever de segredo, como mecanismo de prevenção e proteção do mercado financeiro.

O dever de segredo, quando bem regulamentado e aplicado, pode contribuir significativamente para a eficiência do mercado de valores mobiliários, equilibrando a proteção contra o uso indevido de informações privilegiadas com a promoção de um mercado justo e transparente. No entanto, é crucial que as autoridades reguladoras continuem a adaptar suas políticas para lidar com novos desafios, como o avanço tecnológico e as mudanças nas práticas de mercado, a fim de manter esse equilíbrio.

³⁰ Ricardo Alexandre Cardoso Rodrigues, João Luz Soares, *Do crime de abuso de informação privilegiada: insider trading*, (2018), 26-27.

³¹ Diogo Ribeiro, Mara Madaleno, Anabela Botelho, Júlio Lobão, *A Sensibilidade do Indivíduo face a ganhos e perdas nos mercados financeiros*, Caderno do Mercado dos Valores Mobiliários nº 65, (2020), 83-88.

4. ÂMBITO SUBJECTIVO

4.1. Insiders

Agora, cabe-nos falar a quem incumbe este dever de segredo, porque como veremos adiante³², esta análise irá influenciar diretamente a medida da sanção a ser aplicada, que dependendo do maior ou menor do grau de proximidade que o sujeito tiver com o emitente, que é fonte da informação privilegiada, ou seja, consoante a categoria de insiders que o sujeito se enquadrar, a sanção a aplicar poderá ser mais ou menos gravosa.

Assim, os sujeitos que estão legalmente obrigados ao cumprimento deste dever são todos aqueles que tiverem acesso à informação privilegiada, que neste caso, é a informação de que está em vias de preparação uma oferta pública de aquisição, antes desta ser tornada pública. E estes sujeitos serão chamados de **Insiders**.

Na fase preliminar, onde ocorrem os atos preparatórios da OPA, a informação de que está em vias de lançamento uma oferta, circula entre os acionistas da sociedade visada e o seu conselho de administração e fiscalização, bem como os do oferente; e ainda há uma outra categoria de agentes que vai certificar a viabilidade e legalidade do processo, ou que destes lhes servirão, entre eles os Bancos, instituições de crédito, advogados e contabilistas que conjuntamente terão acesso à informação privilegiada.

Neste enquadramento, em exclusivo, é permitida a transmissão da informação, por ser feita dentro do âmbito do exercício da atividade empresarial e é essencial para o segmento do processo, desde que respeitados os deveres de restrição, discricção e necessidade, ponderados no compartilhamento dessas informações. Estas restrições afiguram-se importantes por conta das imposições legais que recaem sobre os possuidores, além de salvaguardar os mesmos objetivos que expusemos nos capítulos supra.

A doutrina³³ tem vindo a subdividir os insiders em dois grupos, baseando-se na interpretação do artigo sobre o crime de abuso de informação privilegiada, atual artigo 378.³⁴ do Código dos Valores Mobiliários, na qualificação descrita no Regulamento (UE) nº 596/2014 sobre o Abuso nos Mercado Financeiros e demais legislação da União Europeia sobre o Abuso de Mercado, e ainda a Securities Exchange Act de 1934(EUA), e a Regra 10b-5 criada pela *Securities Exchange Comission* (SEC)³⁵, que serviu de fonte de inspiração para as primeiras.

É de destacar a primeira e mais sensível categoria de insiders, que engloba os sujeitos que têm uma relação ou vínculo jurídico especial com a fonte de informação, ligados pelo dever de lealdade, denominados intranei, insiders internos ou como são comumente chamados, **corporate insiders**. Estes serão os órgãos de sociais (administração, gestão e fiscalização) da sociedade visada e do oferente, e ainda os accionistas com uma

³² Ver *infra*, CAPÍTULO III – Consequências do Incumprimento do Dever de Segredo.

³³ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, (2011); Ricardo Rodrigues, João Soares, *Do Crime de Abuso de Informação Privilegiada*, (2018); António Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários* (2016); Fátima Gomes, *Insider Trading*, (1995); Carla Bedogni, *Il Doveri di Riservatezza nel mercato finanziario: “L’insider Trading”*, (1992); Emmanuel Gaillard, *The Laws of Europe, the United States and Japan: Insider Trading*, (1992).

³⁴ Foi adotado pelo legislador nacional o sistema proposto pela Diretiva Comunitária de 1989.

³⁵ Autoridade Reguladora dos Mercados Financeiros nos Estados Unidos.

percentagem no capital³⁶. A sanção destes será mais severa, em razão do vínculo de confiança que subjaz a relação que têm com as entidades em questão.

Além daqueles temos os **non-institutionalized** ou **insiders temporários**: que são aqueles que se encontram associados ao oferente ou à sociedade visada, profissionalmente, ocasionalmente, como um prestador de serviço, (ou à título permanente), ou que desempenham atividade-função pública.³⁷

O segundo grupo de insiders que é referido pelo legislador no artigo 378.º/ 3, como agente privilegiado, são os **outsiders**, **extranei** ou **tippees**, que não possuem as características-tipo definidoras dos primários, ou seja, não detêm qualquer vínculo jurídico com os emitentes, entretanto, passam a ter conhecimento da informação confidencial em razão da uma relação de proximidade que detêm, geralmente, com os insiders internos.

Estes obtêm a informação por via dos insiders primários, na qualidade de amigos, familiares ou parceiros de negócios, concluindo, acabam por ser informados da preparação da OPA pelos primeiros, e com isto, estes passam a estar em posse da informação antes da generalidade dos investidores, o que abre a possibilidade do uso indevido pelos mesmo.

Esta subdivisão será fundamental para prevenção do abuso de informação e delimitação dos potenciais agentes em caso de incumprimento, o que irá gerar desde já, um senso de responsabilidade maior aos agentes que atuam nestes processos confidenciais, que saberão de antemão que em caso de fuga de informação, serão os primeiros suspeitos.

Para que haja um controlo e supervisão adequada sobre as pessoas com acesso a esse conteúdo secreto, surgiu o dever de elaboração e atualização de listas de insiders, aliado ao facto de uma das maiores preocupações com que se deparam os órgãos aplicadores da justiça em casos de incumprimento do dever de segredo é o da dificuldade de prova, e esta solução constitui um grande avanço para a resolução do mesmo.

4.1.1. Dever de Criação de Lista de Insiders

A informação que se trata aqui possui um carácter sensível, com capacidade de influenciar as decisões dos investidores de transacionar ações, portanto, é necessário que haja a monitorização de quem tem acesso à informação para evitar a sua divulgação prematura, e atribuir vantagens ilegítimas a uns em detrimento de outros.

³⁶ A regra 10b-5 da SEC, (EUA), na definição de insider, fazia referência à uma percentagem de 10% de participação no capital dos emitentes, entretanto, houve uma corrente contrária que entendia que independentemente da percentagem todos os acionistas possuíam as mesmas possibilidades de obter a informação, o que vai significar que todos estes terão acesso à informação privilegiada, sem distinção, o que levou que deixasse de se fazer essa colocação que eximia uns em detrimento de outros, e nesta última direção foi o legislador português.

³⁷ Caem no âmbito do nº 2 do artigo 378º.

Com este propósito, foi estipulado o dever de criação e atualização de lista de insiders que deve ser entregue à respetiva entidade reguladora; este dever de origem estadunidense, foi transportado para o plano europeu no Regulamento (UE) n° 596/2014 no artigo 18º³⁸, e adotado em Portugal pelo mesmo regulamento e pelo Código de Valores Mobiliários Português, no artigo 29.º-Q n°s 8 e 9, que remete a regulação destas listas para a legislação da União Europeia respeitante ao Abuso de Mercado.

Como foi descrito acima, o âmbito subjetivo do dever de segredo irá abarcar um número mais ou menos amplo de sujeitos, que começa no conselho de administração do emitente de ações e do oferente, passa pelos seus advogados e contabilistas, e pode (ou não) chegar até aos seus familiares e amigos.³⁹

No sentido de assegurar o controlo e tornar identificáveis estas pessoas, e para que estes estejam cientes da importância da informação que têm em posse e os riscos e sanções inerentes ao uso inapropriado da mesma, viu-se por bem exigir aos emitentes que submetessem uma lista descritiva com as identidades de todos estes indivíduos, para que tanto o oferente como a sociedade visada, e a autoridade competente, possam ter conhecimento e consultar sempre que necessário quem são estas pessoas, de modo a facilitar o gerenciamento do fluxo de informação.

O artigo 18.º do Regulamento, que trata do dever de criação de lista de insiders, é composto por todos os pontos necessários para possibilitar a identificação apropriada dos agentes e demais regras e instruções para a correta elaboração das listas atendendo ao propósito que se propõem.⁴⁰

De entre as instruções para criação das listas, encontramos a exigência de que devem conter (pelo menos), a identificação de cada pessoa com acesso à informação privilegiada, o motivo pelo qual cada uma teve acesso, e as datas e respetivas horas em que passou a ter, e ainda, a data de redação das listas, sendo também referida a possibilidade e obrigatoriedade de atualização.

O preceito também refere ser obrigatória a atualização caso algum dos insiders deixe de ter acesso à informação, quando houver novos insiders a serem listados e quando houver alteração de motivos pelos quais estão inseridos, sendo imprescindível a indicação das respetivas datas e horas. Toda esta precisão de detalhes é primordial para o cumprimento dos objetivos que se pretendem salvaguardar com este dever e para efeitos de prova.

Em ordem a prevenir o abuso nos mercados financeiros e garantir o cumprimento desse dever, o artigo 30º do regulamento estabelece sanções e medidas administrativas a

³⁸As exigências que encontramos codificadas atualmente no artigo 18º do Regulamento contra o abuso de mercado, têm como fonte a decisão do Tribunal de Justiça da União Europeia, no caso “Spector Photo” (De 23 de Dezembro de 2009, Spector Photo Group NV and Chris Van Raemdonck/ Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA), Caso C-45/08).

³⁹ Nos Estados Unidos, a abrangência desta regra é ainda mais ampla, ao ponto de estender o seu âmbito aos familiares, parceiros ou colegas que compartilhem residência com os principais intervenientes da operação e para empresas onde estes principais exerçam controlo ou tomem decisões de investimento, isto pelo risco que existe destes receberem dicas e a partir destas mesmas dicas, transacionem ações da empresa-alvo.

serem aplicadas aos emitentes que não tiverem a suas listas atualizadas e em conformidade com os requisitos descritos no artigo 18º. De entre as quais encontramos sanções pecuniárias individuais de até 500 000 € (quinhentos mil euros), e nos Estados membros que não têm o euro como moeda oficial, o valor equivalente; sanções para a firma, como a suspensão da autorização em empresas de investimento e multas equivalentes a até três vezes os ganhos ou perdas.

A *European Securities and Markets Authority* (ESMA) reforça a importância das listas de insiders, no Documento de consulta *ESMA70-156-1459*, mencionando o modo como elas vão reforçar a proteção da integridade do mercado permitindo que os reguladores possam ter conhecimento de quem tem acesso à informação privilegiada, do momento em que a informação se tornou informação confidencial, da data e hora que cada um teve acesso e vantagens para os emitentes que conseguem realizar a melhor gestão da confidencialidade da informação.

A ESMA possui também competência para a preparação das normas técnicas relativas à elaboração e atualização das listas de insiders, de modo que haja uma padronização das mesmas que todos os emitentes europeus possam seguir e utilizar.

4.2. Conteúdo do dever de segredo

Para melhor percepção do conteúdo do dever de segredo, é mister saber quais os factos que são objeto deste dever. O artigo 174º CVM refere serem todos os factos relativos à preparação da oferta pública de aquisição, e o artigo 378º CVM indica que é uma das consequências imediatas deste dever, trata como “informação privilegiada”.

Todos os factos referentes à fase preparatória irão configurar informação privilegiada, e esta define-se como sendo toda informação não-pública, precisa, respeitante aos emitentes de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros suscetíveis de afetar ou influenciar o valor das ações da empresa sobre a qual se prepara a oferta.

Posto isso, para que se enquadre nos termos e para efeitos do dever de segredo, tem de cumprir certos requisitos, sendo eles: carácter não-público, tem de ser informação que não é acessível ao do público em geral e circula apenas entre os envolvidos no processo, para ser considerada pública tem de haver provas concretas de que estas informações já foram disseminadas pelos órgãos de comunicação autorizados.

Deve ter um carácter preciso, não podendo ser baseada em rumores ou suspeitas. Costa Pinto, descreve essa precisão como sendo uma precisão minimamente objetiva, material e consistente para influenciar um investidor médio na sua utilização.⁴¹ A nosso ver a fonte de informação pode ter grande influência na precisão da informação e na formação da decisão do investidor, principalmente quando esta é dada por um agente vinculado aos emitentes e com grande experiência na análise dos mercados financeiros.

A informação deve ainda ser específica quanto às entidades emitentes de valores mobiliários em questão, aos valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros a que

⁴¹ Frederico da Costa Pinto, *O Novo Regime dos Crimes e Contra-ordenações no Código de Valores Mobiliários*, (2000), 77.

se refere à informação. Dito de outro modo, não pode ter por base uma informação vaga ao ponto de não se poder identificar os sujeitos e/ou objetos em questão.

E deve ser *price-sensitive*, ou seja, tem de possuir idoneidade para influenciar os preços dos valores mobiliários da empresa-alvo; e no caso das ofertas públicas de aquisição obrigatórias, onde todo o processo está ordenado para aquisição de valores mobiliários com interferência no controlo, para garantir o sucesso da oferta há o prémio de controlo que é dado aos emitentes das sociedade visada para obtenção do controlo da empresa, e caso se saiba que está em vias de lançamento uma oferta pública de aquisição antes do lançamento da oferta, poderá ocorrer uma perturbação no mercado e aumento dos preços das ações de maneira abrupta ao ponto de levar à desistência da oferta, devido à mudança de circunstâncias e condições acordadas em primeira instância que podem não ser mais agradáveis ou vantajosas para o oferente.

Posto isto, estão sujeitos todos os factos que possuem as características mencionadas e forem diretamente relacionados com a OPA em desenvolvimento. A partir do momento em que ocorre a exteriorização da intenção de lançar uma oferta pública de aquisição, devem permanecer confidenciais, dentro da sociedade oferente, informações sobre essa pretensão de adquirir a da sociedade visada; também as negociações prévias ou acordos feitos, entre os acionistas-chave ou administradores dos emitentes (ex.: os acordos de aceitação ou não aceitação da OPA)⁴²; igualmente os termos da oferta, como os pormenores acerca da contrapartida, condições da oferta, prazos ou outras particularidades que estiverem a ser tratadas; do mesmo modo, quando ocorre a compra de participações significativas, que ultrapassam o limiar e obrigam que o oferente lance uma oferta pública de aquisição; bem como, toda informação financeira e estratégica partilhada durante a as negociações.

Incluem estes, mas não em exclusivo, alguns dos factos que caem no âmbito do dever de segredo. assim, toda e qualquer informação trocada na fase preliminar com o mesmo carácter será passível de cair neste âmbito, pelos objetivos que este pretende alcançar, até que seja permitido que sejam divulgados oficialmente.

4.3. Extensão do Dever de Segredo

Como mencionado nos capítulos introdutórios, o dever de segredo respeita à fase preparatória da oferta pública de aquisição, que é extrínseca à órbita mobiliária e compreende todos os processos necessários para a formação de um juízo de certeza, do lado do oferente, sobre a procedência e a vontade de lançamento da OPA.

Podem decorrer nesta fase negociações entre os acionistas do oferente e da sociedade visada, estudos de viabilidade, *due dilligencies* jurídicas, contabilísticas, fiscais e financeiras, com vista a apurar o máximo de informação possível de modo a servir de suporte à decisão de lançamento da OPA e para permitir que o oferente faça uma projeção realista das sinergias futuras a esperar após a aquisição.⁴³

⁴² Manuel Requicha Ferreira, *Acordos de Aceitação e de Não-Aceitação de OPA*, (2015),153.

⁴³ Neste sentido: António Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito de Valores Mobiliários*, (2016), 368.

Assim sendo, desde o momento em que há manifestações, ainda que preliminares, da intenção de agendar reuniões para deliberar sobre a probabilidade de apresentação de uma oferta, a partir desse momento deverá começar a aplicar-se o dever de segredo determinado pelo artigo 174.º CVM.⁴⁴

A cessação deste dever de segredo ocorrerá “imediatamente” após a tomada de decisão quanto ao lançamento da oferta pública de aquisição, quando a oferta for tornada pública, isto, com a *publicação do anúncio preliminar* (175º e 176º do Cód.VM). A partir daí torna-se o anúncio do conhecimento da generalidade dos investidores, e cumpre-se com os objetivos que encerra este dever, evitando a ocorrência de fenómenos prejudiciais ao sistema financeiro como: a difusão de informação incompleta ou deficitária capaz de levar à desistência da oferta devido a alteração das circunstâncias que levaram a negociar e a realizar a oferta.

A fase preliminar da OPA poderá desembocar num caso de *desistência ou abandono do projeto*; quando não houver acordo com acionistas de referência, ou na hipótese de se concluir não ser benéfica a aquisição, ou na base de quaisquer outros motivos que façam as partes pôr fim às negociações.⁴⁵ Na decorrência deste último cenário, acredita-se que há ainda informações confidenciais trocadas nestes contactos que deverão, por tempo (in)determinado, continuar mantidas em segredo. Não há menção explícita do legislador português quanto a este ponto, mas consideramos ser oportuno que este dever se prolongue no tempo. Pode fundar-se esta ideia nos deveres de lealdade⁴⁶ e de confiança dos administradores, que são por si intrínsecos aos princípios do Direito dos Valores Mobiliários.

5. O Equilíbrio entre a Transparência e a Confidencialidade

5.1. A Transparência e Diretriz da Transparência

No Direito Europeu relativo ao mercado de valores mobiliários, coexistem o dever de segredo e o princípio da transparência. A maioria da doutrina entende o dever de confidencialidade como sendo um desvio ou arpejo à transparência, sendo que todo o sistema jurídico mobiliário será baseado na ideologia do *full disclosure*, que tem subjacente a ideia de que o garante da eficiência do mercado e da proteção dos sujeitos intervenientes no mercado de capitais, é a divulgação da informação.⁴⁷

⁴⁴ Na mesma aceção foi a decisão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 16 de Dezembro de 2009, proc. 5523/07.8TFLSB, que mencionava que, “o simples contacto no sentido de averiguar do interesse em reunir para discutir a possibilidade de uma oferta basta para a aplicação do artigo 174º”.

⁴⁵ Em princípio, a oferta e o seu conteúdo seguem o princípio da irrevogabilidade, entretanto, há exceções como em caso de alteração de circunstâncias, modificação da oferta, realizada pela CMVM ou pelo oferente, ou em caso da sua retirada ou proibição por motivos de ilegalidade. Para mais desenvolvimentos sobre este tema: A. Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, (2016), 357.

⁴⁶ Sobre o dever de lealdade: António Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, (2016), 295; Paulo Câmara, *O governo de sociedades e os deveres fiduciários dos administradores*, in *Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, (2007), 163ss.

⁴⁷ Sobre a Transparência: José Ferreira Gomes, Carlos Osório de Castro e Chen Chen, *Direito das Sociedades Cotadas*, (2023), 255-316.

Cabe-nos agora analisar em que medida estes irão coexistir, as dificuldades que encerra, as doutrinas que contrariam a implementação dos dois num mesmo sistema e o ponto de equilíbrio entre um e outro.

O princípio da transparência é de natureza transversal, sendo regido nomeadamente pela Diretiva da Transparência - Diretiva 2004/109/ CE do Parlamento Europeu e do Conselho -, que impõe uma série de deveres informativos aos emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado. Os deveres aí consagrados devem ser analisados de modo combinado com as demais fontes normativas de Direito Europeu de Mercado de Capitais, como a Diretiva das OPAs e o Regulamento sobre Abuso de Mercado.

Estes deveres de informação surgiram originariamente impostos nos mercados financeiros, numa altura em que havia extrema desconfiança nas atividades que ocorriam nos mercados, depois do crash de 1929, na Wall Street, em decorrência de denúncias pelas atitudes espúrias que vinham acontecendo, e abusos de posição dominante, movido pela crença que havia na altura de baseada na ideologia do estado liberal, e este modelo era o mais adequado para movimentar a economia.⁴⁸

Entretanto os oportunistas aproveitaram-se da falta de intervenção ou da abstenção do Estado naqueles processos para tirar vantagens uns sobre os outros e aquilo que já seria uma atividade arriscada, tornou-se ainda mais, porque quem detinha poder seria quem tivesse mais informação ou tivesse acesso à informação privilegiada, o que colocava o poder somente na mão ou na posse de um número limitado de pessoas ou de um circuito de influência restrito, fazendo com que quem não pertencesse sofre-se riscos incontáveis ou imensuráveis, o que espoliou a redução cada vez maior da atuação dos investidores, pela falta de segurança e informação suficiente para fundamentar as suas decisões de investimento.

Daí se conclui ser essencial a intervenção do estado regulador e para garantir a proteção dos investidores e regularidade do funcionamento do mercado. Seguindo a premissa que quanto mais informação disponibilizada, menos assimetria informativa, e maior a confiança nos mercados e consequentemente maior eficiência. Neste contexto surgiu o *full disclosure* e o movimento de regulamentação do mercado financeiro.

Enquanto princípio enformador de todo o sistema mobiliário, princípio *full disclosure*, herdado do sistema norte-americano, é um princípio que visa a maximização qualitativa da informação, para eliminar as possibilidades de aproveitamentos de uns sobre os outros, provocados por assimetria informativa, e está assente em dois pilares essenciais: deveres de publicidade e deveres de prestação de informação individualizada.

No mercado de valores mobiliários, contrariamente ao que ocorre em outros mercados de produtos fungíveis, onde as características do produto são facilmente apreendidas, não é possível, para o comprador, analisar as características da sociedade emitente se não tiver informações fidedignas fornecidas pela própria, e os resultados esperados, que vão determinar a viabilidade ou não de um investimento na mesma, dado isto, a informação vai se configurar um dos principais objetos do próprio mercado.⁵⁰

⁴⁸ Filipa Ferro dos Santos, *Importância da informação no mercado de capitais*, Revista de Direito das Sociedades, nº2, (2018), 366 e ss.

⁵⁰ José Ferreira Gomes, *Direito das Sociedades Cotadas*, 2.^a ed., (2023), 123-125.

Pela importância que a qualidade da informação, posse e o momento em que é partilhada, têm, achou-se essencial regular-se todo o processo de divulgação de informação, com a criação de regras qualitativas que a informação a ser divulgada deve ter, os meios em que deve ser partilhada, e os timings que deve seguir, para os agentes que participam no mercado, como também, a criação de sanções em caso de incumprimento das mesmas, de modo a preservar o bem jurídico maior em vista que é a integridade do mercado.

Há informações de vários tipos, e a lei exige que as informações sobre a sociedade sejam publicadas, inclusive a informação privilegiada, que é aquela que reúne às características de precisão, ocultamento, e influência no preço. Segundo José Ferreira, estar em posse dessa informação, vai significar o mesmo que deter uma informação capaz de determinar o preço dos instrumentos financeiros transacionados no mercado, o que faz com que seja considerado um fator de opacidade e insegurança.⁵¹

À vista disso, percebe-se o porquê de o legislador europeu optar por proibir a utilização de informação privilegiada, ao mesmo tempo que impõe um dever de divulgação da mesma ao mercado.

Ou seja, paralelamente à proibição de uso e obtenção de benefícios indevidos com base nesse tipo de informação, em desfavor de terceiros que a desconhecem, há para o emitente, o dever de informar o mercado com a maior brevidade possível, de todas das circunstâncias e situações que possam representar informação privilegiada e que a ele digam respeito.

Isto porque estas são autorizadas a ser publicadas de modo “tardio”, mediante autorização, comparativamente a informações de outra natureza, caso cumpram os requisitos para este diferimento.

Um desafio crítico é o de encontrar o equilíbrio adequado entre a necessidade de transparência para garantir a eficiência do mercado e a necessidade de confidencialidade para proteger os interesses comerciais e a integridade das operações das empresas.

Por conseguinte, o fim último da transparência será a proteção dos investidores, através da imposição aos emitentes e titulares de participações qualificadas de estritos deveres de prestação de informação ao público, o que a lei pretende é impulsionar um ambiente de informação às massas, aliviando as desigualdades entre os investidores relativamente ao acesso de informação relevante para realizar a tomada de decisões. Por mais que não seja possível eliminar a desigualdade subjetiva, porque os indivíduos por mais que fossem dotados de iguais capacidades, não compartilham das mesmas motivações e objetivos, o propósito desta divulgação universal de informação, é que todos tenham uma mesma base sobre a qual fundar as suas decisões.⁵²

⁵¹ José Ferreira Gomes; Diogo Costa Gonçalves, *Manual das Sociedades Abertas e das Sociedades Cotadas*, Lisboa, Vol.1, (2018), 115.

⁵² Hugo Moredo Santos, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de voto*, Coimbra, (2011), 57).

5.2. Os segredos: objeto de direitos e de deveres

O Direito reconhece *segredos* nas suas mais variadas aceções, quer se apresentem enquanto objeto de direitos que visam tutelar bens económicos, como nos casos do segredo comercial, industrial, relacionados à propriedade intelectual, ou o direito à privacidade, relativo à vida societária e afins; quer se apresentem enquanto objeto de deveres, como no caso do segredo bancário, fiscal ou profissional.⁵³

A atividade no mercado de valores mobiliários é regida por regras estritas de transparência, e obriga que todos os emitentes que tenham (ou pretendam ter) valores mobiliários admitidos à negociação no mercado, cumpram com deveres de divulgação de informação privilegiada. Acontece destes emitentes, estarem subordinados a deveres de segredo, e em simultâneo, serem também titulares de direitos de segredo.

Consequentemente, surge a indagação sobre a convivências destes dois regimes de divulgação de informação privilegiada e de segredo, face a primazia da transparência no direito dos valores mobiliários.

Nesta situação, podemos afirmar que os direitos de segredo dos emitentes irão ser erodidos face ao dever de divulgação, posto que tal como em outras áreas de atuação, o mercado define regras para quem quiser atuar nele, e ter os valores mobiliários por si emitidos à negociação em mercado regulamentado; tal que os que pretendem nele atuar, o fazem voluntariamente, e submetem-se espontaneamente a essas regras que implicam a abdicção destes direitos de segredo. Esta cedência será justificada pelo acesso ao mercado que será a compensação por essa privação do segredo.

Contudo, há casos em que o segredo surge enquanto dever contratual, ou contendo outra natureza não legal, o que ocorre quando há a celebração de certos acordos, aqui o dever de divulgação terá prevalência.

O verdadeiro concurso entre regimes sucede quando ambos dever de divulgação de informação privilegiada e dever de segredo de informação privilegiada se fundam na lei, e a este fenómeno chamamos de concurso legal de deveres.

5.3. Dever de Segredo vs Dever de Divulgação de Informação Privilegiada

O dever de divulgação de informação privilegiada vinha consagrado no Código dos Valores Mobiliários no artigo 248º-A. Na sequência da revogação deste preceito, agora encontra-se previsto no Regulamento (UE) nº 596/2014 e está intrinsecamente ligado ao princípio da transparência e simetria informativa.⁵⁴

Como já foi abordado, a informação é dos bens mais preciosos do Direito dos Valores Mobiliários. Por esse motivo, a informação privilegiada tem de cumprir requisitos quanto

⁵³ Em geral: Filipe Matias Santos, *Divulgação de Informação Privilegiada: o dever de divulgação de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários*, (2011), 90-97.

⁵⁴ Sobre o princípio da transparência: António Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito de Valores Mobiliários*, (2015), 274-279.

à sua qualidade⁵⁵, sendo mister que esta seja: “*clara, completa, lícita, atual, objetiva e verdadeira.*”

O fundamento destes requisitos liga-se à proteção dos investidores e do mercado: quanto mais os investidores estiverem informados, menos riscos irão correr na prossecução das operações mobiliárias e mais esclarecidos poderão direcionar as suas decisões de investimento. Além disso, quanto menos informação for mantida “em segredo”, mais seguramente se poderão mover e depositar a sua confiança no mercado. E nesta mesma ordem, evita que haja especulações de informações e crimes de abuso de informação privilegiada.

A informação de que está em vias de preparação uma oferta pública de aquisição qualifica-se como informação privilegiada, e num primeiro momento poderia constituir informação a divulgar para efeitos do cumprimento do dever de divulgação.

Tendo em conta que o objetivo legislativo é o de diminuir os riscos e ajudar os investidores na tomada das suas decisões, no período em que sucede a fase preliminar da OPA, por definição ainda não se tomou a decisão final, nem se definiram os respetivos os elementos essenciais para conclusão do negócio, pelo que de nada adiantaria divulgar a informação de modo prematuro, pois poderia levar os investidores a incorrer em erro.

Assim, o regime do dever de segredo presente no 174.º, derroga o regime de divulgação informação privilegiada, pois, este primeiro enuncia um dever que só cessa com divulgação do anúncio preliminar.

Filipe Santos acredita que o regime do segredo do 174.º, demonstra-se uma opção legislativa que vai ao arremio do princípio enformador do Direito dos Valores Mobiliários, o princípio do *full disclosure*.

A autor demonstra compreender que as justificativas que se apresentam como sustento ao regime: como a de impedir a especulação de preços com base numa mera possibilidade de lançamento, são aceitáveis, por favorecerem também o oferente, pois este tipo de fenómenos, colocam em causa o sucesso da oferta.

Entretanto, acrescenta ainda ser contestável a bondade do legislador com a adoção deste regime, uma vez que acredita que apesar do segredo evitar sim a especulação, este também impulsiona a prática do *insider trading*, pelo risco que a informação tem de ser partilhada e usada, atendendo ao número considerável (grupos de trabalho estabelecidos na base: do oferente, da visada, intermediários financeiros e financiadores da oferta) de pessoas a que informação chega ou tem de circular, durante a preparação da oferta.

De notar que, caso isso aconteça e a informação deixe faticamente de ser secreta, o emitente deve informar o mercado, de modo a obstar a proliferação de incertezas quanto à veracidade da informação e o aumento da desigualdade de informação.⁵⁶

⁵⁵ Artigo 7º do Cód.VM.

⁵⁶ Para mais desenvolvimentos: José Ferreira Gomes; Dinis Braz Teixeira; João Teles, *Direito das Sociedades Cotadas*, (2023), 342.

Por conta do risco da quebra de confidencialidade, é que logo depois de tomada a decisão de avançar com a oferta há a obrigação da divulgação de informação por intermédio do anúncio preliminar (175º e 176º).

Concluindo, em situações respeitantes a informações que estejam sujeitas ao dever de divulgação, que entrem em conflito com o dever de segredo, prevalecerá o dever de segredo e terá este um “efeito bloqueador”⁵⁷ ao primeiro princípio.⁵⁸ O dever de sigilo apenas cede quando estiverem apurados os elementos necessários para publicação do anúncio preliminar.

Acreditamos que uma solução contrária frustraria tanto o princípio que se pretende acautelar com a divulgação, como o objetivo que se pretende salvaguardar com o dever de segredo.

5.4. Posições Contrárias à proibição de insider trading

Em certa altura, várias foram as teorias e correntes que se apresentaram contra a existência de um dever de segredo e da criminalização do *insider trading*, com os mais diversos fundamentos⁵⁹.

Para estas correntes, o dever de segredo e a criminalização do abuso de informação teriam um efeito prejudicial ao mercado em diferentes perspetivas. Entre os pensadores relevantes encontramos os argumentos prosseguidos pela corrente Utilitarista, desenvolvida por Henry Manne⁶⁰ e Robert Haft, que demonstrava como a existência de um dever de segredo seria um bloqueador de eficiência do mercado, no sentido que todas as informações disponíveis sobre determinados ativos refletem o seu preço no mercado, portanto, a livre circulação de informações, inclusive privilegiadas, seria benéfica, se permitida, porque deste modo, haveria um ajuste de preços mais adequado às informações existentes no mercado sobre os instrumentos financeiros em negociação.

Os precursores desta teoria tinham como principal ponto as vantagens económicas que advinham da utilização e circulação dessa informação, e não acreditavam que bastasse que este comportamento fosse considerado “injusto” para o condenar ou proibir, descurando da sua relevância em termos económicos ou para dinamização da economia e da vida societária. Esta ideia teve tanto relevo que foi acolhida, em determinado período, por grande parte dos doutrinadores em países como Alemanha e Espanha.

Invocam também que a longo prazo, esta conceção não causaria prejuízos aos investidores e ainda eliminaria os custos alocados para regularização e fiscalização das práticas de *insider trading* e da imposição de um dever de segredo, sobretudo devido ao facto das exigências e complexidade que este requer para evitar o aparecimento de

⁵⁷ Arend von Riegen, *Rechtsverbindliche Zusagen zur Annahme von Übernahmeangeboten*, (2003), 730

⁵⁸ Manuel Requicha Ferreira: *Acordos de Aceitação e não Aceitação de OPA*, (2015), 212. Como exemplo há o caso dos acordos de não aceitação e aceitação de OPA, que dizem respeito diretamente aos atos preparatórios da OPA, e na pendência ou após a conclusão destes acordos, o usual é o oferente estar ainda a tratar de outras declarações e autorizações para a prosseguir para o lançamento ou continuar as negociações respeitantes à oferta. E caso se fizesse a divulgação destes acordos os objetivos de dever de segredo não poderia ser alcançado.

⁵⁹ Fátima Gomes, *Insider Trading*, (1996), 11.

⁶⁰ Henry Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, (1966).

brechas e os desafios que têm aparecido com variedade de meios de distorção, manipulação e disseminação de informação que são usados de forma ilegal e cada vez mais de forma sofisticada, obriga a alocação de grandes volumes de investimento.⁶¹

E os críticos acreditam que a gestão dos recursos deslocados pode ter melhor tratamento ou melhor destino, caso fosse feita a liberalização que se propõe. Sendo que o seu controlo impõe a criação de sistemas eficazes para a sua implementação efetiva que têm de estar em constante atualização, tendo em conta os meios tecnológicos que vão surgindo.

Na visão utilitarista, o *insider trading* seria uma ferramenta benéfica para o mercado e a eficiência do mesmo, reforçando a falta de possibilidades de este poder causar quaisquer danos aos investidores. Entretanto, um dos precursores desta teoria, nomeadamente, Henry Manne reconhece que ainda assim existe uma necessidade de se diferenciar os comportamentos legítimos dos comportamentos ilegítimos que os insiders possam ter, aceitando que deve haver mecanismos legislativos e jurisprudenciais para a repressão destes segundos.

Outra das teorias apresentadas é a teoria que defende uma total transparência e igualdade de informações, e segundo esta, todos deviam ter acesso às informações ao mesmo tempo e no mesmo momento, de modo a evitar a assimetria de informações e promover a igualdade entre os investidores, o que teoricamente, parecia ser o ideal. No entanto, na prática há a concorrência de outros fatores e a necessidade de proteção de outros bens jurídicos em simultâneo, que não permitem que as operações financeiras possam ocorrer nestes termos. E daí surgiu outra problemática, quando a identificação destes comportamentos de quando é que estes seriam considerados abusivos ou não, e a linha ténue que separaria essa classificação, pelo que, ainda assim, a posição dominante da doutrina e jurisprudência dos variados sistemas jurídicos foi a da proibição da utilização de informações privilegiadas, pois, o contrário conduziria indiscutivelmente e sucessivamente à situações de injustiça tanto à nível interno societário e a disparidades negociais com outros investidores, que gerariam crises de confiança e pelos motivos e fundamentos avançados no capítulo sobre os fundamentos do dever de segredo.

Os seguidores desta corrente obedecem à regra *disclose or abstain*, que dita que os insiders em tenham em sua posse informações privilegiadas, devem divulgá-las, salvo esta informação esteja sob qualquer tipo de regra ou princípio que imponha o dever de manter silêncio, aí ficam impedidos de realizar operações de compra, venda ou aconselhamento, com base nesta. Todavia, esta regra não deixa de ser passível/ alvo de críticas, apesar da grande aderência por parte dos autores. Que dentre as principais críticas encontramos a que diz que não fica resolvida a questão da assimetria informativa entre os operadores financeiros e que se torna inconveniente a divulgação destas informações à nível societário podendo se afigurar prejudicial.

Em alternativa a esta última regra mencionada, e numa tentativa de superar as críticas que lhe foram apresentadas, surgiu a regra “*always disclose*”, de origem estadunidense, e prosseguida pelo autor Saul Levmore, que tem como principal argumento a defesa da obrigação de revelar sempre as informações privilegiadas, como requisito de lealdade (“*fairness*”) entre os operadores financeiros.⁶²

⁶¹ Fátima Gomes, *Insider Trading*, (1996), 12.

⁶² Fátima Gomes, *Insider Trading*, (1996), 13.

Apesar destas opiniões contrárias, a maioria dos sistemas jurídicos considera o dever de segredo essencial na condução das operações mobiliárias, em especial na OPA Obrigatória, tendo como objetivos principais o de proteger os investidores e assegurar a manutenção da confiança no mercado para o desenvolvimento de um mercado saudável e eficiente. Apesar de em termos factuais e percentuais podermos considerar haver já um consenso na doutrina sobre a existência de um dever de segredo, a discussão sobre este tópico continua acesa e evolui com o desenvolvimento do mercado financeiro, das novas formas de transmissão de informação que têm surgido, evolução da inteligência artificial e outros instrumentos que obrigam ao surgimento de meios sofisticados de regulação e controlo para garantir a eficácia das normas que visam prevenir o *insider trading* e identificar os culpados caso ocorra, porque cada vez se torna difícil realizar essa identificação face as mudanças no ambiente regulatório e negocial global.

Apesar de se terem levantado várias correntes opostas, com argumentos de vertente económica, hoje é quase unânime a concordância quanto à interdição do uso de informação assimétrica, podendo considerar-se ultrapassadas as querelas suscitadas no passado.

6. Incumprimento do Dever de Segredo

6.1. Sistema Sancionatório Mobiliário

O Código dos Valores Mobiliários adota uma estrutura dualista, composta por uma larga malha de contraordenações e dois crimes, que o legislador classifica como crimes contra o mercado. Estrutura esta que permite estabelecer uma distinção clara entre as infrações aos deveres sobre os quais depende o regular funcionamento do mercado, que são cobertas pelas contraordenações, às infrações que pelo grau de danosidade, manifestamente penoso e intolerável, com suscetibilidade de agredir bens jurídicos aptos para abalar a estrutura, funcionamento e organização do sistema financeiro, requerem a tutela penal que é conferida pelos crimes estabelecidos no código.⁶⁴

A violação do dever de segredo irá gerar responsabilidades de diversas ordens, a citar: civil, disciplinar, contraordenacional e penal.

6.1.1. Responsabilidade Contraordenacional

O incumprimento do dever de segredo é sancionado com contraordenação presente no elenco de sanções relativas à inobservância dos deveres a serem seguidos no decorrer de uma oferta pública de aquisição, referido na al. e), nº 2 do artigo 393.º do CVM.

Dentro da escala abstrata existente para classificar a maior ou menor gravidade das contraordenações, que distingue as menos graves, as graves e as muito graves, a contraordenação relativa ao dever de segredo enquadra-se no elenco das contraordenações muito graves. Segundo a al. a) do nr. 1 do artigo 388.º, às

⁶⁴ CMVM, *Contraordenações e Crimes no Mercado de Valores Mobiliários: o sistema sancionatório, evolução legislativa e as infrações imputadas*, (2015),16.

contraordenações dessa natureza, são aplicáveis coimas que podem variar entre 25.000 e 5.000.000 de euros.

6.1.2. Responsabilidade Penal

A violação do dever de segredo é punida também a título de crime de abuso de informação privilegiada, segundo o artigo 378.º do Código dos Valores Mobiliários, que proíbe a utilização abusiva de informação privilegiada, que neste caso é a informação de que está em vias de preparação uma oferta pública de aquisição.

Em Portugal, a criminalização do uso abusivo da informação privilegiada decorreu com a introdução do mesmo no artigo 449.º do Código das Sociedades Comerciais, seguidamente/ mais tarde veio a se autonomizar no art. 666.º Código do Mercado dos Valores Mobiliários, em 1991, que transpôs as recomendações contidas na Diretiva 89/592/CEE, e atualmente se faz presente no artigo 378.º do CVM, com a sua origem imbricada com a necessidade de proteger os mercados financeiros.

Na síntese de José de Faria Costa e de Maria Elisabete Ramos, o que se pretende com a incriminação do abuso de informação privilegiada é a tutela da confiança dos investidores no adequado funcionamento do mercado, e garantir a igualdade informativa a todos potenciais agentes do mercado para que estes possam ver protegidas as suas decisões económicas individuais. Favorecendo a proteção da livre concorrência em si mesma, na qualidade de um dos princípios enformadores do regular funcionamento do mercado.⁶⁵

Por seu turno, Frederico Lacerda Pinto é de opinião ainda que o mercado de valores mobiliários enquanto um dos setores da economia nacional, com relevância constitucional, à luz do art. 101.º da CRP, é merecedor de tutela penal. Mais concretamente, com a incriminação destes comportamentos o que se visa proteger é a função pública da informação na qualidade de justo critério de distribuição de risco nas negociações dentro do mercado de valores. A informação no mercado de valores é considerada um bem jurídico económico, que é condição essencial para o regular funcionamento e organização do mercado, que quando mal utilizada, é suscetível de subverter o bom desempenho do mercado e diminuir os níveis de eficiência. Ou seja, o que está em causa é garantia de condições paritárias em relação ao bem económico que é a informação.⁶⁶

O crime de abuso de informação pode assumir formas distintas, como a transmissão, fora do âmbito das funções, a aquisição, aconselhamento, negociação e ordenação, de venda, compra, troca ou subscrição de valores mobiliários, com base em informação privilegiada, direta ou indiretamente, para si ou para outrem.⁶⁷

⁶⁵ José de Faria Costa/ Maria Elisabete Ramos, *O crime de abuso de informação privilegiada*, Coimbra Editora, (2006), 37-38.

⁶⁶ Tanto que uma das recomendações encontradas no artigo 4.º da Diretiva 2014/57/EU no artigo 4.º– Diretiva Europeia relativa às Sanções Penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado), relativa à transmissão de informação, é que os Estados Euro-comunitários, considerem como infração penal, a transmissão ilícita de informação privilegiada, quando cometida com dolo e em situações graves.

⁶⁷ André Alfar Rodrigues, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, (2024), 214.

Face a gama de possibilidades e a frequente confundibilidade, importa referir que o mero conhecimento da informação privilegiada de que está em vias de preparação uma oferta pública de aquisição, não consubstancia por si só crime de abuso de informação. Pode é ter relevância para efeitos dos art. 194.º a 197.º do Código Penal, que tratam da violação e do aproveitamento indevido do segredo e da correspondência de terceiros; na mesma ordem, distingue-se igualmente do *non trading*, que ocorre quando alguém recebe o segredo, e na posição de recetor da informação, e nada faz, ou seja, não utiliza efetivamente a informação.⁶⁸ Na verdade, o ponto convergente das modalidades de *insider trading* está na prática de um facto (abusivo) que tem como objeto a informação privilegiada, sobre a preparação da OPA.^{69 70}

Como se referiu acima, a qualificação dos insiders será de extrema importância na definição das consequências jurídicas a que o infrator está sujeito.

Assim, aos insiders primários, pelo vínculo de confiança que possuem com o emitente e pela quebra dos deveres de lealdade a que estão adstritos, com violação do dever de segredo e utilização abusiva da informação, sofrem as consequências mais pesadas, tanto à nível penal quanto à nível societário.

Vale ressaltar, como referido supra, que os insiders primários são aqueles que têm um vínculo direto com a fonte de informação, e ocupam posições de gerência e direção na sociedade, que exigem certo decoro e idoneidade. O registo de condutas desta natureza no cadastro de um gestor de topo é considerado grave e reprovável por minar as relações internas da sociedade. Além disso, estatisticamente, como mais abaixo demonstraremos na análise jurisprudencial, são estes os que mais aparecem como principais atores deste crime, do que resulta a necessidade de punições mais severas para estes que têm praticado essa conduta de forma reiterada.

No geral, para os insiders primários, secundários e todos os que obtiverem a informação de modo ilícito, está definido na lei como pena principal, pena de prisão até 5 anos e pena de multa, e aos restantes que não se enquadrem nessa qualificação, ficam sujeitos à pena de prisão de 4 anos e pena de multa até 240 dias.

De notar que o abuso de informação privilegiada comporta uma pluralidade de sanções, a par das penas principais elencadas no artigo 378.º do Cód.VM.

Entre as penas acessórias, dispostas no artigo 380.º, conta-se a interdição para o exercício de funções de gestão, administração, fiscalização e representação em sociedades sujeitas à supervisão da CMVM, por um prazo não superior a 5 anos, em harmonia com o prazo de prescrição do crime, e a inibição de efetuar negociações em instrumentos financeiros, em nome próprio. Além destas, apresenta sanções em termos indemnizatórios (449.º CSC), e societários, tal como a destituição (403.º do CSC), que poderá ocorrer

⁶⁸ Ricardo Rodrigues, João Soares, Do crime de abuso de informação privilegiada (*insider trading*), (2018), 133.

⁶⁹ A informação privilegiada a que se refere o crime de abuso de informação, no geral, pode se subsumir à várias operações, transações ou contratos que cumpram os pressupostos da informação privilegiada, a citar: precisa, *price-sensitive*, não pública, respeitante à entidades emitentes ou valores mobiliários; todavia, no decorrer desta abordagem, a informação privilegiada a que nos iremos referir diz respeito específica e particularmente apenas à informação de que está em vias de preparação uma oferta pública de aquisição, sobre a qual recai o dever de segredo.

⁷⁰ Fátima Gomes, *Insider Trading*, (1996), 71.

judicialmente ou por deliberação, e a inibição do exercício de quaisquer funções na sociedade onde se cometeu o crime ou noutra com que esta tenha uma relação de domínio ou de grupo e a publicação da sentença.⁷¹

A par das penas principais elencadas no artigo 378.º, podem ser aplicadas as penas acessórias, dispostas no artigo 380.º Cód.VM, como a interdição para o exercício de funções de gestão, administração, fiscalização e representação em sociedades sujeitas à supervisão da CMVM, por um prazo não superior a 5 anos, em harmonia com o prazo de prescrição do crime, fica também inibido efetuar negociações em instrumentos financeiros, em nome próprio.

6.2. Novas formas de Abuso de Mercado

A evolução das tecnologias de comunicação e informação impulsionou o surgimento de novas formas de negociação em mercado, sendo ela nos dias atuais e em grande escala, realizada por intermédio da internet.⁷²

Com a desmaterialização e despersonalização da atividade do mercado surgem os sistemas automatizados de negociação, e com ela novas ameaças à integridade do mercado, como a negociação de alta frequência capaz de constituir mecanismos favorecedora da manipulação do mercado, e têm vindo também a ser registados vários casos de abuso de informação privilegiada executados com recurso aos meios informáticos, onde hackers profissionais invadem os sistemas informáticos das sociedades cotadas ou plataformas oficiais dos organismos públicos ou entidades oficiais, e obtêm informações relevantes-privilegiadas sobre OPAs e demais assuntos confidenciais, antes desta serem anunciadas ao público.⁷³

Há, contudo, um grande problema relativo à sustentação de prova desse tipo de crime, tanto que o primeiro caso transitado em julgado para o crime de *insider trading*, apenas sucedeu 17 anos após a sua entrada em vigor no sistema português. O mesmo ocorreu no Brasil, que contou com apenas um caso transitado em julgado em 20 anos da sua implementação⁷⁴.

O que pode significar que o facto típico ou não tem ocorrido e os mecanismos de prevenção têm cumprido o efeito desejado, ou que autoridades de supervisão e fiscalização não têm sido capazes de detetar, e investigar estes comportamentos.

Como acontece com a generalidade dos crimes económicos modernos, há uma dificuldade em relação à identificação direta e imediata do dano real. O surgimento exponencial de novas estruturas de negociação tem aumentado cada vez mais a dificuldade na fiscalização deste crime, e pela multiplicidade de novas possibilidades e meios de violar ou de manifestação dessa conduta, por meio telefónico, redes sociais,

⁷¹ Paulo Câmara, *Manual de Direito de Valores Mobiliários*, Almedina, 4ª edição, (2018), 957

⁷² José Ferreira Gomes, Dinis Braz Teixeira, João Teles, *Direito das Sociedades Cotadas*, (2023), 364.

⁷³ José Ferreira Gomes, Dinis Braz Teixeira, João Teles, *Direito das Sociedades Cotadas*, (2023), 365-366.

⁷⁴ Ives Gomes, Mariana de Andrade, *Quais os meios de prova no crime insider trading nos Estados Unidos da América? A Metodologia de Análise de Decisões aplicada na busca de respostas*, *Revista Brasileira de Direito Processual Penal*, vol. 9, n. 1, (2023), 389-425.

oralmente, por escrito, por testemunho, muitas vezes torna-se difícil de provar, e identificar os autores das práticas delituais.

Sem descurar as vantagens e facilidades proporcionadas pela evolução tecnológica, grandes são também os desafios que a acompanham, o que tem exigido que as sociedades reforcem o controlo na partilha de informação interna empresarial, invistam na formação dos profissionais que trabalham com informação privilegiada em segurança cibernética, e demais atualizações dos trabalhadores e dos sistemas de tratamento de informação, que têm sido grandes aliados das grandes (e pequenas) sociedades que gerem grandes fluxos de informação.

Assim, torna-se necessária a implementação de meios sofisticados de prevenção, controlo e repressão, como também as autoridades de supervisão, órgão de polícia criminal e autoridade judiciária, com o reforço na cooperação internacional, para que possam cobrir as lacunas que possam existir em negociações plurilocalizadas de modo a acompanhar a nova dinâmica do mercado.

Em mercados financeiros mais desenvolvidos já se verifica a implementação de novos mecanismos para contrabalançar as novas estratégias fraudulentas, e estas carregam o encargo de demonstrar ter eficácia suficiente ou ser proporcionais aos modelos modernos de negociação para cumprir com o objetivo que é contramotivar a prática destes delitos. A título de exemplo, trazemos algumas das medidas inovadoras que têm vindo a ser aplicadas nos Estados Unidos da América.

A SEC, agência responsável pela regulamentação e supervisão dos mercados de valores mobiliários nos EUA, adotou regras modernas para as novas estratégias e formas de abuso que têm surgido.⁷⁵ Dentre as mais recentes medidas tomadas temos a destacar, o lançamento de novas regras de divulgação de segurança cibernética. Em julho de 2023, adotou regras que exigem que as empresas cotadas divulguem prontamente incidentes materiais de segurança cibernética e também forneçam relatórios anuais sobre seu gerenciamento, estratégia e governança de riscos de segurança cibernética.

As adaptações que surgiram ao ambiente de trabalho depois da COVID-19, que tornaram o trabalho remoto o “novo normal”, não passaram despercebidas, e constituíram também um ponto de preocupação para a SEC, isto porque, ter os indivíduos a trabalhar a partir de casa, ou qualquer parte do mundo, pode facilitar o *insider trading*, o que tem se constatado com as novas denúncias que têm vindo a receber. Tal que, em 2023, a SEC apresentou acusações de uma negociação interna que passava contra Jordan Meadow, um corretor e negociante financeiro, e o CCO, Steven Teixeira, associada a sua “suposta” (porque ainda não provada) negociação com base em informação privilegiada que obteve através do computador portátil da sua namorada enquanto trabalhava a partir de casa, engendraram lucros de até 758.600\$. Desde a pandemia que tem crescido o número de

⁷⁵ Sobre as mais recentes modalidades de abuso: Anthony Mirenda, Christopher Hart, Leah Rizkallah,, *White Collar Law and Investigations: SEC to continue aggressive enforcement efforts in 2024 after record-setting 2023*, (27 de Fevereiro de 2024). Disponível em: <https://foleyhoag.com/news-and-insights/blogs/white-collar-law-and-investigations/2024/february/sec-to-continue-aggressive-enforcement-efforts-in-2024-after-record-setting-2023/>.

casos registados similares a este, e que tem constituído uma das grandes batalhas das empresas realizar o gerenciamento da confidencialidade nos tempos atuais.⁷⁶

6.3. Análise Jurisprudencial

A jurisprudência portuguesa tem cada vez mais aprofundado o conceito de abuso informação privilegiada em situações de preparação de oferta pública de aquisição, como se vê nos casos a demonstrar a seguir.⁷⁷

Para tratar deste tema faremos menção dos casos mais recentes divulgados pela CMVM, dos casos internacionais publicados pelas revistas de mercado de capitais e sites autorizados, alguns destes com a identificação das partes envolvidas, e traremos também casos sem identificação das partes, que não tendo a descrição dos sujeitos, foram objeto de estudo analítico e estatístico da CMVM sobre casos de divulgação de informação privilegiada em decorrência de uma OPA, que vem descrever as situações que aconteceram, os padrões que se verificam, bem como as inovações que se aplicaram numa tentativa de burlar o sistema e as autoridades.

Dentre os mais recentes na jurisprudência portuguesa, há o processo decidido em 15 de Setembro de 2016, Proc. 963/ 14.9TDLSB, de Fernando Estrela, onde um parente de um dos sócios da sociedade oferente emitiu ordens de compra de ações da sociedade visada, caso claro de insider trading cometido por um insider primário que é o sócio.

E ainda o caso, de 16 de Abril de 2015, Cláudio Ximenes, Proc. 3233/11.0TDLSB, um ex-empregado da sociedade sobre a qual seria feita uma OPA, e que já lá tinha prestado consultoria financeira, emitiu ordens de compra sobre a mesma antes do lançamento do anúncio preliminar, entretanto, em alegações de defesa afirmou que as ordens emitidas por si, foram realizadas ao abrigo de recomendações associadas ao contrato de consultoria financeira. Contudo, o tribunal deu como improcedente as alegações de defesa, posto que o contrato em questão tinha cessado 1 ano e 6 meses antes da tomada de decisão de adquirir participações naquela empresa, e com base também na experiência com casos da mesma vertente.

À semelhança do que ocorre em Portugal, assim o é no resto do mundo, em que se repete o mesmo comportamento que se pretende evitar, de aproveitamento particular por parte dos que se encontram em posição privilegiada, e apesar das consequências pesadas destacadas para os insiders primários que quebrarem a confidencialidade, esta apresenta-se como um dos casos mais comuns, a violação do dever de segredo por insiders primários através da transmissão da informação à familiares, amigos, empregados de confiança, pela recorrência com que vem acontecendo.⁷⁸

Veja-se o caso do bilionário Joe Lewis, de 87 anos, em 2024, dono do clube de futebol Tottenham Hotspur, em Manhattan, foi multado em 5 milhões de dólares, apesar das diretrizes federais, no caso, exigirem uma sentença entre 18 meses e dois anos de prisão;

⁷⁶ Securities and Exchange Commission v. Jordan Meadow and Steven Teixeira, No. 23-civ-05573 (S.D.N.Y. 29 de Junho de 2023).

⁷⁷ José Ferreira Gomes, Dinis Braz Teixeira, João Teles, *Direito das Sociedades Cotadas*, (2023), 347 e ss.

a defesa de Lewis solicitou clemência, citando a confissão de culpa feita pelo autor, a cooperação com as autoridades e a saúde precária.⁷⁹

Lewis passava informações privilegiadas sobre as suas empresas e informações que tinha pela influência que detém no mundo financeiro, para os seus pilotos particulares, amigos, assistentes pessoais e parceiras românticas, a fim de enriquecer os seus associados próximos.

É de salientar que registos como estes no perfil de um executivo de topo, ou de um profissional em áreas de gestão, causa prejuízos prolongados à respetiva reputação e coloca em causa o seu perfil profissional, deixando de transmitir confiança para ocupar cargos de representação e administração no futuro. Porque a lealdade é dos aspetos que mais se presa nessa posição, inclusive em sociedades cotadas, onde colocar um administrador com histórico de crimes de abusos pode causar desconfortos ou dúvidas aos investidores para se vincularem a tal sociedade emitente.

Voltando ao cenário português, presente no relatório periódico publicado pela CMVM, sobre o funcionamento do sistema sancionatório vigente no mercado de valores mobiliários, há a descrição de uma sequência de casos de abusos de informação que ocorreram em fase preliminar da oferta pública de aquisição, sem identificação dos emitentes ou investidores relacionados, dos quais faremos menção de alguns dos relatos.⁸⁰

Nota-se que na generalidade dos casos demonstrados que foram participados ao Ministério Público pela CMVM, no período 2009-2013, em todas as ofertas públicas de aquisição efetuadas nesse período, foram identificados indícios fortes de abuso de informação, cometidas por pessoas com habilitações especiais, ou seja, que ocuparam ou ocupavam na altura cargos de administração ou direção em sociedades emitentes ou intermediários financeiros.

E registou-se a adoção de diferentes e sofisticadas estratégias para camuflar os esquemas, usando contas de terceiros para efetuar a compra de valores mobiliários; dispersando o capital por contas diferentes e distintos intermediários financeiros; fazendo com recurso à circuitos internacionais de intermediação, o que fazia a transação percorrer várias jurisdições, e a utilização de veículos *off-shore*. Contudo, a CMVM através das suas plataformas e técnicas de análise de negociação e com o auxílio da cooperação internacional logrou detetar as manobras fraudulentas com sucesso.

No primeiro caso, o presidente de um emitente que detinha um lote maioritário de ações, foi contactado por uma empresa que manifestou interesse em adquirir o lote que este possuía, com a imposição de certas condicionantes. Após contatos subseqüentes, ainda informais, em que o presidente da sociedade visada, assegurou que as condições seriam satisfeitas, a empresa interessada assegurou que pagaria o dobro do valor a que as ações estavam a ser comercializadas na altura. Nesse período, ainda na fase preliminar da oferta, ocorreu que um dos administradores não-executivos contraiu um empréstimo bancário para comprar ações da empresa sobre a qual a oferta seria feita, o que levantou várias suspeitas, posto que este administrador detinha um vínculo familiar com o

⁷⁹ Mike Wendling, “ Joe Lewis: How one of Britain's richest people broke insider trading laws” , BBC News, (2024). Disponível em: <https://www.bbc.com/news/world-us-canada-68716896>.

⁸⁰ Em geral: CMVM, *Contraordenações e Crimes no Mercado de Valores Mobiliários: o sistema sancionatório, a evolução legislativa e as infrações imputadas*, Coimbra, (2015), 2ª ed., 154 e ss.

presidente da sociedade visada. Com o anúncio da oferta, o administrador alienou as suas ações pelo dobro do valor que havia pago.

Em julgamento, realizado em 2003, o tribunal decidiu tratar-se de um caso de abuso de informação privilegiada cometida por insider primário, que tomou conhecimento da informação por conta das funções que desempenhava e das relações de parentesco com o presidente da empresa, tendo sido por fim condenado à pena de prisão de dezoito meses e 120 dias de multa. Houve, no entanto, suspensão da pena por um período de três anos, condicionada pelo dever de realizar a entrega do equivalente a 499.999€, a três instituições de solidariedade social.

No segundo caso decorreu a aquisição de ações da empresa visada, antes no anúncio de lançamento, por parte de duas empresas *off-shore* que pertenciam a um familiar de um dos administradores do banco que assessorou a operação de preparação da oferta, este foi julgado como fonte primária da informação, e na sequência disso, logo após o anúncio da oferta, as ações foram vendidas e geraram para os infratores mais valias significativas. Em decorrência do julgamento estes acabaram por ser absolvidos por dúvida razoável, apesar das alegadas “sérias suspeitas” proferidas em sentença.

Este último caso, decorrido em território português, com julgamento ocorrido em 2004, deu-se no decurso da fase preliminar de uma oferta amigável, onde o presidente da sociedade oferente, que participou diretamente na sua preparação, violou o dever de segredo e a proibição do uso da informação, transmitindo ao seu corretor e dando ordem a este para a aquisição das ações da sociedade visada para a carteira de títulos de dois dos seus familiares. Com o lançamento da OPA, as ações foram vendidas e geraram mais valias para estes.

O tribunal julgou como sendo abuso de informação privilegiada em razão do vínculo profissional e das relações que estabelecia com os dois emitentes em questão, tendo sido condenado a 180 dias de multa, e um total de 63.000€ de multa, decisão essa que foi confirmada pelo Tribunal da Relação em sede de recurso, com o incremento de perdas adicionais de vantagens do crime, no montante de 138.892€.

Grande parte dos casos seguem quase sempre um mesmo padrão: a ocorrência da transmissão do segredo para familiares e amigos de negócio. Daí é possível depreender o porquê da orientação seguida pelos Estados Unidos que encara até os parentes dos insiders primários como grupo de atenção ou na classificação de possíveis agentes suspeitos ou passíveis de cometer tal crime.

Em comparação com os Estados Unidos, a generalidade dos países euro-comunitários tem definidas sanções mais ligeiras, o que em parte se deve à própria dinâmica do mercado, aos ganhos individuais conseguidos e prejuízos causados ao mercado. Em comparação com as sanções pela violação da Regra 14e-3 e 10b-5, que aborda o abuso de informação privilegiada relacionada com ofertas públicas de aquisição, e insider trading, [e não só] respetivamente, já executadas nos Estados Unidos, vale analisar o caso de Ivan Boesky, de 1986, uma figura proeminente em Wall Street, que foi acusado de abuso de informação privilegiada ao abrigo da Regra 14e-3 e estatutos relacionados, e foi condenado ao pagamento de uma multa de 100 milhões de dólares e recebeu uma sentença

de 3 anos de prisão, segundo a SEC Historical Society.⁸¹⁸²Ainda nos Estados Unidos, é de notar o caso de Michael Milken, condenado ao pagamento de 600 milhões de dólares em multas e restituições e cumpriu 22 meses de prisão, por insider trading.⁸³

Esses casos ilustram a aplicação robusta da Regra 14e-3 e da 10b-5 pela SEC, demonstrando o seu compromisso em dissuadir o uso de informações privilegiadas, impondo penalidades severas aos infratores, sendo facto também que a pena de prisão nos Estados Unidos pode chegar até 20 anos – o que traduz uma diferença importante em comparação com Portugal que define um máximo de 5 anos de prisão.

⁸¹ SEC v. Ivan F. Boesky, 37 S.E.C. Docket 66, Lit. Rel. No. 11288, (1986).

⁸² Daniel M. Hawke, “Boesky Day”, (1986). Disponível em: <https://www.sechistorical.org/collection/papers/2000/boeskyIntro.pdf>. Acesso: 20 de Junho.

⁸³ Sobre o caso: Tom Nicholas, Matthew Preble, *Michael Milken: The Junk Bond King*, Boston, (2016).

7. Conclusão

A necessidade de manter certas informações confidenciais sempre esteve presente nas relações humanas. A razão de ser deste regime no direito dos valores mobiliários deve-se às particularidades da informação quanto à sua natureza, origem e função, que faz com que fique limitada, e acessível apenas mais tarde ao público em geral.

Ao longo da exposição antecedente, foi possível perceber a influência e importância da informação para o regular funcionamento do mercado financeiro, e as consequências que a falta de regulação da mesma traria, o que fez com que se implementassem normas a regular tanto a sua qualidade como o momento da sua divulgação, de modo a proteger os investidores na tomada das suas decisões, pois estes constituem fatores de influência e condicionantes de investimento ou desinvestimento dos agentes financeiros.

Além destas imposições legais que o princípio da transparência apresenta, ela também visa prosseguir a igualdade informativa no mercado, para que todos os agentes possam tomar decisões com uma base informativa, assim sendo, o princípio da transparência é que vai proibir a utilização da informação em condições desiguais, até que estas estejam acessíveis a todos.

A nosso ver, os objetivos que a transparência acarreta, que são a proteção dos investidores, a eficiência do mercado e a igualdade, são os mesmos que vão fundar a essencialidade do dever de segredo no sistema financeiro.

Com efeito, apesar do princípio da transparência visar a maximização da informação e que todos os agentes possuam a mesma base informativa para tomar as suas decisões, há que reconhecer que nem todas as situações ou operações financeiras poderão seguir o mesmo padrão, e daí surge o dever de segredo como equilíbrio entre a confidencialidade e a transparência, de maneira que proíbe que se divulgue a informação ao mesmo tempo que proíbe que se use para qualquer objetivo que não os permitidos ou qualquer fim particular e egoísta, que possa causar prejuízos aos que desconhecem dessa informação.

Proibindo a negociação com base na informação privilegiada, o regime estabelece penas pesadas que incluem pena de prisão a multas de alto valor, com repercussões no património e na reputação de quem o tentar violar.

Apesar dos mecanismos preventivos e repressivos em vigor atualmente, cada vez mais se demonstra necessária a criação de mecanismos sofisticados para combater os novas modalidades e técnicas usadas para a circunvenção das normas. Principalmente com o desenvolvimento da inteligência artificial, e as novas formas de negociação, mais difícil se torna a identificação dos autores.

Manter um segredo face à nova realidade tecnológica tem-se demonstrado cada vez mais custoso, e relevado a essencialidade no reforço das políticas de compliance e corporate governance.

Bibliografia

- AAVV., *Crimes e Contra-Ordenações no Novo Código dos Valores Mobiliários, Cadernos do CEJ*, (dezembro de 1999)
- ALLEN, Samuel, *The Scope of the Disclosure Duty under SEC Rule 14e-3*; 38 *Washington and Lee Law Review*; 1055, (1981), disponível em: <https://scholarlycommons.law.wlu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2446&context=wlulr>
- ALMEIDA, António Pereira de, *Sociedade Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, 2 vol., 7ª edição, Coimbra (2023), pág. 177-178.
- ARAÚJO, Fernando Borges Correia de, *Análise Económica do Direito: programa e guia de estudo*, Coimbra, (2008).
- AZEVEDO, Maria Luísa; AZEVEDO, Maria do Rosário; BANDEIRA, Luís; CUNHA, Miguel, *Código do Mercado de Valores Mobiliários e Legislação Complementar (Anotado e Comentado)*, Porto, (1996)
- CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, (2009)
- CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito de Valores Mobiliários*, Coimbra, Edições Almedina, 4ª edição, (2018)
- 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 da sociedade*, Paper Uría Menéndez Proença de Carvalho. Acesso: 7 de Janeiro de 2024. Disponível em: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/2767/documento/artPor03.pdf?id=2554&forceDownload=true>.
- CMVM, *Contraordenações e Crimes no Mercado de Valores Mobiliários: o sistema sancionatório, evolução legislativa e as infrações imputadas*, (2015)
- CORDEIRO, António Barreto Menezes, *Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, (2015)
- COSTA, José de Faria; RAMOS, Marlene Elisabete, *O crime de abuso de informação privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra Editora, (2006)
- CUNHA, João Vaz, *As OPA na União Europeia face ao Novo Código de Valores Mobiliários*, Coimbra, (2000), 66.
- BEDOGNI, Carla Rabitti, *Il Dovere di Riservatezza nel mercato finanziario: “L’insider Trading”*, Milano, (1992).

- FAMA, Eugene, *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, *Journal of Finance*, Vol. 25, New York, (1970), 383-417.
- FERREIRA, Manuel Requicha, *Acordos de Aceitação e de Não-Aceitação de OPA*, Coimbra, (2015)
- GAILLARD, Emmanuel, *Insider Trading: The Laws of Europe, the United States and Japan*, Boston, (1992)
- GARCIA, Augusto Teixeira, *OPA: Da Oferta Pública de Aquisição e do seu Regime Jurídico*, Coimbra, (1995).
- GOMES, Fátima, *Insider Trading*, Lisboa, (1996), 17-71.
- GOMES, Ives Nahama; DIONÍSIO, Mariana, “*Quais os meios de prova no crime insider trading nos Estados Unidos da América?*”, *Revista Brasileira de Direito Processual Penal*, vol. 9, n. 1, (2023), 389-425. Acesso em: 18.04.2024. Disponível em: <https://doi.org/10.22197/rbdpp.v9i1.697>
- GOMES, José Ferreira; GONÇALVES, Diogo Costa, *Manual das Sociedades Abertas e das Sociedades Cotadas*, Lisboa, Vol.1, (2018)
- GOMES, José Ferreira, *Direito das Sociedades Cotadas*, Lisboa, 2ª edição, (2023)
- JEHNIFFER, Jaíne, *Mercado eficiente, o que é? Como funciona, consequências e críticas*. 11 de Maio de 2021. Disponível em: <https://investidorsardinha.r7.com/aprender/mercado-eficiente/>). Acesso: 14 de Março de 2024.
- KENYON-SLADE, Stephen, *Mergers and Takeovers in the US and UK*, New York, (2004)
- MARQUES, Tiago Estêvão, *A Revisão do Regime Sancionatório do Direito dos Valores Mobiliários (Algumas considerações a propósito da Lei nº 28/2017, de 30 de maio)*, *Cadernos dos Valores Mobiliários Sobre os 20 anos do CVM*, (2021), 563-566.
- PENA, Nuno Ricardo, *Código dos Valores Mobiliários: anotado e comentado*, 3º ed, (2019)
- RIBEIRO, Diogo; MADALENO, Mara; BOTELHO, Anabela; LOBÃO, Júlio, *A Sensibilidade do Indivíduo face a ganhos e perdas nos mercados financeiros*, *Caderno do Mercado dos Valores Mobiliários nº 65*, (2020), 83-88.
- RODRIGUES, André Alfar, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, (2024).
- RODRIGUES, André Alfar, *Código do Mercado de Valores Mobiliários (Anotado e Comentado)*, Lisboa, 2ª edição, (2022)

- RODRIGUES, Ricardo Alexandre Cardoso; SOARES, João Luz, *Do Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading): Uma análise ius dogmática, entre sistemas e jurisprudências*, Porto, (2018).
- SANTOS, Filipa Ferro dos, *A importância da informação no mercado de capitais; Revista de Direito das Sociedades*, nº 2, 2018, 363-393.
- SANTOS, Filipe, *Divulgação de Informação Privilegiada: o dever de divulgação de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários*, Coimbra, (2011)
- SANTOS, Hugo Moredo, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de voto*, Coimbra, (2011).