



**UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA**

**Sociedades Abertas: Algumas questões levantadas pelo  
*Insider Trading* em Portugal**

Rodrigo Sá Pereira Ribeiro da Fonseca

Faculdade de Direito - Escola do Porto

2017





**Sociedades Abertas: Algumas questões levantadas pelo**  
***Insider Trading* em Portugal**

Rodrigo Sá Pereira Ribeiro da Fonseca

Sob orientação da Professora Doutora Daniela Farto Baptista

**ESCOLA DE DIREITO | CENTRO REGIONAL DO PORTO**

**2017**

**Porto, Maio de 2017**

*À minha família*

*Wealth, in even the most improbable cases, manages to convey the aspect of intelligence.*

*John Kenneth Galbraith*

## **Agradecimentos**

Concluída a dissertação, não posso deixar de sublinhar e agradecer o papel que muitos tiveram no seu desenrolar.

Primeiramente agradeço à Sra. Professora Doutora Daniela Farto Baptista, pela sábia orientação, pelo entusiasmo com que me recebeu desde o primeiro dia, pela disponibilidade constante e genuína alegria com que sempre conduziu este processo.

Agradeço igualmente, e de forma especial, aos meus Pais, grandes responsáveis pela minha formação. A eles devo os valores que guiam a minha conduta, o respeito pela importância do trabalho, bem como o interesse e curiosidade que sempre me caracterizaram.

Agradeço aos meus Amigos, pilares da minha energia e capacidade de trabalho.

Uma última palavra de agradecimento à Catarina Rios, pela paciência e entusiasmo com que me acompanhou nos meses de elaboração do meu estudo. As suas palavras motivadoras, o inigualável companheirismo e a tremenda capacidade de me levar a novos patamares não podiam deixar de ser realçados.

**Resumo:** Pela presente dissertação pretendemos analisar a figura do abuso de informação privilegiada. Para tal dividimo-la em cinco capítulos, a saber: introdução; da importância da informação no mercado de valores mobiliários; do crime de abuso de informação privilegiada; o *legal insider trading* e o caso notável dos administradores e das sociedades comerciais; e as nossas conclusões. Cada um dos capítulos é posteriormente subdividido de forma a explorar problemáticas igualmente relevantes para o nosso estudo. Ao longo da dissertação serão apresentados pontos de vista doutrinários e jurisprudenciais essenciais para a compreensão do tema, ao mesmo tempo que acrescentaremos a nossa própria visão dos factos, quando oportuna. Tivemos sempre presente os ensinamentos do direito comparado, em especial o contributo norte-americano para o estudo da figura de *insider trading*. Tratando-se de um tema de contornos complexos, não fosse um crime financeiro, encontramos como grandes problemas a falta de decisões judiciais nacionais e a dificuldade de prova de comportamentos que se enquadrem na prática do crime.

*Abstract: By the present thesis we wanted to analyse insider trading. For such purpose, we divided our thesis in five chapters, namely: introduction; the importance of information in the securities market; insider trading crime; legal insider trading and the notable case of company managers; conclusion. Each chapter is subdivided to explore other issues we consider relevant. Throughout our thesis, we will present relevant doctrine and case law which are of the most importance to fully understand the subject of this thesis, as well as our own point of view, when appropriate. We kept in mind the teachings of comparative law for the study of this subject, specially United States' law. Being a complex subject, as it is a white-collar crime, as main problems we faced the lack of national sentences and the difficulty of proof regarding insider trading crimes.*

**Palavras-chave:** informação; abuso de informação privilegiada; mercados financeiros; valores mobiliários.

**Keywords:** *information; insider trading; securities market; securities.*

<b>Índice</b>	
<b>AGRADECIMENTOS</b>	6
<b>RESUMO/ <i>ABSTRACT</i></b>	7
<b>ÍNDICE</b>	8
<b>LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS</b>	9
<b>1.INTRODUÇÃO</b>	10
<b>2.DA IMPORTÂNCIA DA INFORMAÇÃO NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS</b>	11
2.1.Breve Resenha Histórica do Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários	11
2.2.A Informação no Panorama Atual dos Valores Mobiliários	13
2.3.Informação Privilegiada	17
2.4.Divulgação da Informação Privilegiada	22
2.4.1 <i>Selective Disclosure</i>	23
<b>3.DO CRIME DE ABUSO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA, VULGO <i>INSIDER TRADING</i></b>	24
3.1.Evolução e Importação da Figura	24
3.2.Pressupostos do Crime de Abuso de Informação Privilegiada	26
3.3.Casos Notáveis na Jurisprudência Portuguesa	28
3.4.Legalização do <i>Insider Trading</i>	34
<b>4.O <i>LEGAL INSIDER TRADING</i> E O CASO NOTÁVEL DOS ADMINISTRADORES E DAS SOCIEDADES COMERCIAIS</b>	37
4.1.Breve Explicitação do Conceito	37
4.2.Delegação de Poderes de Gestão e Administradores de Facto	38
4.3.Instrumentos de Remuneração dos Administradores	39
4.4.Pessoas Coletivas e a Questão da Aquisição de Ações Próprias	43
<b>5. CONCLUSÃO</b>	44
<b>6. BIBLIOGRAFIA</b>	48

## **Lista de Siglas e Abreviaturas**

Art. – Artigo

Arts. – Artigos

CEE – Comunidade Económica Europeia

CE – Conselho Europeu

Cfr. – Confrontar

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CP – Código Penal

CRP – Constituição da República Portuguesa

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DL – Decreto-Lei

*Ob. Cit.* – Obra Citada

OPA – Oferta Pública de Aquisição

P. – Página

Pp. – Páginas

SEC - *Securities and Exchange Commission*

UE – União Europeia

## 1. Introdução

A complexidade da sociedade moderna, em constante mutação e cada dia mais globalizada, reflete e acentua a crescente sofisticação da criminalidade financeira<sup>1</sup>. A regulação de comportamentos que configurem os chamados *white collar crimes*<sup>2</sup>, assume um protagonismo cada vez mais vincado. Os recorrentes escândalos que abalam sobremaneira o mundo financeiro, destroem poupanças de uma vida a pequenos e grandes investidores<sup>3</sup>.

Destarte faremos incidir a nossa dissertação sobre as especificidades da prática do crime de abuso de informação privilegiada<sup>4</sup>. A sua evolução histórica e o seu estado atual com a pertinente chamada de atenção para a complexidade dos crimes financeiros e a dificuldade de prova da prática dos mesmos, com as devidas comparações com a doutrina estrangeira, mais concretamente com o Direito Norte-Americano, sistema que notavelmente trata e regula o *Insider Trading*<sup>5</sup>.

Como estamos a falar de sociedades com o capital aberto ao investimento público, não poderemos deixar de nos focar no fator que, ao fim e ao cabo, faz a diferença entre perdas colossais e ganhos não negligenciáveis, isto é, a informação.

Como veremos, a informação é uma variável, só de *per si*, suscetível de provocar avultadas alterações nos mercados financeiros, sendo também um bem valioso, no sentido em que a sua posse se reveste de extrema importância para o investidor poder atempadamente reagir e agir, conforme aquilo que sabe. Finalmente, faz os mercados funcionarem, tendo um relevo crescente na aldeia global.

Em conclusão, referir-nos-emos a práticas legais de utilização de informação privilegiada e ao caso individual da prática do crime por administradores societários,

---

<sup>1</sup> Assim entende JOANA MARQUES VIDAL, procuradora-geral da República em declarações proferidas à margem do seminário *Justiça Igual para Todos* in [www.tsf.pt](http://www.tsf.pt)

<sup>2</sup> Expressão comumente utilizada para descrever crimes económico-financeiros. A sua origem situa-se na década de 40 do século XX e é proveniente dos agentes típicos deste tipo de crimes, isto é, indivíduos de posição respeitável e prestigiada, por contraposição aos *blue collars* associados à classe operária, conforme nos explica JOSÉ MANUEL DA SILVA CARVALHO FERREIRA, *Criminalidade económica: entre o crime de colarinho branco e o crime de colarinho azul – Existirá o crime de colarinho cinzento?*, Universidade do Minho, 2013, pp. 2-4.

<sup>3</sup> Vide Caso Papel Comercial do Grupo Espírito Santo, que fez colapsar um banco e deixou inúmeros investidores sem qualquer parte do capital investido.

<sup>4</sup> O qual caracterizamos *infra* no nosso discorrer.

<sup>5</sup> Vide nota de rodapé 26.

cuja superioridade hierárquica se pode revelar tentadora, facto que merece especial censura. Afinal, com grandes poderes vêm grandes responsabilidades.

## **2. Da Importância da Informação no Mercado de Valores Mobiliários**

### **2.1 Breve Resenha Histórica do Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários**

Na sua génese, o surgimento e crescimento dos mercados de Valores Mobiliários não podem deixar de se associar à evolução dos Direitos Comercial e Societário, e em consequência, com o evento da expansão marítima iniciada nos séculos XV e XVI, como também com o desenvolvimento das poderosas Companhias das Índias<sup>6</sup>. Os períodos de maior crescimento do Direito que os regula estão, por regra, relacionados com grandes choques e escândalos especulativos, com especial incidência no mundo anglo-saxónico, principal motor económico-financeiro mundial do século XVII em diante<sup>7</sup>, motivado pela extensão do Império Britânico.

É, no entanto, nos Estados Unidos da América que o mercado de valores mobiliários adquire um papel essencial. Desde a sua origem, a economia norte-americana é caracterizada pelo elevado nível concorrencial entre empresas, fator que levou a uma intensa produção legislativa, com natural evidência para o período pós *crash* bolsista de 1929 e eventual período de Grande Depressão que se seguiu. Aqui encontramos, como pedra de toque legislativa, o *Securities Act* de 1933 e o *Securities Exchange Act* de 1934, os quais trouxeram ao Direito Nacional influência determinante em três aspetos: criação de uma entidade reguladora do mercado de valores mobiliários<sup>8</sup>, diferenciação entre ofertas privadas e públicas de valores mobiliários, e ainda, com extrema importância para o nosso estudo, a consagração

---

<sup>6</sup> Embora se discuta o momento e local exatos de surgimento das bolsas de valores, tem-se apontado a Baixa Idade Média flamenga, com a relevantíssima influência do poderio mercantil da Liga Hanseática, como altura determinante para o aparecimento destes espaços. Não devemos esquecer, no entanto, e como diz PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina 2011, p.35, a intrínseca relação entre os mercados de valores mobiliários e a emergência e robustecimento das sociedades anónimas.

<sup>7</sup> Não podemos deixar de sublinhar a produção legislativa britânica neste âmbito, com destaque, desde logo, para o *Bubble Act* de 1720, destinado a prevenir bolhas especulativas, ou o *Joint Stock Companies Act* de 1844, que figura como marco no desenvolvimento das sociedades de responsabilidade limitada.

<sup>8</sup> No plano norte-americano deu-se a criação da *Securities and Exchange Commission*, em 1934; no plano nacional, assistiu-se à criação da *Comissão de Mercado de Valores Mobiliários* pelo DL 142-A/91, de 10 de Abril de 1991, claramente inspirada pelo surgimento da primeira.

do Princípio de *full disclosure* de informações<sup>9</sup>, o qual vem reforçar a tutela e proteção conferidas ao investidor de valores mobiliários.

Não devemos encerrar este superficial discorrer histórico sem nos centrarmos no contexto português. Assim, e sendo um dos principais centros mercantis da Idade Moderna, Portugal foi acompanhando a evolução europeia e mundial da regulamentação dos mercados de valores mobiliários ao seu próprio ritmo. Aponta-se o século XIX como momento determinante a partir do qual esta área jurídica começou a adquirir crescente autonomia e a separar-se do contexto jus-societário ao qual estava remetida. Com o advento da República Democrática, veio a primeira codificação<sup>10</sup>. Conjugado com este facto, surge, por feliz coincidência, a Lei Quadro das Privatizações, que veio dar sentido ao Código então aprovado, tendo em conta a reversão das nacionalizações operadas no período pós 25 de Abril de 1974, evento crucial no desenvolvimento de um saudável mercado de capitais<sup>11</sup> no território nacional. Em conjugação com estes factos, assistiu-se, de igual forma, à regulamentação europeia dos mercados de valores mobiliários, a qual veio, naturalmente, a influenciar e moldar a própria legislação nacional<sup>12</sup>.

Estas linhas servem para realçar o papel diferente que a informação foi tendo ao longo dos tempos. Se há séculos atrás, apenas uma minoria tinha acesso ao mercado de valores mobiliários, hoje em dia assiste-se a uma repartição de emitentes e investidores de forma quase que pontilhada, tal é a distribuição de intervenientes no mercado de capitais. Assim, naturalmente que se passou de uma lógica que se limitava a algumas sociedades admitidas à negociação<sup>13</sup>, para um plano mais recente, reforçado durante a centúria de noventa, onde o público em geral tem acesso ao investimento não apenas como investidor, mas também como recetor. Conclui-se, pois, que a sociedade tecnológica em que habitamos favorece a rápida troca de ideias, que se reflete em decisões quase automáticas que afetam o mercado no seu todo e os mercados de valores mobiliários, o que por sua vez se espelha nos

---

<sup>9</sup> Assim PAULO CÂMARA, *Os Deveres de Informação e a Formação de Preços no Mercado de Valores Mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* Nº 2 1º Semestre 1998, pp. 81 e ss.

<sup>10</sup> DL nº 142-A/91, de 10 de Abril, aprova o Código do Mercado de Valores Mobiliários

<sup>11</sup> Neste sentido PAULO CÂMARA, (2011), p. 56.

<sup>12</sup> Como é o caso do recente Regulamento (UE) 2016/1033 do Parlamento Europeu e do Conselho de 23 de junho de 2016,

<sup>13</sup> Recordamos, neste âmbito, o sistema de concessão administrativa para a constituição de sociedades de responsabilidade limitada, conforme nos relata JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, Volume II, Coimbra, 2014, pp. 78 e ss.

preços dos valores mobiliários<sup>14</sup>, que oscilam à mínima informação positiva ou negativa sobre os ativos que lhes subjazem.

## **2.2 A Informação no Panorama Atual dos Valores Mobiliários**

Nunca, em toda a história da humanidade, a informação assumiu um caráter tão central e fundamental como no mundo hodierno. A rapidez e consequente imediatividade com que o ser humano adquire novos conhecimentos e saberes, transformou o modo como esta é encarada. Estar bem informado é, antes de mais, estar preparado para enfrentar os desafios que são quotidianamente colocados a uma sociedade cada vez mais ligada e globalizada. Atrevemo-nos, até, a considerar a informação como uma moeda alternativa, no sentido em que a sua detenção determina grandes falhanços ou sucessos negociais, daí que a mesma exija várias cautelas, mas sobre essas nos pronunciaremos mais adiante.

O mercado de valores mobiliários não constitui exceção a esta regra, sendo, aliás, um dos locais onde, por excelência, o valor da informação mais pertinência e centralidade assume. Como bem se entende pela análise temporal supra realizada, a informação sempre assumiu um papel determinante no panorama do direito comercial, no qual se insere o direito dos valores mobiliários.

Mas o que devemos entender por informação para o tema sobre a qual ora dissertamos? Esta constitui uma afirmação que descreve uma determinada situação fáctica da vida real<sup>15</sup>. É através da obtenção de conhecimento, que o ser humano age e atua. Do mesmo modo, o investidor de valores mobiliários necessita de se preparar para tomar decisões de investimento que influenciam não só a sua própria carteira de investimentos, como muitas vezes todo o funcionamento do mercado de capitais. Assim, é comum dividir a informação para efeitos de valores mobiliários em duas vertentes distintas: uma primeira prende-se com o necessário esclarecimento fundamental às referidas decisões de investimento, visto que é através da informação que os investidores estarão aptos a decidir racionalmente onde colocar o

---

<sup>14</sup> Ideia desenvolvida *infra*.

<sup>15</sup> Neste sentido ALEXANDRE LUCENA E VALE, *Informações e Operações sobre Valores Mobiliários in Estudos do Instituto de Valores Mobiliários*, 2012, p 7.

seu capital<sup>16</sup>; uma segunda vertente refere-se à formação regular dos preços de mercado<sup>17</sup>.

Daqui decorre a lógica por trás da regulamentação cada vez mais intensa da divulgação de informação no mercado de capitais. Não só se pretende a proteção dos próprios investidores, os quais têm na informação o seu primeiro e principal mecanismo de defesa, mas também do próprio mercado no seu todo<sup>18</sup>.

Logo, podemos chegar a uma conclusão referente à importância da informação no quotidiano dos mercados, e que se prende com a existência de uma quase simbiose inegável entre a informação disponível a um determinado momento e a cotação e valor de determinados valores mobiliários que com aquela se relacionam. E isto porque o investidor olhará para os títulos que pretende adquirir e fará um julgamento simples: se tem conhecimento que os valores mobiliários alvo do seu eventual investimento estão subavaliados, tenderá a adquirir os mesmos, visto que mais tarde ou mais cedo essa informação afetará a avaliação que o mercado faz deles e o preço irá subir; se, pelo contrário, o investidor sabe que existe naqueles títulos uma sobreavaliação, a decisão racional resultará num desinvestimento e consequente venda de títulos<sup>19</sup>.

No fundo, o que se pretende é a consagração de vários princípios jurídicos da máxima importância para o bom funcionamento dos mercados, o Princípio da Confiança do Investidor, da Transparência na Formação de Preços e da Igualdade na Distribuição do Risco de Investimento.

Não devemos escamotear o papel de trave-mestra atribuído aos investidores em valores mobiliários. As decisões de investimento ou desinvestimento afetam o funcionamento de todo o mercado que, por sua vez, afeta a saúde da economia nacional. Num mundo cada vez mais próximo e com as suas fronteiras em constante esbatimento, o Princípio do *full disclosure* de informação assume um protagonismo extremo no crescimento saudável de uma economia que funciona numa lógica mundial.

---

<sup>16</sup> Vide PAULO CÂMARA, (2011) p. 683, que faz desde logo referência à essencialidade do papel da informação na proteção do investidor.

<sup>17</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, (1998) p. 82.

<sup>18</sup> No contexto norte-americano, veja-se o Acórdão *U.S. Supreme Court: Basic Inc. v. Levinson* (1988) in [supreme.justia.com](http://supreme.justia.com), onde é aplicada a *fraud on the market theory*, segundo a qual os preços dos valores mobiliários são reflexo de toda a informação material disponível sobre as sociedades em causa.

<sup>19</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, (1998) pp. 86 e 87.

Em termos legislativos, apontamos os artigos 7º e 312º e ss. do CVM como ponto axial do nosso estudo. Neles se referem, não só os deveres de informação que oneram as entidades emitentes de valores mobiliários, e protegem os investidores (com especial enfoque nos investidores não qualificados), o mercado de valores mobiliários e até o público em geral, bem como disposições referentes à própria qualidade da informação<sup>20</sup>.

Sobre a suprarreferida qualidade, permitam-nos uma breve nota para decompor o nº 1 do artigo 7º, o qual, referindo-se à generalidade da informação que respeite a valores mobiliários, faz menção explícita à necessidade de essa informação dever ser completa, verdadeira, atual, objetiva e lícita. Socorrendo-nos dos ensinamentos de JOSÉ JOÃO DE AVILLES OGANDO, diz-nos o autor que a informação deverá então ser composta por todos os elementos que possam influir na cotação dos ativos, deverá corresponder à realidade que reflete, ser oportunamente fornecida aos intervenientes dos mercados de forma perceptível, apoiar-se em factos firmes e respeitar a lei, ordem pública e bons costumes<sup>21</sup>.

Partindo das ditas normas, conseguimos observar, de forma generalizada, os deveres de *ongoing disclosure*<sup>22</sup> que a lei consagra.

Devemos ressaltar a existência de princípios constitucionais que impõem ao Estado a necessidade de defesa da eficiência dos mercados de capitais que, como sabemos, é função da quantidade e qualidade da informação disponível para os vários intervenientes do mercado de capitais. Realçamos, especialmente, os artigos 81º e 101º da CRP, os quais explicitam, enquanto incumbências do Estado Português, assegurar que os mercados financeiros funcionem de maneira eficiente de modo a que a concorrência seja equilibrada, bem como reconhecem a importância extrema destes mercados enquanto captadores de poupança e alavancas do desenvolvimento económico do país.

Apesar de serem áreas cuja interligação não olvidamos, não devemos confundir e amalgamar os deveres de informação, exigidos pelas normativas de valores mobiliários, com a legislação que enforma os deveres de informação no plano jus-

---

<sup>20</sup> Visível, notavelmente, no nº 1 do artigo 7º do CVM.

<sup>21</sup> JOSÉ JOÃO DE AVILLES OGANDO, *Os Deveres de Informação Permanente no Mercado de Capitais*, Separata da Revista da Ordem dos Advogados, ano 64, II/I, Lisboa, 2004, pp. 20 e 21.

<sup>22</sup> Entenda-se a divulgação constante e continuada de informação relevante para o funcionamento dos mercados financeiros, latente nos arts. 312º e ss CVM.

societário. Como bem refere JOSÉ JOÃO DE AVILLENZ OGANDO: “(...) compreende-se que, atento o carácter instrumental da informação exigida ao nível societário, esta se encerre dentro dos limites da própria sociedade, visando exclusivamente criar as condições para que os sócios possam esclarecidamente exercer os seus direitos”<sup>23</sup>, ao contrário do que sucede no plano que ora estudamos, onde a informação se projeta e exterioriza muito para lá do contexto societário.

Um outro aspeto no qual é bem visível a diferença de importância dos deveres de informação nos dois contextos suprarreferidos prende-se com a existência da própria CMVM, para garantir que os ditos deveres são efetivamente cumpridos<sup>24</sup>, por contraposição a um controlo praticamente apenas intra-societário, no contexto do direito das sociedades comerciais.

São de várias índole os deveres de informar plasmados no CVM. Antes de mais, devemos distinguir entre deveres de informação ocasionais, que se reportam a um momento específico de prestação de informação motivado por um determinado acontecimento<sup>25</sup>, e deveres de informação permanentes, que ainda se subdividem em deveres de informação periódica e de informação contínua<sup>26</sup>. Assumem especial relevo os deveres de informação contínua<sup>27</sup>, que mantêm o mercado em permanente atualização e assim permitem uma gestão cuidada dos investimentos.

Uma nota ainda para nos debruçarmos sobre as falhas de mercado. Existem vários fatores de decisão financeira, isto é, há vários motivos pelos quais um interveniente no mercado de capitais pode agir ou não agir. Entre esses fatores, devemos salientar a racionalidade económica, que se desdobra em justiça e eficiência no mercado. A partir destas, encontramos a assimetria de informação, que origina a falha que mais relevo tem para o nosso estudo.

Esta assimetria origina variados riscos relativos a oportunidades de investimento, de recuperação de capital ou mesmo da própria estrutura diretiva das sociedades

---

<sup>23</sup> JOSÉ JOÃO DE AVILLENZ OGANDO, *ob. cit.*, p. 5.

<sup>24</sup> Cfr. arts. 358º e ss. CVM.

<sup>25</sup> *V.g.* deveres decorrentes de oferta pública de aquisição, presentes nos artigos 121º e ss. do CVM.

<sup>26</sup> Classificação notavelmente explanada por JOSÉ JOÃO DE AVILLENZ OGANDO, *ob. cit.* p. 3.

<sup>27</sup> Cfr. Art. 248º CVM.

abertas, que fundamentalmente são provenientes de posições de superioridade de determinados agentes comparativamente com outros<sup>28</sup>.

Sendo a eficiência um aspeto fundamental nos mercados financeiros, esta só poderá ser atingida se os dois lados que intervêm nas negociações financeiras estiverem no mesmo patamar. Aqui o Estado assume relevante papel, desde logo, no nosso caso, com a produção legislativa plasmada na CRP e no CVM, mas também com a criação da própria CMVM enquanto serviço de certificação de legalidade, informação, qualidade e bom funcionamento do mercado.

Em conclusão, podemos afirmar que a informação detida num determinado momento é parte integrante do título a que diz respeito. E isto é tão verdade em relação à informação que é do conhecimento geral, como também sobre a informação a que só alguns intervenientes do mercado têm acesso, mas sobre este ponto discorreremos mais adiante.

### **2.3 Informação Privilegiada**

Como dissemos *supra*, a detenção de informação por parte dos agentes dos mercados de capitais é, antes de mais, um fator de superiorização. O indivíduo que tem mais conhecimento do que os seus pares, está melhor armado contra as imprevisibilidades do mercado.

Numa analogia simplificadora, a entidade que está informada equivalerá à pessoa que, sabendo das vicissitudes da meteorologia, decide consultar o boletim de previsões meteorológicas e aparece munido de guarda-chuva num dia de tempestade.

O problema põe-se, pois, quando o nosso indivíduo prevenido é o único a conseguir refugiar-se das gotas que caem, semelhantes à turbulência que ocasionalmente fustiga os mercados, enquanto vê multidões encharcadas da cabeça aos pés, por não terem tido acesso à informação que lhes pouparia o transtorno.

Nesta análise à relevância extrema da informação privilegiada, devemos salientar, uma vez mais, a sua relação com o equilíbrio do mercado. Este é determinado pelo fator

---

<sup>28</sup> Veja-se, especialmente, a diferença entre investidores qualificados e não qualificados. PAULO CÂMARA define os investidores como “titulares potenciais ou efectivos de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros.” in PAULO CÂMARA, (2011) pp. 221. Os primeiros estão definidos na lei, no art. 30º do CVM, e constituem um grupo com maior experiência nas lides do mercado e, por tal, menos protegido pela lei. Os segundos são, por contraposta, dignos de maior proteção, inclusive nos seus direitos a informação, como evidenciado, v.g. nos arts. 323º e 323º-A nº 4 e 6.

tempo e pelo conceito de eficiência relativa<sup>29</sup>, o qual é medido através da velocidade de ajustamento dos preços integrantes dos valores mobiliários à informação que os afeta.

Assim, numa análise à eficiência do mercado devemos partir de um primeiro ponto de equilíbrio, em que a informação privilegiada chega aos profissionais do mercado, e avançar para um segundo ponto de equilíbrio em que a informação está perfeitamente difundida por todo o mercado<sup>30</sup>.

Temos, pois, que a eficiência depende fundamentalmente de dois fatores: que se atinja o segundo ponto de equilíbrio a que fizemos referência, ou seja, que a informação considerada como privilegiada alcance, de igual modo, todos os agentes do mercado de capitais; e ainda é necessário que essa informação incorpore de forma plena e imediata os preços dos valores mobiliários.

Então o que devemos considerar como informação privilegiada? Socorramo-nos da lei para explicitar e definir este conceito.

Observamos no artigo 248º do CVM a obrigatoriedade de divulgação de informação considerada como privilegiada por parte das entidades emitentes de valores mobiliários. No nº 2 do supracitado preceito legal visualiza-se um ensaio de definição de informação privilegiada, estipulando que:

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

A lei faz referência ao crime de abuso de informação privilegiada<sup>31</sup> no Artigo 378º do CVM, definindo de forma mais exata o próprio conceito no seu nº 3 enquanto “toda a informação não tornada pública que, sendo precisa e dizendo respeito, direta ou indiretamente, a qualquer emitente ou a valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, seria idónea, se lhe fosse dada publicidade, para influenciar de maneira sensível o seu preço no mercado.”

---

<sup>29</sup> Cfr. FÁTIMA GOMES, *Insider Trading*, Valadares; APDMC, 1996 p. 3, apud. FRANCESCO CESARINI, *Aspetti económico-aziendali dell'insider trading*.

<sup>30</sup> Objeto plasmado nos arts. 7º e 244º e ss. do CVM.

<sup>31</sup> Questão a ser desenvolvida mais aprofundadamente *infra*. O crime de abuso de informação é vulgarmente designado por *Insider Trading*, por influência da terminologia anglo-saxónica. É comum, de igual modo, utilizar a expressão “operação de iniciados”, esta última de origem francófona, conforme nos explica ANA BROCHADO, *A indemnização por abuso de informação privilegiada no Código das Sociedades Comerciais*, Caderno de Valores Mobiliários, nº 36, Agosto de 2010, p. 32.

Dada a sua definição, passemos agora a decompor a mesma nas várias partes que a compõem: carácter não público; precisão; respeitar direta ou indiretamente a entidades emitentes de valores mobiliários ou a valores mobiliários; possuir idoneidade para influenciar de maneira sensível o preço de mercado dos valores mobiliários.

Primeiramente, pronuncia-se o legislador acerca do carácter não público da informação. Naturalmente que esta é uma das características que reveste a informação do seu cunho privilegiado, visto que, como referem JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS: “Não há dúvida que, tendo sido disseminada pelo público certa informação (...) cessa o carácter privilegiado da informação e, por conseguinte, não alcançam relevo jurídico-penal as condutas que incorporem essa informação nas decisões de investimento ou de desinvestimento.”<sup>32</sup>

Como forma de combate à não revelação de informação, sabemos já que a CMVM estabeleceu uma série de mecanismos que permitem a divulgação da informação em causa<sup>33</sup>, a saber: sistema de difusão de informação da própria CMVM; meio eletrónico de divulgação de informação, seguro e de fácil acesso pelos investidores, disponibilizado pela entidade gestora do mercado onde se encontrem admitidos os valores mobiliários ou boletim do mercado regulamentado; ou ainda jornal de grande circulação nacional.

Sobre este ponto não nos restam grandes dúvidas. Conforme dito *supra*, a informação perde carácter privilegiada assim que é do conhecimento dos intervenientes no mercado financeiro.

Sobre a característica que se refere à precisão da informação, será de recusar a classificação de privilegiada de informação que tenha por base boatos, rumores, assim como as próprias convicções pessoais dos intervenientes, visto não atingirem formulação suficientemente complexa ou determinada para que, *per si*, possam influenciar de maneira profunda as decisões de investimento.<sup>34</sup>

---

<sup>32</sup> JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS, *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada*, Coimbra: Coimbra Editora, 2006, p. 43.

<sup>33</sup> De acordo com o Regulamento da CMVM n.º 4/2004 Deveres de Informação (com as alterações introduzidas pelo Regulamento da CMVM n.º 10/2005(1), pelo Regulamento da CMVM n.º 3/2006 e pelo Regulamento da CMVM n.º 5/2006)

<sup>34</sup> JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS, *ob. cit.* pp. 47 e 48.

Problemas surgem quando esses rumores têm a sua origem em entidade especialmente qualificada para aconselhar e intervir no mercado de capitais, a qual deve conhecer o seu próprio poder e influência que geram neste meio.

Estas considerações remetem-nos, pois, para um outro tema controverso: o de saber quando é que uma informação se torna precisa o suficiente para se enquadrar na definição legal. Não ignoramos que muitas vezes as decisões de afetação de recursos aos mercados financeiros se arrastam por longos processos de negociação, nos quais, nos dizeres de JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS, inúmeras vezes se assiste a um cozinhar de um autêntico “caldo de cultura informacional”<sup>35</sup> que resultará na decisão de investimento ou desinvestimento dos agentes.

Seguindo as doudas explicações dos autores supramencionados, diremos ainda que a concretização de um certo grau de determinabilidade da precisão da informação ocorre quando o processo negocial em curso e moldado pela informação em causa tenha uma probabilidade de não celebração muito reduzida ou quase impossível. Naturalmente que estes conceitos se apresentam como conceitos de contornos pouco concretos, tendo de ser avaliados em cada caso. A nosso ver, a precisão da informação tem sempre de ser analisada com os restantes requisitos, principalmente com o que se refere à capacidade da informação influenciar de maneira sensível os preços dos valores mobiliários, dado que só um conhecimento preciso terá essa idoneidade, mas sobre isso nos pronunciaremos ulteriormente.

Um outro requisito prende-se com a referência a valores mobiliários ou entidades emitentes destes valores ou a quaisquer instrumentos financeiros. No âmbito do nosso estudo, esta característica não levanta dúvidas, no sentido em que é óbvio que a informação controversa terá de estar relacionada com valores mobiliários.

Questão diversa prende-se com a informação que não diga diretamente respeito ao emitente ou ao valor em si, mas sim somente aos mercados financeiros de forma geral. JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS consideram que a chamada *market information*<sup>36</sup> pode, em várias situações, estar relacionada com a prática do crime de abuso de informação privilegiada pelo facto de ter com um determinado emitente ou

---

<sup>35</sup> JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS, *ob. cit.*, p. 49.

<sup>36</sup> Informação que, além de não possuir fonte concreta, está sujeita à influência das transações dos valores mobiliários que lhe subjazem, visto a sua capacidade de alterar o preço futuro desses valores. No fundo trata-se de informação que se refere e afeta o mercado como um todo.

valor mobiliário uma relação de intensa proximidade e que, comprovadamente, pode vir a influenciar a própria cotação dos títulos com os quais se ligue<sup>37</sup>.

Finalmente, e como último requisito, observamos a idoneidade para influenciar de maneira sensível o preço dos valores mobiliários. Na verdade, o peso da informação está intimamente conectado com a variação dos preços dos valores mobiliários.

Problema primordial, neste âmbito, encontra-se no juízo a ser formulado para se considerar uma informação como apta a influenciar o preço dos valores mobiliários, o que equivale a dizer que a informação tem de ser *price sensitive*, na terminologia anglo-saxónica. Diz-nos FREDERICO DA COSTA PINTO que: “Não é assim necessário provar em juízo que o uso daquela informação influenciou efectivamente o curso da negociação, mas sim e apenas que tinha idoneidade para o fazer caso tivesse sido revelada ao mercado”<sup>38</sup>. Afirmar ainda o autor que, à semelhança do que deve ser feito com os outros requisitos, para aferir da dita idoneidade de influenciar, devemos ajuizar, em prognose, sobre os efeitos que a divulgação dessa informação teria originado, caso tivesse sido divulgada, o que se concretizará numa comparação entre os efeitos dessa informação enquanto reservada e enquanto pública.

Concluimos, servindo-nos das sábias palavras de FREDERICO DA COSTA PINTO, afirmando que “Se tal informação (...) fosse (...) susceptível de gerar apetência pela compra ou venda dos activos, tal informação revela idoneidade para influenciar a evolução da cotação.”<sup>39</sup>.

Há ainda a questão levantada pela expressão “influenciar de maneira sensível o preço”. A sensibilidade de um preço está relacionada e é medida recorrendo ao conceito de elasticidade da procura.

O que se pretende com a redação da norma legal é claro: pela negativa, não são tidas como privilegiadas as informações que provoquem alterações mínimas ou irrelevantes nas cotações dos valores mobiliários. No entanto, pela positiva, discute-se se não seria sensato estabelecer uma variação percentual nas cotações que facilitasse a determinação de idoneidade de uma informação reservada a influenciar as mesmas. Neste sentido,

---

<sup>37</sup> Assim JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS, *ob. cit.* p. 51.

<sup>38</sup> FREDERICO DA COSTA PINTO, *Crimes e Contra-Ordenações no Novo Código dos Valores Mobiliários*, Caderno de Valores Mobiliários, nº 7, Abril de 2000, p. 403.

<sup>39</sup> FREDERICO DA COSTA PINTO, *ob. cit.*, p. 403.

FREDERICO DA COSTA PINTO recusa qualquer “quantificação”<sup>40</sup>, considerando esse facto como incompatível com a natureza da norma.

Parece-nos que, em razão da complexidade da matéria que analisamos, não se afiguraria como lógico circunscrever a classificação de uma informação como idónea a uma determinada variação concreta das cotações. Como veremos *infra*, as dificuldades que rodeiam o abuso de informação em Portugal seriam acentuadas caso se optasse por associar à averiguação da dita idoneidade uma determinada quantificação de variação dos valores mobiliários, devendo, em vez disso, ser a mesma definida, caso a caso, respeitando os factos e circunstâncias concretas da situação.

#### **2.4. Divulgação da Informação Privilegiada**

Os deveres de divulgação de informação privilegiada estão relacionados, naturalmente, com uma função de regular o bom funcionamento dos mercados de capitais, mas também uma prevenção da prática do crime de abuso de informação privilegiada.

Compreende-se que, com este dever de divulgação de informação, contendem vários outros deveres, nomeadamente o de qualidade de informação, plasmada no artigo 7º do CVM. São ainda de referir a existência de deveres de segredo (e, naturalmente de direitos a segredo), o que levanta problemas quanto a qual dos deveres prevalece sobre o outro. Seguindo as palavras de FILIPE MATIAS SANTOS, diremos que, no caso dos direitos a segredo, estes sucumbem perante os deveres de divulgação de informação privilegiada. Quando se estiver perante um dever de segredo, o autor faz a distinção entre deveres com origem contratual, os quais se inferiorizam ao dever de divulgação, e deveres de segredo de origem legal, que originam um conflito legal de deveres que, segundo o autor, deverá ser solucionado de forma a respeitar a divulgação da informação em causa<sup>41</sup>.

Podíamos aqui discorrer sobre os concretos deveres de divulgação de informação privilegiada, nomeadamente os que concernem aos artigos 245º ou 246º ou ainda os que rodeiam a figura da oferta pública de aquisição, mas não nos parece que tal aprofundamento seja oportuno para o nosso estudo.

---

<sup>40</sup> FREDERICO DA COSTA PINTO, *ob.cit.*, pp. 403 e 404.

<sup>41</sup> FILIPE MATIAS SANTOS, *Divulgação de Informação Privilegiada*, Coimbra, Coimbra Editora, 2011. pp. 90-92.

Ainda concretamente sobre o dever de divulgação de informação, centramos a nossa atenção no artigo 248º do CVM. Aqui, diz-nos FILIPE MATIAS SANTOS, que informação será reportada a “factos ou eventos, permitindo a sua cognoscibilidade e correspondente transmissão”<sup>42</sup>. Pela leitura do preceito legal, vemos ainda que a informação a ser divulgada deverá ser considerada como privilegiada.

Para incorrer no dever de divulgação de informação, o CVM estabelece como requisitos a classificação como emitente de valores mobiliários admitidos à negociação num mercado regulamentado, e os mesmos que estabelece para que a informação seja considerada como privilegiada (descritos *supra*).

Neste aspeto, apenas uma referência ao nº 2 do artigo 248º do CVM, na parte que concerne aos factos ocorridos, existentes ou razoavelmente previsíveis. Achamos relevante a alusão a factos ocorridos, bem como a factos razoavelmente previsíveis, isto é, factos futuros. O que o legislador pretende, com esta formulação algo vaga, será, segundo FILIPE MATIAS SANTOS<sup>43</sup>, referir-se a factos que sejam previsíveis, tendo por base uma série de outros factos anteriores. Veja-se, *v.g.*, o caso de uma negociação prolongada, na qual se vai acordando nuns pontos e discutindo outros, entendimento corroborado pela jurisprudência nacional<sup>44</sup>, ao afirmar que não só a conclusão de um processo negocial deve constituir informação privilegiada, mas também vários factos que possam ir ocorrendo ao longo da negociação, o que se consubstancia no dever dos intervenientes em processo negocial irem informando, gradualmente, das várias etapas que vão sendo concluídas.

#### **2.4.1 *Selective Disclosure***

A divulgação de informação, por parte dos emitentes, de forma selecionada a grupos de pessoas, normalmente analistas de mercado ou grandes investidores, antes desta ser tornada pública, levanta problemas, nomeadamente porque estamos perante individualidades com poder de influenciar decisões de investimento.

---

<sup>42</sup> FILIPE MATIAS SANTOS, *ob. cit.* pp. 65-73.

<sup>43</sup> FILIPE MATIAS SANTOS, *ob. cit.* p. 49.

<sup>44</sup> Neste sentido, notavelmente o Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 23 de Outubro de 2007.

No contexto americano, e após uma relativa passividade perante este fenómeno, a SEC veio, com a *Regulation Fair Disclosure*<sup>45</sup>, afirmar que quem receba esta informação fica numa posição de superioridade perante os restantes intervenientes do mercado, assunção que nos parece lógica. A violação da divulgação de informação recebida nestes moldes, dá origem à prática do crime de *Insider Trading*.

Em Portugal, o mesmo acontecerá quando o recetor da informação não a divulgue assim que tiver dela conhecimento. Estranho seria se, apenas pela sua categoria de analista financeiro ou papel relevante nos mercados de capitais, a obtenção de informação de carácter não público não constituísse, para estes, indício da prática do crime de abuso de informação privilegiada.

### **3. Do Crime de Abuso de Informação Privilegiada, vulgo *Insider Trading***

#### **3.1 Evolução e Importação da Figura**

Tema central da nossa dissertação, o crime de abuso de informação privilegiada tem a sua génese em meados do século XVIII, altura pela qual começam a surgir as primeiras denúncias de *insider dealing*<sup>46</sup>, embora de uma forma quase informal e irrelevante.

Teríamos de esperar mais duzentos anos para que se assistisse a uma real preocupação com o fenómeno. De forma natural, e pelas razões já discorridas, foi nos Estados Unidos que o tema começou a ser propriamente discutido e a ter a devida atenção, principalmente pelos resultados nefastos evidenciados no já mencionado *crash* da bolsa de valores, que mergulhou este país americano numa profunda crise económica, após décadas de prosperidade, alimentada pela expansão territorial, aproveitamento de conflitos internacionais e robustez das sociedades comerciais norte-americanas, demasiado alicerçadas na especulação em torno da bolsa<sup>47</sup>.

É interessante ver que, segundo nos contam JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELIZABETE RAMOS<sup>48</sup>, o *Insider Trading* foi, durante décadas efetivamente encarado como um benefício normal dos melhor informados, isto é, dos que atuavam com conhecimento de

---

<sup>45</sup> SKADDER, ARPS, SLATE, MEAGHER & FLOM LLP & AFFILIATES: <https://www.skadden.com>

<sup>46</sup> Expressão sinónima de *Insider Trading*, mais vulgarmente utilizada no Reino Unido, local onde, pelas razões explanadas no início da nossa dissertação, se começa a tratar o tema, de forma rudimentar, diga-se.

<sup>47</sup> Ver PAULO CÂMARA (1998) pp. 81 e ss.

<sup>48</sup> JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELIZABETE RAMOS *ob. cit.* p. 19.

causa em virtude da sua posição no mercado de valores (falamos, claramente, de posições de administração em sociedades comerciais). Será igualmente relevante observar que ainda hoje, passada mais de uma centúria sobre a legalidade de tais conceções, muitos ainda as advoguem.

Como fizemos referência no capítulo anterior, foi na década de 30 do século XX que o governo federal norte-americano se dedicou à legislação que viria a afetar comportamentos deste género. Falamos, naturalmente, dos já mencionados *Securities Act e Securites Exchange Act*.

À medida que o conceito foi alcançando definição, duas teorias ganharam relevo, justificando e enformando a noção de *Insider Trading* no panorama legal norte-americano. Em primeiro lugar, a teoria clássica, também conhecida como *disclose or abstain theory*, sustentada notavelmente pelo caso *Chiarella v. United States*, segundo a qual um agente que possua deveres fiduciários para com uma organização e que esteja na posse de informação de carácter não público, deve ou revelar essa mesma informação ou abster-se de praticar qualquer ato que tenha por base esse conhecimento privilegiado. No entanto, esta teoria rapidamente foi alvo de críticas visto que não só pessoas com relações especiais de confiança com as sociedades poderiam cair na qualificação de *insiders*.

Assim, realça-se a *missappropriation theory*, surgida no caso *United States v O'Hagan*, que se refere a uma situação de um indivíduo que realizou operações no mercado financeiro, não sendo um *insider* na aceção tradicional do termo, mas sim alguém de fora da organização, isto é, um *corporate outsider*.<sup>49</sup>

Entre nós, a década de oitenta constitui o marco a partir do qual se deu a criminalização de condutas que permitissem a negociação nos mercados de valores mobiliários fundada em informações privilegiadas. Mesmo antes do advento do CVM, o CSC previa a punibilidade do abuso de informação privilegiada nos artigos 449º e 450º, ainda com carácter não penal, e posteriormente com a tipificação do crime no seu artigo 524º. Aqui, assiste-se à consagração da criminalização do *Insider Trading* com referência apenas a individualidades que ocupassem cargos de administração ou fiscalização nas estruturas das sociedades comerciais, ou que com elas estabelecessem uma relação de prestação de

---

<sup>49</sup> Teorias aprofundadamente explicadas por HOWARD J. KAPLAN, JOSEPH A. MATTEO, ALAN PFEFFER, ARKIN KAPLAN RICE LL, *The Law of Insider Trading*: <http://www.americanbar.org>.

serviços permanentes ou temporários<sup>50</sup>. A regulação deste crime no CSC foi, entretanto, revogada pelo DL 142-A/91 de 10 de Abril, que aprovou o CVM.

O CVM veio, pois, regular de forma exclusiva, o abuso de informação privilegiada, primeiramente no seu artigo 666º, e a partir de 1999 pelo artigo 378º. Ao mesmo tempo, também a União Europeia se envolveu no tema, de forma a tentar harmonizar as diferentes concepções adotadas pelos Estados-Membros. Salientamos as Diretivas 89/592/CEE, instrumento pioneiro para a repressão das práticas de *Insider Trading* nos Estados-Membros, a Diretiva 2003/6/CE (relativa ao abuso de informação e ao abuso de mercado) e, mais recentemente, a Diretiva 2014/57/UE sobre as sanções penais a aplicar ao crime de abuso de informação privilegiada e manipulação de mercado<sup>51</sup>.

### 3.2 Pressupostos do Crime de Abuso de Informação Privilegiada

Começamos este ponto socorrendo-nos de doutrina germânica, mais concretamente de GUNTER STRATENWERTH<sup>52</sup>, que brilhantemente nos aponta os três tipos de lesões provocados pela prática do crime de *Insider Trading*, a saber: constitui um abuso de confiança por parte do indivíduo em relação à empresa que o emprega; pode tratar-se de um engano aos restantes investidores; e, por fim, integra uma forma de ataque ao mercado financeiro em geral.

Será pertinente continuar a análise aos pressupostos deste crime referindo-nos aos indivíduos que são suscetíveis de o praticar. Desde logo, como acima ficou explicitado, somos confrontados com várias categorias de agentes: os *corporate insiders*, classificação que, como se percebe, se refere a pessoas que possuam qualidade de titular de órgão de administração ou fiscalização de entidade emitente ou titular de participação no capital do emitente; os *temporary insiders*, ou seja, pessoas que prestem serviços permanentes ou temporários a emitentes; *insiders* não institucionais, isto é, pessoas que exerçam profissão ou função pública; e ainda os *tippees*, ou por outras palavras, todos aqueles que recebam informações de *insiders* e negociem com base nessas informações obtidas<sup>53</sup>.

---

<sup>50</sup> Assim nos explicam JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS, *ob. cit.* p. 27.

<sup>51</sup> Sobre o problema sob o ponto de vista do Direito Comunitário, cfr. ANA CLÁUDIA SALGUEIRO, *Abuso de Informação Privilegiada – o Especial Caso dos Instrumentos de Remuneração de Administradores*, Caderno de Valores Mobiliários, nº 53, Abril de 2016.

<sup>52</sup> Cfr. ANA CLÁUDIA SALGUEIRO, *ob. cit.* p.43, *apud* GUNTER STRATENWERTH.

<sup>53</sup> Esta classificação está presente no artigo 378º do CVM.

Classificações diferentes, pressupõem *modus operandi* diferentes, até porque, no caso dos *tippees*, a própria moldura penal é inferior à aplicável aos *insiders* propriamente ditos, como se vê pelas disposições legais do art. 378º n.º 1 e n.º 2. Sobre os titulares de órgão de administração ou fiscalização das sociedades e detentores de participações sociais dos emitentes, é natural que a lei os encare de forma cautelosa. Afinal, é por eles que passam as decisões fundamentais da vida empresarial, decisões essas que podem gerar lucros ou perdas relevantes. Nas palavras de JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS: “Os órgãos a quem compete formar e/ou exprimir vontade juridicamente imputável à sociedade produzem inevitavelmente acervos informacionais, alguns dos quais portadores das características próprias de informação privilegiada.”<sup>54</sup>

Ainda sobre esta preponderância existente sobre os titulares de órgãos de administração e fiscalização da sociedade, é do nosso interesse explorar e aclarar as figuras a que a lei concretamente se refere. Mas quem pode ser enquadrado, afinal, nesta categoria de *Insider*? Desde logo, no contexto das sociedades anónimas, e conforme nos explicam JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS<sup>55</sup>, para além das várias estruturas de organização do órgão de administração possíveis<sup>56</sup>, o órgão de fiscalização assume papel fulcral na obtenção e distribuição de informação. Se não, veja-se o disposto no artigo 413º n.º 2 al. a) do CSC, que vem exigir a obrigatoriedade de fiscalização para sociedades emitentes de valores mobiliários emitidos à negociação em mercado regulamentado.

Conclui-se, naturalmente, e de acordo com os autores suprarreferidos, que caberão na *ratio legis* do artigo 378º n.º1 al. a) os membros de conselho de administração ou administradores únicos, membros do conselho fiscal ou fiscais únicos, membros da comissão de auditoria, do conselho de administração executivo, do conselho geral e de supervisão e ainda revisores oficiais de contas<sup>57</sup>.

Sobre pessoas que nada tenham a ver com a sociedade emitente, mas que, ainda assim, obtenham e transmitam determinada informação privilegiada a outrem, ao consagrá-los como possíveis agentes da prática deste crime, a lei veio alargar consideravelmente o escopo da norma. Nesta disposição legal, é irrelevante a origem da informação

---

<sup>54</sup> JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS, *ob. cit.* p. 63.

<sup>55</sup> JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS, *ob. cit.* pp. 67 e ss.

<sup>56</sup> Falamos dos modelos clássico, anglo-saxónico e germânico, sobejamente explicados por JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Direito das Sociedades*, Porto, Print On Demand Liberis, Fevereiro de 2016, pp. 276 e ss.

<sup>57</sup> Cfr. Arts. 390º e ss. do CSC.

privilegiada, interessa apenas que o indivíduo aja de forma a transmitir e influenciar a negociação de valores, ao contrário do que ocorria na anterior formulação do artigo 378º n.º 3 CVM, no qual se exigia que o conhecimento proviesse: “de uma informação privilegiada cuja fonte fosse alguma das pessoas referidas nos n.os 1 e 2”<sup>58</sup> do artigo, que se referiam a *Insiders*. Terá este alargamento ido longe demais? Tendo em conta a sociedade de informação em que estamos inseridos nos dias de hoje, como acima se explana, parece-nos que a utilização de informação privilegiada deverá sempre ser regulada, na medida em que, facilmente, qualquer estranho ao emitente se apodera e realiza operações com base em conhecimento ainda não divulgado ao público.

Como condutas que se enquadram nos desígnios da norma incriminadora, a lei refere, para os *Insiders*, a posse de informação privilegiada condicionada à subsequente transmissão da mesma fora do âmbito normal das suas funções, a própria negociação, aquisição, subscrição, venda ou troca, direta ou indiretamente, de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros com base na mesma ou, ainda, o aconselhamento de negociação a outrem a partir dessa informação. Para *Outsiders*, os mesmos requisitos se verificam, à exceção, naturalmente, da parte que se refere às funções da pessoa.

Relativamente ao conceito de informação privilegiada, julgamos que as nossas explicações plasmadas *supra* serão suficientemente esclarecedoras, não sendo necessário alongar-nos na explicitação do conceito.<sup>59</sup>

### **3.3. Casos Notáveis na Jurisprudência Portuguesa**

Em Portugal, contam-se pelos dedos das mãos os casos de abuso de informação privilegiada que chegaram a juízo dos tribunais. Como se vai percebendo, a prova de situações que configurem situações de *Insider Trading* é sinuosa.

Além dos requisitos concretos que a lei exige para que determinado comportamento caia no âmbito do crime previsto pelo artigo 378º do CVM, é igualmente exigido, no artigo 248º n.ºs 6 e 7, aquilo que a CMVM define como listas de *insiders*. No fundo, é exigido aos emitentes e pessoas que atuem em seu nome, o dever de elaborar e manter atualizada uma lista de trabalhadores, colaboradores e outras pessoas que tenham acesso a informação considerada privilegiada, conjuntamente com o motivo pelo qual as

---

<sup>58</sup> Redação do art. 378º n.º 3 do CVM, dada pelo DL 486/99 de 13 de Novembro.

<sup>59</sup> Não nos caberá, de igual modo, pronunciar sobre aspetos de Direito Penal por não caberem os mesmos no objeto do nosso estudo, caso contrário muitas considerações poderíamos fazer.

pessoas são inseridas na lista. Esta listagem deve ser apresentada à CMVM sempre que a mesma o requeira. Facilmente se compreende que as listas de *insiders* se tratam de um mecanismo preventivo, mas ao mesmo tempo de um meio de prova para eventuais incriminações futuras. Tendo em conta igualmente o dever de informar as pessoas que se encontram listadas, a CMVM encara as listas como uma espécie de garantia para a salvaguarda dos próprios emitentes de valores mobiliários.

Apesar de tudo isto, existem ainda casos julgados ou em julgamento cuja menção, cremos, será pertinente para o nosso ensaio. Para tal, consideremos as situações com posicionamento temporal posterior a 1999, ano da entrada em vigor do novo CVM. Veja-se que, segundo o disposto no art. 387º do CVM, devem as autoridades judiciárias fazer chegar ao conhecimento do conselho diretivo da CMVM quer as decisões quer as confirmações, alterações ou revogações dessas decisões, o qual deve divulgar ao público as mesmas através do seu sistema de difusão de informação, conforme previsto no artigo 367º do CVM.

Encontramos, pois, reduzidos casos de abuso de informação privilegiada que chegaram a julgamento<sup>60</sup>. Destes, vários viram as suas sentenças recorridas, sendo que algumas aguardam ainda decisão, em virtude da já aludida complexidade deste género de ilícitos. O resultado final dos casos transitados em julgado traduziu-se em poucas condenações pela prática do crime de abuso de informação privilegiada. Curioso é que os muitos dos recursos pendentes se refiram a sentenças absolutórias, pugnando o Ministério Público pela condenação dos arguidos.

Apesar de se apresentarem em número reduzido, estas decisões jurisprudenciais surgem como guias de comportamento quer para o mercado, quer para os tribunais. Será interessante analisarmos mais a fundo algumas destas decisões. Assim, por exemplo, no Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 23 de Outubro de 2007, e servindo-nos das palavras da CMVM:

*O Ministério Público acusou e, depois de realizada a instrução, o Tribunal de Instrução Criminal pronunciou dois arguidos, administradores de uma sociedade cotada, por indiciariamente terem adquirido a um fundo de investimento um grande lote de acções de outra sociedade cotada quando, na mesma altura, estavam a preparar o lançamento de uma OPA e a negociar a aquisição de outro grande lote a outro accionista por valor superior à primeira aquisição referida. Este lote foi efectivamente adquirido a preço superior e a OPA foi lançada nesse*

---

<sup>60</sup> De acordo com informação disponibilizada pela CMVM no seu sítio da *Internet*, como parte do seus sistema de difusão de informação.

*mesmo dia a esse preço. O Tribunal considerou que, aquando da primeira aquisição ao fundo de investimento, ainda não existia “informação precisa” que pudesse, por isso, ser considerada informação privilegiada. Em função desse enquadramento absolveu os arguidos. O Ministério Público discordou da decisão e dos seus fundamentos e interpôs recurso. O Tribunal da Relação de Lisboa apreciou o recurso e revogou a decisão absolutória, com fundamento – entre outros aspectos – numa errada apreciação da prova produzida e em erro de Direito quanto ao entendimento do conceito legal de informação privilegiada. Em consequência, o Tribunal da Relação de Lisboa condenou os arguidos na pena de 180 dias de multa à taxa diária de 250 Euros, num total de 45.000 Euros cada multa. A decisão já transitou em julgado, encontrando-se em fase de execução.<sup>61</sup>*

Como veremos abaixo, a apreciação de prova insuficiente é, muitas das vezes, razão para os Tribunais Superiores darem provimento a recursos.

Numa outra situação, e com uma decisão bastante diferente, encontramos o Acórdão do Tribunal da Relação do Porto de 17 de Fevereiro de 2016, respeitante a dois arguidos, A., um deles Presidente da Comissão Executiva do Banco “BPP”, bem como administrador de outras empresas desse grupo, e C., arguida mulher de A.. Ao mesmo tempo que o arguido A. desempenhava as funções suprarreferidas, ambos os arguidos eram parte de um contrato de prestação de serviços celebrado com a sociedade “Fincor – Sociedade Corretora, S.A.”. O mencionado contrato de prestação de serviços permitia aos arguidos a negociação de valores mobiliários admitidos em mercado regulamentado, cujos ganhos e perdas se encontravam adstritos a uma conta numa outra instituição financeira. A instituição financeira que providenciou a abertura de conta constituiu-se na obrigação de disponibilizar a descoberto uma quantia máxima de 500.000€, a ser usada para os fins já mencionados. A arguida C. era titular de uma outra conta no Banco “BCP” com o mesmo propósito da anterior. O arguido A. deu ordem de venda à “Fincor” de todas as ações possuídas pelo casal, para que os montantes resultantes da venda fossem reinvestidos na compra de ações do Banco “BCP”, o que veio a resultar na aquisição de 189.000 ações da dita instituição bancária, no valor de 603.570€. A arguida C. ordenou depois ao gestor da sua conta do Banco “BCP” que utilizasse os fundos da mesma na compra de 50.000 ações dessa própria instituição, num valor de 158.000€.

Poucos dias após estes factos, veio o BCP anunciar no sítio da *Internet* da CMVM uma proposta de fusão com o Banco “BPI”, o que, naturalmente, levou a que a negociação de ações do “BCP” sofresse uma valorização de 2,24%, contrariando até a tendência

---

<sup>61</sup> Explicação presente na Recomendação da CMVM *Novas Medidas de Prevenção e Combate ao Abuso de Mercado*, de Agosto de 2008.

verificada em dias anteriores ao anúncio da fusão. Após esta subida no preço das ações, a arguida C. deu ordem ao seu gestor de conta para que vendesse as ações recém adquiridas, o que não chegou a acontecer pelo facto de a oferta de venda operada pelo gestor de conta não ter sido executada. No entanto, no dia seguinte o Arguido A. ordenou à “Fincor” a venda de todas as ações do Banco “BCP” anteriormente adquiridas, o que lhe valeu um ganho de pouco mais de 40.000€. Veja-se que as ações do Banco “BCP” tiveram, no total, uma valorização de 7,21 pontos percentuais, maior valorização daquele ano e com influência nas cotações do índice PSI-20 (indicador principal do mercado português, que registou uma subida de 1,28%) e no índice SX7P (índice bancário europeu, que valorizou 0,60%).

Levando em consideração o insucesso na venda das 50.000 ações do “BCP”, dias mais tarde decidiu a arguida C. voltar a ordenar a venda dos valores mobiliários em causa, o que lhe valeu uma venda de 172.000€, facto que reflete ganhos de 14.000€.

Pelo exposto até agora, fica evidenciado os ganhos não negligenciáveis obtidos pelos arguidos, os quais se deram como matéria de facto provada. Por outra banda, ficou assente como matéria de facto não provada o seguinte: não considerou o tribunal de primeira instância que os arguidos tivessem tido conhecimento da proposta de fusão, que fez disparar o preço das ações antes do seu anúncio público, o que leva à conclusão de que os arguidos não atuaram numa posição de desigualdade perante o mercado, não praticando, assim, o crime de abuso de informação privilegiada. Estes factos foram, de resto, confirmados pelos próprios arguidos. Concluiu o tribunal, em primeira instância, pela absolvição dos arguidos com base no princípio *in dubio pro reo*, fundamentado na experiência profissional de A., no grande número de peças jornalísticas que poderiam influir numa decisão como a que foi tomada pelos arguidos, bem como no montante “reduzido” do investimento realizado pelos arguidos.

O Tribunal da Relação do Porto veio julgar procedente o recurso apresentado pelo Ministério Público, que não se conformou com a decisão obtida em primeira instância, o que resultou na declaração de nulidade da sentença recorrida, em virtude da incorreta valoração da prova oferecida, segundo a própria argumentação dos juízes desembargadores. Todavia, a absolvição foi depois confirmada em sentença datada de 15 de Setembro de 2016.

Quanto a nós, resulta claro deste caso a extrema dificuldade na prova dos factos que consubstanciam prática do crime *sub judice*. Observamos uma série de acontecimentos que, sem dúvida, nos lançam numa profunda dúvida. Solidarizamo-nos com o decisor, compreendemos a sua opção por sentenças fundamentadas no princípio *in dubio pro reo*. Por outro lado, não deixamos de manifestar a nossa preocupação com o tão reduzido número de condenações pela prática de um crime que, como sabemos, abala a confiança dos investidores no mercado e tem consequências relevantes quer para a situação financeira dos próprios agentes do crime, que se vêm beneficiados pela obtenção de mais-valias que sem a informação que os levou à negociação provavelmente não teriam, quer para a constante formação de preços dos títulos negociáveis.

Para encerrarmos a nossa análise jurisprudencial, pronunciamo-nos sobre uma decisão da Relação de Lisboa de 12 de Julho de 2016<sup>62</sup>. O caso diz respeito, desde logo, à empresa EDP – Energias de Portugal S.A., que no ano de 2007 se viu confrontada com três opções de financiamento possíveis: uma oferta pública inicial<sup>63</sup> de uma empresa subsidiária, EDP Renováveis, S.A., alienação de parte da unidade de negócio da EDP Distribuição, ou ainda o aumento do capital social da EDP. Decidiu a EDP pela oferta pública inicial, a qual comunicou nos termos do artigo 248º do CVM, tendo previamente encetado contactos com várias instituições bancárias e sociedades de advogados para obter informação e coordenação sobre a oferta a ser realizada. De todas elas, a Espírito Santo Investments foi selecionada. Os arguidos A., P. e N. exerciam funções no departamento financeiro mercados e estudos do Banco Espírito Santo, no qual eram responsáveis pela gestão de ativos da BES – Vida, entre os quais se incluía o fundo OCA 32, fundo para captação de investimentos no ramo segurador. Este fundo era detido, na sua maioria pelo próprio BES e tinha como ativo alguns milhões de ações da EDP, tal como um contrato *equity swap*<sup>64</sup> com base em ações da EDP.

---

<sup>62</sup> Ac. Tribunal Relação de Lisboa, 12/07/2016, Proc. Nº 10852/12.6TDLSB.

<sup>63</sup> Do inglês *Initial Public Offering*, trata-se de uma operação de venda de novas ações de uma sociedade comercial numa bolsa de valores pela primeira vez. É considerada como um acelerador do desenvolvimento da empresa, dinamizando-a pelo seu contacto com um mercado regulamentado. Cfr. ainda PAULO CÂMARA (2011). pp. 543 e ss.

<sup>64</sup> Uma das várias modalidades de contratos *swap* na qual um gestor de carteiras pode proceder à conversão de um investimento de risco (ações) num outro indexado a uma taxa de juro (fixa ou variável). Isto é, assistimos a uma troca de uma rendibilidade de risco dependente da evolução de um mercado acionista numa rendibilidade de baixo risco indexada, simplesmente, a uma taxa de juro ou, vice-versa, trocar uma rendibilidade de baixo risco num investimento de risco no mercado acionista, conforme nos

Os arguidos, aproveitando-se da informação de que a EDP Renováveis iria apresentar uma oferta pública inicial, adquiriram para o BES cerca de 7 milhões de ações EDP pelo preço unitário de 3,74€ através do fundo supramencionado. Decidiram ainda os arguidos fazer terminar o contrato *swap* acima referido, o qual resultou na compra de 15 milhões de ações EDP pelo BES ao valor unitário de 3,88€.

Depois da divulgação da oferta pública inicial da EDP Renováveis, em data posterior à informação acima discorrida, a cotação da EDP valorizou 4,76%. A seguir à alienação de parte das ações, o BES teve um encaixe positivo de 3 milhões e meio de euros.

Após absolvição em primeira instância, interpôs recurso o Ministério Público, pugnando pela prova dos factos anteriormente dados como não provados, ou seja, a utilização de informação privilegiada por parte dos arguidos com a intenção de a utilizarem em seu proveito antes da divulgação da mesma para o mercado, incorrendo assim na prática do crime de abuso de informação privilegiada. A Relação de Lisboa deu provimento ao recurso, decidindo revogar a sentença de absolvição, ordenando a sua substituição por uma outra que desse como provada a prática de crime de abuso de informação privilegiada, em virtude de a conduta dos arguidos ter sido justificada não por motivações contabilísticas, como estes o afirmaram, mas sim pela posse de informação privilegiada não divulgada ao público.

A nosso ver, decidi de forma exemplar o Tribunal da Relação de Lisboa, estabelecendo firme e positiva jurisprudência para uma situação que, como já foi aludido, dela fortemente carece. Considerando a argumentação da primeira instância como superficial, foram mais longe os desembargadores, detetando a incongruência do discurso dos recorridos, pleno de contradições e evidenciando uma conduta que só poderia provir de “golpes de génio”, como corajosa e sarcasticamente expõe o Tribunal da Relação. Naturalmente que devemos assinalar a dificuldade de uma decisão que tanto se relaciona com o mundo financeiro, escapando, por vezes, quase inteiramente ao mundo jurídico. Os arguidos acabam sempre por invocar o grande conhecimento e experiência que possuem ou determinada conjuntura favorável, como forma de justificarem os ganhos anormais que obtêm. Facto é que muitas das vezes, e aliás como fica evidenciado na análise aos vários acórdãos, a prova não é devidamente valorada, bastando aos julgadores de primeira instância, e não só, uma argumentação plausível

---

explica JOÃO CANTIGA ESTEVES, *Os Contratos Swap Revisitados*, Caderno de Valores Mobiliários nº 44, Abril de 2013, p. 82.

por parte dos arguidos, conforme nos diz o Ministério Público nas suas alegações de recurso no último acórdão que estudámos.

### **3.4. Legalização do *Insider Trading*: Teoria Ultrapassada ou Realidade Futura?**

O debate em volta do *Insider Trading* surge, como se mencionou, mais recentemente, visto que nos primeiros séculos da Idade Moderna, a posse de informação privilegiada se devia a uma determinada profissão ou qualidade do indivíduo, pelo que a mesma era encarada como uma contrapartida natural e da qual os seus titulares se podiam servir livremente. Com a evolução histórica e as crises económico-financeiras que a caracterizam, surgiu a censurabilidade deste tipo de comportamento, que culminou com a criminalização do mesmo, o que para a maior parte dos autores se apresenta como lógico<sup>65</sup>.

De acordo com ANA CLÁUDIA SALGUEIRO, a criminalização destes comportamentos teve por base, à altura, uma índole moralista mais do que necessidades jurídico-penais propriamente ditas<sup>66</sup>, facto que hoje em dia não é, de todo, verdadeiro. Todavia, não só do prisma da maioria se devem analisar questões desta complexidade, pelo que nos parece interessante fazer referência a outro modo de ver as coisas que, ainda hoje, é objeto de controvérsia.

Assim, como principais bastiões pela defesa da legalização de condutas que recaiam no crime de *Insider Trading* no contexto norte-americano, encontramos, notavelmente, HENRY G. MANNE e ROBERT HAFT<sup>67</sup>. Tratam-se de autores publicados e partidários da chamada “Teoria da Utilidade da Utilização em Bolsa de Informação Privilegiada”, segundo a qual o uso de informação privilegiado teria não um efeito nefasto, mas sim uma consequência benéfica, na medida em que se trataria de uma compensação justa para os *corporate insiders*<sup>68</sup>, fator supostamente relevante até na atração de indivíduos mais qualificados para os órgãos societários de decisão. Note-se que estamos perante uma teoria com décadas de existência, tendo sido praticamente abandonada nos dias de hoje, não passando de uma nota de rodapé em publicações referentes ao presente tema.

---

<sup>65</sup> As posições que defendem a legalidade de comportamentos de abuso de informação privilegiada não recolhem partidários em Portugal.

<sup>66</sup> Vide ANA CLÁUDIA SALGUEIRO, *ob. cit.*, pp. 38 e ss.

<sup>67</sup> Notáveis, respetivamente, por obras como *Insider Trading and the Stock Market* e *The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation*.

<sup>68</sup> Sobre este ponto concreto nos pronunciaremos *infra*.

Mais recentemente, a nossa pesquisa foi naturalmente mais frutífera quando nos mantivemos circunscritos à realidade norte-americana. Aqui realçamos as declarações atribuídas a PETER LYNCH, que considerou que o perfil de investimento dos *Insiders* pode originar, *per si*, indícios fortes para os restantes investidores visto que, segundo o insigne investidor, estes compram participações por um só motivo: se souberem que o preço das mesmas irá subir<sup>69</sup>.

De forma interessante, observamos a opinião de CAROL ROTH<sup>70</sup>, que advoga a descriminalização de *Insider Trading* com os seguintes fundamentos: diz a autora que se trata de um crime em que não existem vítimas, no sentido em que apenas se assiste a um proveito de uma parte, não ocorrendo qualquer malefício direto em qualquer outra entidade; não sendo possível atingir a plena eficiência dos mercados financeiros, a procura de informação não disponível para a generalidade do mercado resulta na eficiência do próprio, dado que, segundo a autora, essa informação outrora não disponível rapidamente se propagará, eliminando assimetrias. Caso fosse legal, o *Insider Trading* teria inclusive o efeito de se autoanular, isto é, com o incentivo existente à procura e obtenção de informação não disponível, observar-se-ia uma redução de lucros relacionados com a posse desses conhecimentos privilegiados; considera ainda a autora que muitas das vezes é difícil distinguir pesquisa de informação obtida ilegalmente, dando o seguinte exemplo: suponhamos que enviamos uma equipa de investigadores a uma cadeia de estabelecimentos comerciais e que estes concluem que as vendas têm subido de mês a mês; suponhamos, por outro lado, que, em jantar com o presidente do conselho de administração da sociedade que gere a mencionada cadeia, um indivíduo obtém, da boca do presidente, a informação de que as vendas têm vindo a crescer nos últimos meses. A autora questiona se não estamos perante dois comportamentos idênticos, concluindo pela positiva, o que a leva a afirmar que a informação é a mesma, pelo que a sua origem é irrelevante; há ainda a considerar o facto de a lei não ter em consideração os comportamentos omissivos, ou seja, o indivíduo que estando a planear vender participações, recebendo informação de que a cotação das participações que possui irá subir, escolhe nada fazer, obtendo, por esta via, ganhos não negligenciáveis. Uma vez mais, interroga a autora se não estamos perante duas situações iguais. Se não se tratará de uma conduta igualmente reprovável o

---

<sup>69</sup> Declarações contidas em [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)

<sup>70</sup> Opinião vertida in <http://www.cnbc.com>.

*Trading* que tenha por base uma conduta de inércia motivada pela posse de informação privilegiada?

Conclui pela positiva, defendendo, por maioria de razão, a descriminalização de condutas ativas, por assim dizer; finalmente, afirma CAROL ROTH que nem sempre a posse de informação privilegiada se traduz em lucros ou ganhos porque, mesmo com a posse dessa *undisclosed information* o comportamento do mercado é, muitas vezes, totalmente imprevisível. A autora considera que a informação privilegiada não é suficiente sem a noção de como irá o mercado reagir ao evento sobre o qual a informação diga respeito, ideia que, como bem se percebe, só poderia obter através de um qualquer exercício de futurologia. Como conclusão, CAROL RUTH defende a legalização do *Insider Trading*, afirmando que é inevitável a existência de entidades com conhecimentos e meios superiores e insistindo na ideia de que estamos perante um crime sem vítimas.

No contexto nacional, não estamos perante uma problemática posta, sequer, em cima da mesa. Entendemos que assim seja. Observe-se que a punibilidade de crimes financeiros revela-se de grande importância para o apaziguamento da comunidade social que, avivada pelos *mass media*, pode reagir, prejudicando ainda mais o sistema financeiro. No entanto, não deixamos de analisar criticamente os argumentos trazidos à berlinda por CAROL RUTH, nomeadamente na parte que se refere aos comportamentos omissivos de agentes que, com base em informação não disponível, se coibam de intervir no mercado. Vemos mérito na argumentação da autora e saudamos o contributo para a discussão, mas sabemos bem da dificuldade ou impossibilidade, até, da prova deste género de condutas, pelo que remetemos o raciocínio de autores pró-legalização (pelo menos nestes termos) para o mero debate doutrinal.

Mesmo para os que concordam com a doutrina postulada por MANNE<sup>71</sup>, a punibilidade de abuso de informação privilegiada está já demasiado consolidada nos ordenamentos jurídicos europeus e americano, pelo que se impõe a conclusão de que, num horizonte temporal considerável, a punibilidade de condutas de *Insider Trading* será uma realidade.

---

<sup>71</sup>Veja-se a este título FÁTIMA GOMES, ob. cit. p. 11.

Relacionado com este tópico, há um outro que não poderemos deixar de abordar. Falamos da existência do chamado *Legal Insider Trading*, o qual será objeto de análise posterior.

No entanto, o debate iniciado por MANNE deixa-nos, ainda hoje, alguns temas polémicos. Na verdade, a figura dos administradores aparece como um ator principal no crime de abuso de informação privilegiada, como se alcança quer pela sua inserção na categoria de *corporate insiders*, quer pelo facto de agirem em representação das sociedades. Sobre isto nos referiremos no próximo capítulo.

#### **4. O *Legal Insider Trading* e o caso notável dos Administradores e das Sociedades Comerciais**

##### **4.1. Breve Explicação do Conceito**

O *Insider Trading* legal é um fenómeno de fácil compreensão e frequentemente observável. Como já ficou explanado anteriormente na nossa dissertação, a negociação de valores mobiliários será denominada de *Insider Trading* sempre que uma das partes recaia na categoria de *Insider*<sup>72</sup>, isto é, quando se age com base na posse de informação privilegiada em virtude da posição ou cargo que essa parte ocupe na sociedade em questão.

Para a questão que agora exploramos, é da maior relevância voltar a referir os *Corporate Insiders*, visto que são estes os principais recetores de conhecimento suscetível de influenciar o mercado. Apesar da sua posição enquanto *Insiders* primários, não é vedada aos funcionários de sociedades comerciais a possibilidade de não só adquirirem participações nas mesmas, como também aliená-las quando assim o entenderem.

Conclui-se que o *Insider Trading* legal acontece sempre que um determinado *Insider* negoceia participações da sociedade com a qual está ligado, desde que não atue com fundamento em informação privilegiada. Como está bom de ver, as suspeitas sobre o comportamento dos *Insiders* serão praticamente constantes, dada a sua posição privilegiada. Veja-se mesmo que a compra e venda por parte de *Insiders* poderá levar o

---

<sup>72</sup> Conceito aclarado no ponto 3.2. do nosso estudo, apesar da possibilidade de pessoas que nada tenham a ver com a sociedade poderem incorrer na prática do crime.

mercado a seguir as suas decisões de investimento. Parece-nos lógico e natural, afinal, porque negociaria um administrador as participações da sociedade que administra?<sup>73</sup>

Por fim, rematamos com uma evidência recolhida pela doutrina estrangeira, que relaciona o *Insider Trading* legal e a eficiência do mercado. Para tal, sublinhamos as conclusões de NIHAT AKTASA, ERIC DE BODTA e HERVÉ VAN OPPENSA<sup>74</sup>, que, após investigação e comparação de resultados obtidos em várias empresas em que se verificaram práticas de *Insider Trading* legal, concluíram que este tipo de comportamentos parecem contribuir efetivamente para uma maior eficiência no mercado, na medida em que através deles se assiste a uma mais rápida estabilização do preço adequado ao valor mobiliário em negociação.<sup>75</sup>

#### **4.2. Delegação de Poderes de Gestão e Administradores de Facto**

Matéria de complexidade excecional concerne à posição das administrações societárias, daí que lhe concedamos as linhas finais do nosso estudo. Vejamos, primeiro, algumas situações fronteira que são alvo de discussão na doutrina.

Sobre o primeiro tema do presente ponto, diremos somente que conhecemos a possibilidade de delegação de poderes de gestor legalmente consagrada no CSC, mais concretamente no seu artigo 407º. Da mesma se conclui que, por inerência, os administradores delegados fazem igualmente parte da lista de *corporate insiders*<sup>76</sup>. Através da delegação de poderes, apenas se assiste a uma densificação da complexidade da administração societária, com uma nova corrente de informações a surgir entre os administradores delegados e os demais membros do conselho de administração, o que vem aumentar a lista de *Insiders*.

Sobre os administradores de facto, estamos perante uma figura de contornos pouco definidos com especial destaque no contexto de Direito da Insolvência<sup>77</sup>. Sabemos que são pessoas que, embora carecem de legitimidade para tal, praticam e vinculam a sociedade pela sua atuação. Questões podem-se levantar quanto a essa ausência de

---

<sup>73</sup> Ver ponto 3.4. *supra*.

<sup>74</sup> Cfr. NIHAT AKTASA, ERIC DE BODTA e HERVÉ VAN OPPENSA, *Legal insider trading and market efficiency*, publicado no *Journal of Banking and Finance*, 2008, Vol. 32, pp. 1379-1392.

<sup>75</sup> Neste sentido, cfr. argumentação de CAROL RUTH a favor da legalização do *Insider Trading*, vertida no ponto 3.4. do nosso estudo.

<sup>76</sup> Assim JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS, *ob. cit.* p. 87.

<sup>77</sup> Os administradores de facto, suas espécies e consequências da sua atuação, é um tema notavelmente desenvolvido por INÊS ISABEL DIAS CHAMBEL, *In all but name - O Administrador de Facto nas Sociedades Comerciais - Reflexões em torno da sua concretização*, Faculdade de Direito de Lisboa da Universidade Católica Portuguesa, Abril de 2014, Lisboa.

legitimidade e de título jurídico para a prática de atos societários, a sua punibilidade pela prática de abuso de informação privilegiada ou ainda a sua inclusão na categoria de *corporate insiders*.

Para esclarecer o supra aludido problema, servimo-nos dos ensinamentos de JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS, que invocam o princípio da legalidade e a proibição de analogia *in malam partem*<sup>78</sup> para defender a tese de que os administradores de facto não poderão ser punidos sob a égide do artigo 378º nº 1 al. a) CVM. Parece-nos que, mesmo não sendo agentes com vínculos declarados à sociedade, a argumentação dos autores é dúbia, visto que, apesar de alicerçada em princípios constitucionais determinantes, abre caminho a um vazio legal que, a nosso ver, deve ser combatido e eliminado pelo ordenamento jurídico ao se considerar que este género de administradores estão contemplados na *ratio legis* do art. 378º. Note-se que, como de resto sublinham os autores, pode haver lugar à aplicação do preceituado no artigo 378º nº 2.

Aspeto igualmente interessante relacionar-se-ia com a prova da qualidade de administrador de facto, mas isso já escapa ao intuito da nossa investigação, o que não deixa de nos remeter para a dificuldade da prova do crime de abuso de informação privilegiada no geral.

#### **4.3. Instrumentos de Remuneração dos Administradores**

A remuneração dos administradores das sociedades comerciais é um problema só de si de uma grande sofisticação e polémica. Desde logo, assume grande relevo em virtude da necessidade que as empresas têm em atrair os indivíduos mais qualificados aos seus quadros. Quanto a nós, qualificação dever-se-á traduzir em remuneração adequada, pelo que é natural que as empresas tentem combinar várias modalidades de retribuição aos seus administradores<sup>79</sup>. No fundo, os instrumentos de remuneração de administradores constituem uma tentativa de harmonização dos interesses dos acionistas e dos próprios administradores. Assim, é uma questão alvo de intenso debate, regulação e constantes atualizações.

---

<sup>78</sup> Cfr. Art. 1º n.os 1 e 3 CP, que consagra o princípio da legalidade penal e a proibição geral de analogia.

<sup>79</sup> Neste sentido ANA CAROLINA SANTOS NUNES, *A Remuneração dos Administradores Executivos em Sociedades Cotadas integrantes do PSI20*, Faculdade de Direito de Lisboa da Universidade Católica Portuguesa, Março de 2014, pp. 11-14.

Posto isto, poder-se-ia perguntar por que razão este problema é relevante para o nosso tema. Basta recordar que, em tempos, o *Insider Trading* foi considerado como um exercício legítimo de direito dos que tinham a seu cargo os destinos das sociedades, um privilégio ou até um incentivo à sua atuação e à obtenção dos melhores resultados possíveis. Apesar do advento da criminalização, ainda se levantam muitas questões quanto à relação entre as remunerações de cargos administrativos e a prática de crimes de abuso de informação privilegiada.

Vejamos que, naturalmente, a remuneração atribuível depende, em primeira mão, do tipo de funções desempenhadas. Se estamos a referir-nos a funções continuadas e absorventes, é compreensível que os montantes envolvidos sejam de uma ordem de grandeza superior, em virtude da dedicação exclusiva dos administradores àquela sociedade. Desde logo nos diz o art. 399º CSC, no seu nº 1, que compete às assembleias gerais das sociedades anónimas ou a uma comissão<sup>80</sup> por aquelas designada, a fixação da remuneração de cada um dos administradores da sociedade. Note-se que existe até a possibilidade de nem serem posições remuneradas.

Sobre as modalidades de remuneração atribuíveis, cabe-nos dizer que podem assumir a forma de remunerações fixas, variáveis ou ainda mistas. A razão de ser das duas últimas prende-se com o já aludido incentivo à obtenção de resultados positivos, do qual a permissão de *Insider Trading* era um exemplo notável. Antes da definição das remunerações propriamente ditas, é prática corrente a definição de uma política de remunerações por parte dos sócios. Esta permite o estabelecimento de parâmetros e patamares que enformarão as remunerações atribuídas aos administradores.

São as prestações variáveis que nos captam a atenção. É, desde logo, curioso constatar as consequências que a fixação desta modalidade pode trazer à saúde financeira das sociedades, dado que, muitas das vezes, se assistia ao fenómeno de embelezamento contabilístico por parte dos conselhos de administração para que, no final do exercício, lhes fossem atribuídos prémios de desempenho a preceito. Por aqui se infere da facilidade com que os interesses da administração podem diferir dos interesses dos sócios.

---

<sup>80</sup> Sobre as comissões de remunerações, tratam-se de órgãos que pode auxiliar à tão almejada harmonização de interesses. Para o efeito, considera-se que devem as mesmas ser constituídas por membros independentes em relação ao órgão de administração, segundo recomendação da CMVM.

Ainda neste âmbito, é relevante definir os tipos de remuneração variável de que estamos a falar. Aqui, podemos ser confrontados com participações nos lucros do exercício, conforme dispõe o art. 399º nº 1 CSC, de bónus anuais sujeitos a avaliação de desempenho e atribuídos mediante o alcance de determinados objetivos, prémios em ações, opções de aquisição de ações<sup>81</sup> ou ainda os designados *management buyouts*<sup>82</sup>. Através da análise deste tipo de opções remuneratórias, rapidamente se vislumbra o potencial que estas apresentam para casos de abuso de informação privilegiada.

Quando nos referimos aos prémios atribuíveis em ações, falamos de uma situação que, em teoria, viria combater a assimetria informativa evidenciada entre administradores e sócios<sup>83</sup>, no entanto há quem discorde dos efeitos positivos da atribuição deste género de prémios. Para a nossa investigação, é importante considerar que, naturalmente e como já fizemos questão de o sublinhar, quem tem a seu cargo as rédeas da sociedade possui, logicamente, informações privilegiadas, em razão do conhecimento que o próprio cargo ao mesmo tempo requer e oferece.

Estes factos<sup>84</sup> podem originar a suspeita supramencionada de práticas que inflacionem as cotações das ações da sociedade, o que lhes seria extremamente favorável.<sup>85</sup> Apesar da polémica que lhe é inerente, estamos quase perante uma forma de *Insider Trading* legal, na medida em que são comportamentos que são juridicamente aceites, apesar de todas as suspeitas que os rodeiam. Tendo em conta que a punibilidade do abuso de informação privilegiada pode afetar a atribuição de *stock options*, o sistema jurídico-financeiro norte-americano criou alternativas, como as *phantom stock options* e as *stock appreciation rights*, formas de compensação que não envolvem a atribuição direta e física de ações embora com elas se relacionem<sup>86</sup>.

---

<sup>81</sup> Vulgarmente conhecidas como *stock options* dado o seu uso corrente no contexto financeiro anglo-saxónico e norte-americano. Consistem na possibilidade (trata-se de um direito potestativo) de adquirir ou subscrever ações da sociedade em causa. Não são tão comuns em Portugal devido à fraca capitalização bolsista que se verifica em território nacional, conforme nos explica ANA RAQUEL FRADA, *A Remuneração dos Administradores das Sociedades Anónimas - Tutela Preventiva e Medidas ex post*, Universidade Católica Portuguesa, Porto, 2011, p. 11

<sup>82</sup> Trata-se da situação em que os próprios administradores se tornam acionistas majoritários, o que pode trazer grandes vantagens dada a já mencionada e evidente harmonização de interesses.

<sup>83</sup> Neste sentido JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS, *ob. cit.*, p. 97.

<sup>84</sup> Conforme JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS, *ob. cit.*, p. 98.

<sup>85</sup> A confirmar estes receios, *vide* Regulamento CMVM 7/2001, alterado por Regulamentos subsequentes e, entretanto, revogado, que veio impor às sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado a obrigação de enviarem à CMVM informações relativas a planos de atribuições de ações ou *stock options*.

<sup>86</sup> A este respeito, cfr. ANA CLÁUDIA SALGUEIRO, *ob. cit.*, p.48 e ss.

Como forma de ataque às dúvidas que se levantam com a atribuição de ações aos administradores, bem como às efetivas vantagens aproveitadas por estes, há quem defenda a aplicação de um período de congelamento<sup>87</sup> dos resultados. Assim os mesmos poderiam, posteriormente, ser retificados com referência ao risco específico da própria empresa<sup>88</sup>, contrariando, desse modo, quaisquer condutas de embelezamento contabilístico que os administradores poderiam ter adotado.

Relativamente aos *management buyouts*, existem três momentos em que o abuso de informação privilegiada pode surgir, de acordo com JOSÉ DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS: desde logo a aquisição de ações por parte dos administradores com o objetivo de controlar a sociedade é, só de *per si*, suscetível de conformar um comportamento duvidoso, em virtude do conhecimento profundo que os administradores têm da sociedade. Por outro lado, nem toda a informação que os administradores possuem se enquadra numa conduta com idoneidade para configurar a prática do crime de abuso de informação privilegiada. Como se vê, são operações que muitas das vezes causarão dúvidas sobre as suas reais motivações.

Ainda neste campo de interesses, os autores referem-se às ofertas públicas de aquisição obrigatórias, previstas pelo art. 187º CVM. Afigura-se como um meio de proteção de acionistas minoritários perante uma nova estrutura de controlo da sociedade. Sobre este ponto, relevam as disposições do art. 174º CVM, no que se refere à imposição de um dever de segredo relativo à preparação da oferta de aquisição, dever esse que durará até à publicação de anúncio preliminar previsto no art. 175º CVM. Assim, são compreensíveis os receios e tentações que a fase de preparação pode causar.

Finalmente, os autores pronunciam-se sobre a saída do mercado regulamentado após a aquisição de uma posição de controlo, situação em que os decisores deterão, claramente, uma informação privilegiada, visto ser uma alteração substancial ao próprio funcionamento da empresa. Este facto deve demover qualquer iniciativa de negociar com base nessa informação, não existindo dúvidas quanto à inserção de um comportamento desse género nas condutas típicas do crime *sub judice*.

---

<sup>87</sup> A defender esta posição encontramos ANTÓNIO FERNANDES DE OLIVEIRA, *Remuneração de Administradores e Planos de Aquisição de Acções*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N° 19 Dezembro 2004, p. 41.

<sup>88</sup> Diz-nos ANTÓNIO FERNANDES DE OLIVEIRA *ob. cit.* que por risco específico devemos entender o risco individual de uma empresa cotada em bolsa, por comparação com o seu estado financeiro bem como com o setor na qual aquela se insere.

#### 4.4 Pessoas Coletivas e a Questão da Aquisição de Ações Próprias

A punibilidade de pessoas coletivas é algo que se relaciona intimamente com a punibilidade dos administradores. Afinal, são estes que representam o *animus* da sociedade e a vinculam<sup>89</sup> de acordo com o interesse da própria. Ao contrário do que sucede no Estados Unidos da América<sup>90</sup>, Portugal não consagra a punibilidade de pessoas coletivas pela prática do crime de abuso de informação privilegiada. Aliás, segundo FRANCISCO PROENÇA DE CARVALHO e FILIPA LOUREIRO<sup>91</sup>, os crimes de mercado são exclusivamente imputáveis a pessoas singulares.

No entanto, a questão ganha relevo quando as negociações referentes a valores mobiliários são conduzidas por quem representa a pessoa coletiva em representação da mesma. Aqui os autores insurgem-se contra o tratamento diferente conferido a pessoas singulares e coletivas, visto que, não podendo a sociedade ser responsabilizada criminalmente, a espada da justiça cairia sobre quem a representa. Neste âmbito, JOSÉ DE FARIA E COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS<sup>92</sup> postulam que, quando o administrador estiver na posse de informações que a própria sociedade obtém por via de estudos de mercado, e agir no desempenho das suas funções com base nelas, vinculando a sociedade, não haverá lugar a qualquer responsabilidade penal. Sobre isto temos as nossas reservas, visto que não deixa de ser informação não disponível ao público.

Vemos então que a utilização de informação privilegiada própria pode ser uma forma de *legal insider trading*.

Noutro prisma encontra-se a negociação de ações próprias. Rapidamente se compreende o porquê da referência a este tema na nossa dissertação. Veja-se que, quando nos pronunciamos acerca da aquisição de ações próprias, podemos estar perante uma

---

<sup>89</sup> Assim nos diz a lei no artigo 405º CSC.

<sup>90</sup> De acordo com o caso *New York Central & Hudson River Railroad Co. v. U.S.*, uma empresa será responsabilizada criminalmente quando os factos que consubstanciam o crime tiverem sido cometidos por um funcionário dessa empresa no desempenho das suas funções e com o objetivo de proporcionar uma vantagem à empresa com a prática dos atos em causa. Assim nos explica JOHN P. ANDERSON in *When Does Corporate Criminal Liability for Insider Trading Make Sense?* in <http://clsbluesky.law.columbia.edu> onde o autor reflete sobre a lógica da punibilidade de uma pessoa coletiva pela prática de *Insider Trading* por parte de *coporate insiders*. O autor conclui pela irrazoabilidade do alargamento da pena às *corporations*, visto considerar que as próprias serão vítimas do crime, visto que, quanto a nós, se apresenta como razoável, embora algumas figuras nos possam causar dúvidas.

<sup>91</sup> Vide *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading)*, em especial a questão dos administradores como *insiders primários*, quando actuam em representação da sociedade, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 27, 2010, pp. 6 e 7.

<sup>92</sup> *Ob. cit.* pp. 111-113.

aquisição direta ou indireta<sup>93</sup>. Nas palavras de MARIA VICTÓRIA ROCHA: “É fácil para uma sociedade fazer subir artificialmente os preços das suas ações adquirindo-as na bolsa a preços superiores ao seu valor, incrementando ficticiamente a procura.”<sup>94</sup>

Como se entende, a aquisição de ações próprias em sociedades cotadas é apta a influenciar a procura e os preços das próprias ações e, conseqüentemente, afetar o funcionamento do mercado. Este facto pode-nos lançar algumas interrogações sobre este tipo de operações. Apesar dos dizeres do n.º 5 do art. 378.º CVM, que determina a isenção de condutas de aquisição de ações próprias efetuadas no âmbito de programas de recompra que cumpram as condições legalmente previstas, parece-nos que a negociação de ações próprias acaba por ser um mecanismo híbrido, no sentido em que tanto poderá funcionar como uma forma de *legal insider trading*, assim como resultar na prática de crime de abuso de informação privilegiada. Tudo dependerá das condições que enformem a aquisição em si.

Nem sempre a aquisição será fundada pela posse de quaisquer informações não acessíveis ao público, mas ficará sempre a questão: será a aquisição, na verdade, motivada por algo a que só os *insiders* tiveram acesso? Daí que existam investidores experientes a fazer o seguinte conselho: sempre que possível, e com os cuidados que se exigem no âmbito do *trading* em mercados regulamentados, optem por seguir os comportamentos de investimento de *insiders*<sup>96</sup>. Afinal, que facto poderá ser mais reconfortante do que realizar a mesma operação que um dos responsáveis pela empresa alvo do investimento?

## 5. Conclusão

Chegados ao fim da nossa dissertação, cabe-nos formular as oportunas conclusões que retirámos ao realizar o presente estudo. Nesse sentido, diremos o seguinte:

---

<sup>93</sup> E em ambas poderemos ter problemas relacionados com a prática de abuso de informação privilegiada. A aquisição direta é operada pela própria sociedade, enquanto que a aquisição indireta se faz por intermédio de outra sociedade. A este propósito ver MARIA VICTÓRIA RODRIGUES VAZ FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de Acções Próprias no Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 1994, p. 33.

<sup>94</sup> MARIA VICTÓRIA RODRIGUES VAZ FERREIRA DA ROCHA, *ob. cit.*, p. 97. Aqui diz-nos ainda a autora que pode assumir várias formas a aquisição de ações com fins especulativos. Refere-se ainda à importância histórica deste tipo de aquisições enquanto forma de deixar muitas sociedades em estado de insolvência.

<sup>95</sup> Igualmente, neste sentido, JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *ob. cit.*, p. 388.

<sup>96</sup> Como é o caso de BEN MCCLURE *in* <http://www.investopedia.com>.

- A informação enquanto bem vem assumindo uma importância cada vez mais assinalável. Apesar de, em tempos, ter sido encarada como um privilégio ao alcance dos poderosos, hoje em dia é acessível às massas, em constância e com facilidade;
- A informação no plano do Direito dos valores mobiliários reflete-se em: racionalidade das decisões de investimento e formação regular dos preços do mercado;
- O princípio do *full disclosure* é fundamental para o funcionamento normal dos mercados financeiros;
- Existem deveres de informação que constantemente oneram as sociedades emitentes;
- A assimetria de mercado é uma falha de mercado relevante e causadora de grandes convulsões;
- A eficiência do mercado depende da difusão de informação e da sua incorporação nos preços dos valores mobiliários;
- Entende-se por informação privilegiada aquela que for não pública, suscetível de influenciar a formação dos preços, revestida de carácter de precisão e respeitante a entidades emitentes de valores mobiliários;
- Os deveres de divulgação de informação (*ongoing disclosure*) contendem com os deveres de segredo legalmente consagrados;
- Existe obrigatoriedade de divulgação de informação considerada privilegiada, caso seja recebida;
- O abuso de informação privilegiada surgiu no séc. XVIII e vem evoluindo até à actualidade da sua criminalização global durante o primeiro terço do século XX;
- Os agentes típicos do crime de abuso de informação privilegiada poderão assumir a forma de *corporate insiders*, *temporary insiders*, *insiders* não institucionais e ainda *tippees*;
- As pessoas coletivas não podem ser agentes da prática do crime *sub judice*;
- Também no âmbito da delegação de poderes e na figura do administrador de facto se verificam comportamentos suscetíveis de configurar a prática de abuso de informação privilegiada;

- Os casos referentes à prática de abuso de informação privilegiada que chegam a julgamento são reduzidos e todos têm um aspeto comum: a dificuldade de obtenção de prova;
- A legalização do *Insider Trading* é um tema trazido a debate por alguns autores estrangeiros. Em Portugal não se trata de uma tese que consiga colher adeptos;
- O *Insider Trading* legal existe, embora seja muitas vezes rodeado de várias suspeitas. Pode até ser encarado como um fator que contribui para a eficiência do mercado;
- Os instrumentos de remuneração dos administradores podem originar situações dúbias, em virtude da eventual cosmética contabilística que pode ser realizada pelos órgãos de administração. Tal facto poderá fazer subir artificialmente os resultados dos quais dependem, por exemplo, prémios remuneratórios;
- A aquisição de ações próprias é um tópico controverso, na medida em que, seguindo as palavras de PETER LYNCH, os administradores só compram ações de uma empresa se souberem que as mesmas se irão valorizar, o que vem lançar questões sobre a legalidade deste mecanismo;
- Cabe ao sistema jurídico desenvolver meios com capacidade para controlar a tentação que, quanto a nós, sempre existirá, de intervir no mercado na posse de informação privilegiada. Parece-nos, no entanto, que a tendência será no sentido de reforço da vigilância que recai sobre os mercados, inibindo cada vez mais a prática deste tipo de crime.



## Bibliografia

- Abreu, Jorge Manuel Coutinho de. *Curso de Direito Comercial*. 4ª. Vol. II. Coimbra: Almedina, 2014.
- Aktasa, Nihat, Eric de Bodta, e Hervé van Oppensa. “Legal Insider Trading and market efficiency.” *Journal of Banking and Finance*, 2008.
- Anderson, John P. [www.clsbluesky.law.columbia.edu](http://www.clsbluesky.law.columbia.edu). 24 de Janeiro de 2017. [clsbluesky.law.columbia.edu/2017/01/24/when-does-corporate-criminal-liability-for-insider-trading-make-sense/](http://clsbluesky.law.columbia.edu/2017/01/24/when-does-corporate-criminal-liability-for-insider-trading-make-sense/).
- Antunes, José Engrácia. *Direito das Sociedades*. Porto: Impressão Print On Demand Liberis, 2016.
- Brochado, Ana. “A indemnização por abuso de informação privilegiada no Código das Sociedades Comerciais.” *Caderno dos Valores Mobiliários*, Agosto de 2010.
- Câmara, Paulo. “Os Deveres de Informação e a Formação de Preços no Mercado de Valores Mobiliários.” *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, 1º Semestre de 1998.
- . *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª. Coimbra: Almedina, 2011.
- Carvalho, Francisco Proença de, e 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.” *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 2010.
- Chambel, Inês Isabel Dias. “In all but name - O Administrador de Facto nas Sociedades Comerciais - Reflexões em torno da sua concretização.” Faculdade de Direito de Lisboa da Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2014.
- Costa, José de Faria, e Maria Elisabete Ramos. *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada*. Coimbra: Coimbra Editora, 2006.
- Esteves, João Cantiga. “Os Contratos Swap Revisitados.” *Caderno de Valores Mobiliários*, Abril de 2013.
- Ferreira, José Manuel da Silva Carvalho. *Criminalidade económica: entre o crime de colarinho branco e o crime de colarinho azul - Existirá o crime de colarinho cinzento*. Tese de Mestrado, Universidade do Minho, Braga: Universidade do Minho, 2013.
- Frada, Ana Raquel. “A Remuneração dos Administradores das Sociedades Anónimas.” Universidade Católica Portuguesa, Porto, 2011.
- Gomes, Fátima. *Insider Trading*. Valadares: APDMC, 1996.
- Howard J. Kaplan; Joseph A. Matteo; Alan Pfeffer; Arkin Kaplan Rice LL. s.d.
- Mcclure, Ben. s.d. [www.investopedia.com/articles/02/121002.asp](http://www.investopedia.com/articles/02/121002.asp).

- Ogando, José João de Avillez. “Os Deveres de Informação Permanente no Mercado de Capitais.” *Revista da Ordem dos Advogados*, 2004.
- Oliveira, António Fernandes de. “Remuneração de Administradores e Planos de Aquisição de Acções.” *Caderno de Valores Mobiliários*, Dezembro de 2004.
- Pinto, Frederico da Costa. “Crime e Contra-Ordenações no Novo Código dos Valores Mobiliários.” *Caderno de Valores Mobiliários*, Abril de 2000, 7 ed.
- Rocha, Maria Victória Rodrigues Vaz Ferreira da. *Aquisição de Acções Próprias no Código das Sociedades Comerciais*. Coimbra: Almedina, 1994.
- Ruth, Carol. 17 de 06 de 2014. [www.cnbc.com/2014/06/17/its-time-to-legalize-insider-tradingwallstreetcommentary.html](http://www.cnbc.com/2014/06/17/its-time-to-legalize-insider-tradingwallstreetcommentary.html).
- Salgueiro, Ana Cláudia. “Abuso de Informação Privilegiada - o Especial Caso dos Instrumentos de Remuneração de Administradores.” *Caderno de Valores Mobiliários*, Abril de 2016.
- Santos, Filipe Matias. *Divulgação de Informação Privilegiada*. Coimbra: Coimbra Editora, 2011.
- Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP & Affiliates. s.d. [www.skadden.com/sites/default/files/publications/663library.pdf](http://www.skadden.com/sites/default/files/publications/663library.pdf).
- U.S. Supreme Court. [supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224/case.html](http://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224/case.html). s.d.
- Vale, Alexandre Lucena e. “Informações e Operações sobre Valores Mobiliários.” *Estudos do Instituto de Valores Mobiliários*, 2012.