



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**A utilização da prova indiciária no crime
de abuso de informação privilegiada
(*insider trading*)**

Márcia Maria Teixeira Gomes

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2017

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**A utilização da prova indiciária no crime
de abuso de informação privilegiada
(*insider trading*)**

Márcia Maria Teixeira Gomes

Dissertação de Mestrado em Direito

Faculdade de Direito | Escola do Porto

15 de maio de 2017

*“Falam de tudo como se a razão
lhes ensinasse desesperadamente
a mentir, a lançar
sem remorso nem asco um novo isco
à espera que alguém morda
e acredite nessa liturgia
cujos deuses são fáceis de adorar
e obedecem às leis do mercado.*

*Falam desse ludíbrio a que chamam
o futuro
como se ele existisse
e as suas palavras ecoam
em flatulentas frases
sempre a favor do vento que as agita
ao ritmo dos sorrisos ou das entrevistas
em que tudo se vende
por um preço acessível (...).*

*O poder não existe, como sabes
demasiado bem (...).”*

Século XXI

**Fernando Pinto do Amaral,
in “A Luz da Madrugada”**

Agradecimentos

Não podia terminar esta dissertação sem expressar a minha gratidão às pessoas que estiveram sempre ao meu lado.

Aos meus pais e ao meu irmão, não só pelo apoio incondicional, mas acima de tudo por sempre acreditarem que seria capaz de concluir mais uma etapa.

Aos meus amigos, porque são a minha segunda família, e estiveram sempre ao meu lado quando achava que não era capaz.

Aos meus colegas de trabalho e de faculdade, pelos conhecimentos jurídicos, pela ajuda técnica e por todos os conselhos que me transmitiram ao longo destes meses. Sei que muitos deles ficarão para a vida.

À minha orientadora, Dra. Sandra Tavares, pela paciência, incentivo e apoio prestado ao longo deste trabalho.

Resumo

O presente trabalho tem como objetivo o estudo da utilização da prova indiciária no crime de abuso de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários.

Iniciamos, assim, o nosso estudo com uma breve referência à evolução legislativa do crime no ordenamento jurídico português, por forma a permitir compreender o modo como os pressupostos da incriminação se foram tornando menos exigentes.

De seguida, fazemos uma análise dos pressupostos da incriminação na redação atual do artigo 378º do Código de Valores Mobiliários, com especial enfoque na definição de informação privilegiada, tendo em consideração que os requisitos foram alvo de densificação doutrinal.

Após reconhecimento das reais dificuldades na prova da existência de crime, nomeadamente, quanto à efetiva utilização de informação privilegiada na base da conduta do agente, chegamos ao ponto fulcral do nosso trabalho: a utilização da prova indiciária no crime de abuso de informação privilegiada.

Por último, aprofundamos a questão da admissibilidade da prova indiciária no crime de abuso de informação privilegiada no ordenamento jurídico português e seus pressupostos, no que concerne à existência de indícios e o juízo de inferência que quanto a estes deve ser feito, através da análise de duas decisões jurisprudenciais.

Palavras-Chave: Crime de abuso de informação. Informação privilegiada. Mercado de Valores Mobiliários. Fundamentação da decisão. Prova indiciária. Indícios.

Abstract

The present project aims to study the use of circumstantial evidence in the crime of insider trading in the securities market.

We thus began our study with a brief reference to the legislative evolution of crime in the Portuguese legal system, in order to understand how the assumptions of incrimination became less demanding.

Next, we make an analysis of the assumptions of incrimination in the current wording of the article 378^o in the Securities Market Code, with special focus on the definition of inside information, taking into consideration that the requirements were subject to doctrinal densification.

After acknowledging the real difficulties in proving the existence of a crime, namely, regarding the effective use of privileged information on the basis of the agent's conduct, we come to the key point of our work: the use of circumstantial evidence in the crime of insider dealing.

Finally, we turn to the question of the admissibility of circumstantial evidence in the crime of insider trading in the portuguese legal system and its assumptions, in relation to the existence of evidence and the judgment of inference that in respect of these must be done, through the analysis of two jurisprudential decisions.

Keywords: Crime of insider dealing. Insider Trading. Securities Market. Reasoning of the decision. Circumstantial Evidence. Evidence.

Índice

Nota prévia	9
Siglas e Abreviaturas	10
Introdução	12
1. Evolução legislativa	14
2. O art. 378º do CVM: <i>insider trading</i>	19
2.1 O Bem jurídico.....	19
2.2 Condições relativas ao agente do crime.....	21
2.3. Condições sobre a informação: a definição legal de “informação privilegiada”. 22	
2.3.1. Carácter não público.....	23
2.3.2. Carácter preciso.....	24
2.3.3. Carácter específico	25
2.3.4 <i>Price Sensitive</i>	25
2.4 Condições relativas à conduta.....	26
3. A utilização da prova indiciária no crime de <i>insider trading</i> na jurisprudência portuguesa.....	27
3.1 Panorama global das decisões portuguesas sobre o tipo legal de crime.....	27
3.2 A prova indiciária e a sua admissibilidade no sistema processual penal.....	30
3.2.1. Admissibilidade e valoração da prova indiciária	30
3.2.2 Prova indiciária: conceito e critérios de utilização.....	34
3.3 A utilização da prova indiciária nos crimes de <i>insider trading</i> : Análise prática. .	37
4.3.1. O acórdão do TRL de 12/7/2017, proc. nº 10852/12.6TDLSB.....	38
4.3.2. O acórdão do TRP de 17/04/2016, proc. nº 1523/10.9TDLSB.....	42
Conclusão	46
Bibliografia.....	48
Outras fontes citadas.....	51

Nota prévia

Antes de iniciarmos o estudo do presente trabalho, cumpre esclarecer que, face ao limite de caracteres estipulado, as citações cuja referência ao *link* eletrónico consultado seja necessária referir – jurisprudência, artigos, publicações, legislação –, encontra-se devidamente efetuada na parte final do trabalho, destinada à “Bibliografia” e “Outras fontes Citadas”.

Siglas e Abreviaturas

Ac. – Acórdão

Al(s). – Alínea(s)

Art.(s) – Artigo(s)

BES – Banco Espírito Santo

BESV – Banco Espírito Santo -VIDA

BCP – Banco Comercial Português

BPI – Banco Português de Investimento

CC- Código Civil

CEDH – Convenção Europeia para os Direitos do Homem

CodiPP- Codice di Procedura Penale

CódMVM – Código do Mercado de Valores Mobiliários

CodPP – Code de Procédure Penale

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CONSOB – Commissione Nazionale per la Società e la Borsa

CPP – Código de processo Penal

CRP – Constituição da República Portuguesa

CSC – Código de Sociedades Comerciais

CVM – Código de Valores Mobiliários

DL – Decreto-Lei

EDP- Energias de Portugal

EDPR – Energias de Portugal Renováveis

EM- Estados-Membros

Eng. – Engenheiro

Et. Al. – *et alii* (e outros)

EUA- Estados Unidos da América

JIC – Juíz de Instrução criminal

LEC – Ley de Enjuiciamiento Criminal

MP – Ministério Público

Nº(s) – Número(s)

OPA – Oferta Pública de Aquisição

OPI – Oferta Pública Inicial

OPS – Oferta Pública da Subscrição

Proc. – Processo

S.d. – *sine data* (sem data)

Séc. – Século

SEC – Securities Exchange Commission

STJ – Supremo Tribunal de Justiça

StPO – Strafprozeßordnung

TRL - Tribunal da Relação de Lisboa

TRG – Tribunal da Relação de Guimarães

TRP – Tribunal da Relação do Porto

UE – União Europeia

Introdução

É indiscutível a importância do mercado de valores mobiliários à escala mundial, enquanto ramo do direito financeiro. É no seu interior que se dá o encontro entre aforradores e agentes que necessitam de financiamento.

Para que o agente com capital excedente seja impelido a investir o seu dinheiro, deverá estar em condições de obter o máximo de informação credível sobre um determinado instrumento financeiro, não obstante o risco intrínseco que o investimento comporta, por forma a conseguir prever se será o mais rentável, tendo em conta o seu perfil de investidor.

Mas para que tal seja possível, é necessário criar essas condições, nomeadamente através de mecanismos de regulamentação e supervisão.

Tal caminho começou a ser trilhado a partir do *crash* da bolsa nos EUA, em 1929, face às consequências nefastas para a economia mundial, tendo chegado ao continente europeu algumas décadas depois.

Reconhecendo a importância que o mercado de valores mobiliários tinha na economia mundial e as dificuldades em manter o mercado bolsista livre de práticas abusivas, a legislação da agora denominada UE veio uniformizar as regras do mercado para os EM, tendo como princípios basilares a confiança e transparência e prevendo a criação de uma autoridade independente, com competência para a regulamentação e supervisão.

Conhecendo a realidade bolsista, a especulação que lhe é inerente, bem como o aproveitamento de posições privilegiadas por parte de alguns intervenientes, a UE sentiu necessidade de sancionar determinados comportamentos, cabendo aos EM, por sua vez, determinar a forma como os mesmos seriam punidos. E, neste campo, podemos afirmar que Portugal andou sempre um passo à frente da legislação europeia.

Um dos comportamentos previstos como lesivo pelo mercado de valores mobiliários e, por isso, sancionado, é o crime que será estudado neste trabalho: o abuso de informação privilegiada, comumente conhecido como *insider trading*.¹

¹ Literalmente esta expressão significa “comércio interior ou do que está dentro”. No entanto, a expressão começou a ser utilizada para definir aqueles intervenientes que estavam numa posição especial, e que através dela obtinham informação privilegiada, negociando ilicitamente com base nela. Todavia, a realidade, com o evoluir dos tempos, tornou-se mais complexa, nomeadamente com a negociação por parte de pessoas que não seriam verdadeiros *insiders*, mas que teriam igualmente acesso a informação privilegiada, muitas vezes através da transmissão dessa informação pelos verdadeiros *insiders*, pelo que a expressão *insider trading* passou a ser utilizada em qualquer caso de negociações com base em informação privilegiada, independentemente do agente. Vide GOMES, Fátima, “Insider trading”, APDMV, Valadares, 1996, p. 7 e 8.

Sucedem que, face à crise mundial de 2008 e à crescente prática deste tipo de crime, achamos pertinente proceder ao aprofundamento do seu estudo, embora numa vertente processual penal, nomeadamente, quanto aos meios de prova utilizados para prova da prática do crime, isto é, para prova da existência de um comportamento ilícito do agente, determinado pela detenção de informação privilegiada.

Chegando à conclusão que o recurso a provas diretas – no caso, a prova documental e testemunhal – dificilmente chegava para dar como provada aquela ligação, o tribunal, influenciado pela prática de uso de prova indireta noutros crimes económico-financeiros², passou a fazer referência direta a esta nas suas decisões, quer condenatórias, quer absolutórias.

Desta forma, em primeiro lugar fazemos um estudo do crime de *insider trading* para compreender a sua importância e quais os pressupostos da sua consumação.

Em segundo lugar, vamos explicar o que é a prova indiciária³, qual a sua admissibilidade legal e como deve ser valorada em tribunal.

Por fim, analisamos dois acórdãos sobre este crime no âmbito dos quais a prova indiciária foi essencial: no primeiro, para que o tribunal revogasse decisão absolutória, proferida em 1ª instância, substituindo-a por uma condenatória que considerasse os indícios provados através de prova direta com recurso a um juízo de inferência; no segundo, em que os contraíndícios apresentados pela defesa foram elementares para o juiz determinar a absolvição dos arguidos.

² Assim SIMÕES, Euclides Dâmaso, “Prova Indiciária. (Contributo Para o Seu Estudo e Desenvolvimento em Dez Sumários e Um Apelo Premente)”, in “Revista Julgar”, nº 2, maio/agosto 2007, Coimbra Editora, p. 206 a 215. O Autor faz referência à importância da prova indiciária no crime de branqueamento de capitais e tráfico de estupefacientes, recorrendo a algumas decisões proferidas pelos tribunais espanhóis. No mesmo sentido *vide* CABRAL, José Santos, “A Prova Indiciária e as Novas Formas de Criminalidade”, in “Revista Julgar”, nº 17, maio/agosto, 2012, Coimbra Editora, p. 15 e ss.

³ Indireta, circunstancial ou por presunções. Estas expressões são utilizadas indistintamente pela doutrina e jurisprudência, pelo que, no nosso estudo, iremos usar estes termos para fazer referência sempre à mesma realidade.

1. Evolução legislativa

O crime de abuso de informação privilegiada foi inicialmente introduzido no ordenamento jurídico português através do CSC, por força do DL n.º 184/87⁴, de 21 de abril, no art. 524.º, prevendo apenas o sancionamento da infração para os *corporate insiders*, *insiders* não institucionais e *temporary insiders*. Embora pioneiro no que diz respeito à punição desta conduta, não tinha como finalidade a regulação dos mercados de valores mobiliários⁵, e acabou por não lograr aplicação prática, sendo posteriormente revogado.⁶

Face ao fenómeno das práticas ilícitas de abuso de informação, e à necessidade de uniformização da tutela legal deste comportamento, surge, no âmbito comunitário, a Diretiva 89/592/CEE, de 13 de novembro de 1989, referente à coordenação das regulamentações respeitantes às operações de iniciados, estabelecendo, tal como nos elucida FÁTIMA GOMES, como princípios elementares: o princípio da confiança dos investidores; o princípio do bom funcionamento do mercado; e o princípio da proibição e punição dos comportamentos nacionais e transnacionais que violem os dois princípios acima enumerados.⁷ A Diretiva tinha como finalidade assegurar o bom funcionamento

⁴ Noutros países, como é o caso dos EUA, a regulação do mercado de capitais e da prática do *insider trading* remonta ao ano de 1934, com o *Securities Exchange Act*, embora com regras de carácter preventivo. No entanto, em 1942, com a criação da regra 10b-5 pela SEC, passou a criminalizar-se comportamentos fraudulentos no mercado de capitais, não obstante os sucessivos atos legislativos, fruto da experiência jurisdicional, nomeadamente o *Insider Trading Sanctions Act* de 1988 e o *Insider Trading and Securities Enforcement Act* também de 1988. Para uma melhor compreensão da evolução da criminalização das práticas de *insider trading* nos EUA, vide GOMES, Fátima, Ob.cit. p. 31 a 41.

⁵ Assim FARIA COSTA, José de, e Maria Elisabete Ramos, “O Crime de Abuso de Informação Privilegiada: A Informação Enquanto Problema Jurídico-Penal”, Coimbra Editora, Coimbra, 2006, p. 15.

⁶ Assim VERDELHO, Pedro, “Infrações no Mercado Financeiro: Crimes de Abuso de Informação Privilegiada e de Manipulação de Mercado” in “Direito sancionatório das Autoridades Reguladoras”, coord. Maria Fernanda Palma, Augusto Silva Dias, Paulo de Sousa Mendes., Coimbra Editora, 2009, p. 344. Embora o art. 524.º do CSC tenha sido revogado, o CSC, atualmente, continua a prever sanções de natureza civil e de direito societário nos arts. 449.º e 450.º. No comentário ao art. 449.º do CSC, PAULO CÂMARA refere, relativamente ao atual art. 378.º que, embora as soluções sejam “separadas por duas décadas quando à data da sua aprovação, e por plúrimas diferenças, quanto ao seu conteúdo, (...). O âmbito subjectivo do regime penal do *insider trading* é mais amplo do que o regime civil, na medida em que aquele abrange a informação respeitante a qualquer sociedade anónima (ainda que de estrutura acionista fechada) e, além disso, a respeitante a qualquer tipo de emitente de instrumento financeiro. (...) ao passo que o Código das Sociedades Comerciais se refere apenas a sociedades anónimas e às ações e obrigações por elas emitidas. Além disso, a lei societária apenas qualifica como insider primários os membros de órgãos de administração e de fiscalização, ao passo que o CVM inclui, além destes, os que detenham informação privilegiada devido à titularidade de uma participação no capital ou os que obtenham por qualquer facto ilícito ou que suponha a prática do facto ilícito (...). Por fim, conclui “(...) o Regime criminal, por último é rodeado de mecanismos preventivos mais robustos (cfr. 12.ºC/4, 248.º, e 309.º-D do CVM) do que os previstos na lei societária (449º/5)”. Comentário ao art. 449º in “Código das Sociedades Comerciais Anotado”, coord. António Menezes Cordeiro, 2ª Edição, Almedina, 2012, p. 1162 e 1163.

⁷ Ob. cit., p. 15.

dos mercados (ideia inerente ao próprio princípio), tendo em conta o papel fundamental que desempenhava (e desempenha) no financiamento dos agentes económicos.

A referida Diretiva, com a finalidade de reprimir a violação destes princípios, estatua ainda no art. 13º, que os EM deveriam estabelecer uma sanção “suficiente para incitar ao respeito por estas disposições”.

Não obstante, no que tange à matéria do *insider trading*, não foi pioneira ao nível comunitário. Em 20 de abril e 11 de setembro de 1989, o Conselho da Europa criou, respetivamente, uma Convenção Internacional e um Protocolo, que entraram em vigor em 1 de outubro de 1991, sendo aquela o primeiro tratado internacional multilateral nesta matéria. Contudo, esta Convenção tinha como propósito a prevenção das práticas de *insider trading*.⁸

Ora, com a entrada em vigor do CódMVM, por força do DL nº 142-A/91, de 10 de abril, a legislação portuguesa aproveitou o momento para adequar a legislação nacional às exigências da Diretiva de 89⁹, criando, paralelamente, a CMVM, cuja função vital se prendia com a supervisão e regulação do mercado de valores mobiliários, bem como os agentes que neles atuavam, promovendo, desta forma, a proteção, não só dos investidores, como também do mercado, que tanto se almejava¹⁰.

Revogando o art. 524º do CSC, o CódMVM passou então a prever, no art. 666º, o crime de abuso de informação privilegiada.

Este dispositivo normativo veio ampliar os sujeitos do crime, para além dos já previsto no artigo revogado, aos *tipees*¹¹, i.e., “as pessoas que obtêm uma informação privilegiada através de *insiders* primários e tiram proveito dela adquirindo ou alienando títulos”.¹²

Em suma, o crime de abuso de informação privilegiada passou a ter, após a sua criação no CódMVM, um âmbito de aplicação consideravelmente mais amplo.¹³

Após uma década da vigência do CódMVM, e com a experiência acumulada da CMVM, autoridades judiciárias, e de outros ordenamentos jurídicos¹⁴, em 1999, é, então,

⁸ Para uma melhor compreensão do conteúdo da Convenção *vide* GOMES, Fátima, ob. cit., p. 18 a 20.

⁹ Assim EVANGELISTA, Vitor, “Da Proteção Jurídico-Penal do Mercado de Valores Mobiliários”. Coimbra, Edições I. L, 1998, p. 44. Criticando a técnica de transposição da Diretiva pelo legislador *vide* COSTA PINTO, Frederico Lacerda da, “O Novo Regime dos Crimes e Contra-Ordenações no Código dos Valores Mobiliários”, Col. Estudos Sobre o Mercado de Valores Mobiliários, Almedina, 2000, p.42.

¹⁰ Cfr. art. 8º da Diretiva.

¹¹ Cfr. art. 666º, nº4, do revogado CódMVM.

¹² EVANGELISTA, Vitor, Ob. cit. p. 48.

¹³ FÁTIMA GOMES explica com pormenor os tipos de comportamento que a norma, com esta alteração, passou a prever. Ob. cit., p. 66 e 67.

¹⁴ COSTA PINTO, Frederico de Lacerda da, “O novo Regime...”, ob. cit. p. 15. O Autor refere que o nosso ordenamento jurídico, em matéria de crimes contra o mercado de valores mobiliários, teve grande influência

publicado o atual CVM, aprovado pelo DL nº 486/99, de 13 de novembro, que passou a prever o crime de abuso de informação privilegiada no art. 378º – onde vigora até hoje, não obstante posteriores alterações que tiveram lugar.

Para além da clara alteração sistemática que o artigo sofreu, foi ainda suprimida a exigência de “procurar tirar proveito” da informação, que constava na al. a), do nº1 do art. 666º, que, tal como nos esclarece FREDERICO COSTA PINTO, apenas trazia uma complexidade desnecessária ao tipo (elemento objetivo), traduzindo-se numa utilização deslocada da técnica seguida para os crimes de natureza patrimonial (elemento subjectivo)¹⁵; foi introduzida a referência à troca de valores mobiliários; e passou a estar legalmente estatuído, no nº 3 do art. 378º, a retransmissão sucessiva da informação privilegiada.

Sinteticamente, na esteira de FREDERICO COSTA PINTO “os tipos previstos no art. 378º do CVM de 1999 exigem como elementos essenciais as qualidades típicas dos agentes (nos nºs 1 e 2 do art. 378º), a prática de um dos factos descritos, a relação entre a posse da informação e a conduta proibida (transmitir a informação, negociar, aconselhar ou dar ordens de subscrição, venda ou troca, com base nessa informação) e o elemento subjectivo geral, o dolo, nos termos do art. 13º e 14º do Código Penal.”¹⁶

Volvidos mais de dez anos desde a última Diretiva europeia, reconhecida a importância do bom funcionamento do mercado de valores mobiliários no sistema financeiro, percebendo a necessidade que imperava quanto à uniformização das leis dos EM nesta matéria¹⁷ e, indo ao encontro das preocupações manifestadas pelos EM, na sequência dos ataques terroristas de 11 de setembro de 2001, no que se refere à luta contra o financiamento de atividades terroristas¹⁸, surge a Diretiva 2003/6/CE^{19/20} sobre o abuso

dos regimes vigentes em Espanha, França, Alemanha e, com especial relevo, em Itália, pese embora as grandes diferenças que o Autor identifica.

¹⁵ Ob. cit., p. 69 e 70. O Autor faz ainda referência à eliminação da atenuação da pena prevista no nº 2, uma vez que esta era baseada numa “errada convicção do agente que transmitia a informação privilegiada a outrem sempre que aquele estivesse fundadamente convencido de que o recetor da informação a matéria sob reserva e não a utilizaria.”

¹⁶ In “Crimes e Contra-Ordenações no novo Código de Valores Mobiliários”, in “Cadernos de Valores Mobiliários”, nº7, abril de 2000, pág. 399.

¹⁷ “O atual enquadramento jurídico comunitário para proteger a integridade do mercado está incompleto. Os requisitos legais variam consoante os Estados-Membros, o que frequentemente coloca os agentes económicos numa situação de incerteza quanto aos conceitos, definições e aplicação.” Ponto 11 do Preâmbulo da Diretiva 2003/6/CE.

¹⁸ Ponto 14 do Preâmbulo da Diretiva 2003/6/CE.

¹⁹ Para uma melhor compreensão da conjuntura em que a Diretiva 2003/6/CE foi criada *vide* BOLINA, Helena, “A Manipulação do Mercado e o Abuso de Informação Privilegiada na Nova Diretiva sobre Abuso de Mercado (2003/6/CE)”, in “Cadernos de Valores Mobiliários”, nº 18, agosto de 2004, p. 62 e ss.

²⁰ Esta Diretiva surge no âmbito do Modelo *Lamfalussy*, que, sucintamente, tinha como finalidade simplificar o processo legislativo comunitário referente ao sector financeiro. Este modelo dividia em quatro

de mercado, revogando a Diretiva 89/592/CE, *supra* referida, tendo sido transposta para o ordenamento jurídico português pelo DL n° 52/2006, de 15 de março.

Quanto às alterações legislativas providas desta Diretiva²¹, no que diz respeito à definição de abuso de informação, passou a incluir-se a informação que dizia “indiretamente”²² respeito a um emitente de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, e eliminou-se o requisito da fonte, ou seja, passou a importar somente o conhecimento da informação privilegiada, e não mais a sua origem. Alteração que se mostrou relevante em termos práticos, porquanto a prova da origem daquela era de elevada complexidade. Foi ainda introduzido o conceito de informação privilegiada em relação aos instrumentos derivados sobre mercadorias²³, e alargado o leque de factos típicos a situações que se relacionem com o conhecimento da prática de factos ilícitos.^{24/25}

A Diretiva 2003/6/CE trouxe ainda importantes alterações quanto ao regime sancionatório, com a introdução do artigo sobre a apreensão e perda das vantagens patrimoniais obtidas com a prática do ilícito²⁶, bem como a obrigatoriedade de divulgação das decisões judiciais.²⁷

Por fim, a última alteração que o artigo sofreu adveio da Lei n° 28/2009, de 19 de junho, que reviu o regime sancionatório no sector financeiro em matéria criminal e

níveis o processo legislativo, sendo que a Diretiva 2003/6/CE era de nível um, ou seja, apenas estabelecia os “princípios-quadro” que, posteriormente, teriam de ser alvo de densificação, tal como viria a acontecer através da Diretiva 2003/124/CE (definição de divulgação pública de informação privilegiada e à definição de manipulação de mercado), da Comissão, de 22 de dezembro, da Diretiva 2003/125/CE (apresentação imparcial de recomendações de investimento e à divulgação de conflitos de interesse), da Comissão, de 22 de dezembro, da Diretiva 2004/72/CE (práticas de mercado aceites, definição de informação privilegiada em relação aos instrumentos derivados sobre mercadorias, elaboração de lista de iniciados, notificação das operações efetuadas por pessoas com responsabilidades diretas e notificação de operações suspeitas), da Comissão, de 29 de abril, e ainda o Regulamento (CE) n° 2273/2003 (derrogações para os programas de recompra e para as operações de estabilidade de instrumentos financeiros), da Comissão, de 22 de dezembro, consubstanciando-se todos em instrumentos normativos de nível dois.

²¹ Quanto à transposição da Diretiva para o ordenamento jurídico português *vide* MENDES, Paulo de Sousa, “A Adaptação do Direito Português à Diretiva Sobre o Abuso de Mercado”, in “Direito dos Valores Mobiliários”, Vol. VIII, Coimbra Editora, 2008, p. 201 a 212.

²² Cfr. art. 1º, n° 1 da Diretiva 2003/6/CE e art. 378º, n°3 do CVM.

²³ Cfr. art. 1º, n° 1 da Diretiva 2003/6/CE e art. 378º, n°4 do CVM.

²⁴ Cfr. art. 378º, n° 1, al. d). Esta introdução foi produto da preocupação *supra* referida dos EM com a prática de atos terroristas.

²⁵ Houve aspetos da Diretiva 2003/6/CE que não foram transpostos, nomeadamente, os referentes à exigência de criação de uma autoridade administrativa independente que visasse garantir a aplicação deste regime, porquanto o sistema mobiliário já tinha criado anteriormente essa autoridade. Assim *vide* Preâmbulo do DL n° 52/2006, de 15 de março.

²⁶ Cfr. art. 380º-A do CVM.

²⁷ Cfr. art. 422º do CVM.

contraordenacional, tendo alterado a moldura penal do crime²⁸ e procedido à revogação do n° 6, onde era punida a tentativa.

²⁸ Em 2014 surgiu ainda a Diretiva 2014/57/EU do Parlamento Europeu, de 16 de abril de 2014, relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado. Esta Diretiva veio prevê a obrigatoriedade de aplicação de uma sanção penal, pelo menos, para os “casos graves de abuso de informação privilegiada, de manipulação de mercado e de transmissão ilícita de informação privilegiada” e quando cometidos com dolo- cfr. ponto 14 do Preâmbulo. A Diretiva reconhece ainda, no ponto 5 do preâmbulo, que as sanções administrativas aplicadas pelos EM revelaram-se “até ao momento, insuficientes para assegurar o cumprimento das normas em matéria de prevenção e luta contra os abusos de mercado”. No entanto, sendo esta já a opção do legislador português, não houve necessidade de alterar a lei. Note-se que esta Diretiva deveria ser aplica com o quadro normativo estabelecido pelo Regulamento (UE) n° 596/2014 e respetivas medidas de execução.

2. O art. 378º do CVM: *insider trading*

Para que o crime de abuso de informação privilegiada esteja consumado têm de se verificar determinados pressupostos, que podemos agrupar em três grandes categorias²⁹: as condições relativas ao agente do crime; as condições sobre a informação; e as condições sobre a conduta do agente. No entanto, iniciaremos o estudo da presente norma, mobilizando o bem jurídico que a mesma visa tutelar.

2.1 O Bem jurídico

A grande função do direito penal, enquanto “direito de proteção”³⁰, traduz-se na proteção dos bens jurídicos com dignidade penal, que são, em regra, aqueles que a nossa CRP prevê.

Seguindo o pensamento de FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS “o bem jurídico assume uma importância primordial para o correto enquadramento de uma qualquer área incriminadora”, porquanto é através deste que se vai “determinar, de certa forma, a própria norma incriminadora”.³¹

Ora, o crime de abuso de informação privilegiada, ao inserir-se na área da criminalidade económica, tem como consequência a mobilização de bens jurídicos a ela ligados, sendo que, contrariamente ao clássico direito penal patrimonial, fortemente ligado ao indivíduo, o direito penal económico visa “proteger bens jurídicos de dimensão supra-individual”.³² A este propósito, atente-se ao facto de neste crime não ser possível

²⁹ Para explicar o crime de abuso de informação privilegiada optámos por agrupar os pressupostos de punibilidade, de acordo com a categorização do Autor J. J. VIEIRA PERES, que no texto “O Delito de ‘Insider Trading’ e a Obrigação de Informação”, referente ao então art. 666º agrupou os vários requisitos em três grandes categorias: “condições relativas à pessoa”, “condições referentes à informação” e “condições relativas à operação” in “Problemas Societários e Fiscais do Mercado de Valores Mobiliários”, Xavier de Basto *et. al.* Lisboa: Fisco, 1992, p. 83. Optando pela mesma categorização *vide* EVANGELIANO, Vítor, *ob. cit.*, p. 46 e 47.

³⁰ *Vide* Ac. do TC nº 108/99, proc. nº 469/98. O acórdão refere ainda que o direito penal “cumprir uma função de *ultima ratio*” pelo que “só se justifica (...) que intervenha para proteger *bens jurídicos* - e se não for possível o recurso a outras medidas de política social, igualmente eficazes, mas menos *violentas* do que as sanções criminais (...). É, assim, um direito enformado pelo *princípio da fragmentariedade*, pois que há-de limitar-se à defesa das perturbações graves da ordem social e à proteção das condições sociais indispensáveis ao viver comunitário. E enformado, bem assim, pelo *princípio da subsidiariedade*, já que, dentro da panóplia de medidas legislativas para proteção e defesa dos bens jurídicos, as sanções penais hão-de constituir sempre o último recurso.” Itálico do Autor.

³¹ *Ob. cit.* p. 32.

³² FARIA COSTA, José de, e Maria Elisabete Ramos, *ob. cit.* p. 35.

identificar concretos lesados, a não ser todos os intervenientes ou potenciais interveniente do mercado.

Não só o crime previsto no art. 378º, como os restantes crimes previstos nos artigos seguintes, refletem a importância dada pela nossa CRP, no art. 101º, ao sistema financeiro e ao bom funcionamento do mercado de capitais.³³ Pese embora apenas os comportamentos mais graves terem merecido tutela penal, tal como refere FREDERICO DA COSTA PINTO, esse entendimento está em concordância com o princípio constitucional “da necessidade da intervenção que, no art. 18º, nº 2 da Constituição, se projeta nas exigências de adequação, necessidade e proporcionalidade da restrição de direitos, liberdade e garantias”.³⁴

Por sua vez, PAULO CÂMARA vê a *ratio* desta proibição legal segundo duas vertentes³⁵: a vertente microjurídica, na qual a ilicitude “serve a proteção da confiança dos acionistas nos dirigentes societários e representa, em relação a estes, uma extensão do dever fiduciário de lealdade”; e a vertente macrojurídica onde insere a punição deste crime por forma a melhorar o funcionamento dos mercados. Por fim, acrescenta que se esta informação for considerada como um “bem público”³⁶, a sua prevenção irá obstar o seu uso para finalidades privadas, permitindo, desta forma, o acesso ao mercado de forma igualitária.³⁷

Noutro sentido, FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS sustentam que a norma visa proteger um bem jurídico “complexo e poliédrico”, porquanto esta incriminação “pretende, por um lado, tutelar a confiança dos investidores no correto funcionamento do mercado e, por outro lado, proteger a decisão económica individual no sentido de que esta seja tomada em situação de igualdade de informação para todos os potenciais intervenientes no mercado”.³⁸

³³ Como refere FREDERICO LACERDA DA COSTA PINTO, em causa está “a regularidade e a eficiência de um sector do sistema financeiro”, “Crimes e Contra- Ordenações...”, ob. cit., p. 379.

³⁴ Ob. cit. p. 381.

³⁵ In “Manual de Direito de Valores Mobiliários”, 2ª Edição, Almedina, 2011, p. 814.

³⁶ Na mesma senda, FREDERICO LACERDA COSTA PINTO afirma que em causa está o “bom funcionamento de (...) um conjunto de valores públicos fundamentais para os níveis de eficiência da economia nacional.”, ob. cit. p. 380.

³⁷ No que concerne à dicotomia dever de informação/abuso de informação privilegiada, J. J. VIEIRA PERES afirma serem “duas faces da mesma moeda”, isto porque “representam ambas um papel crucial neste contexto, na medida em que aquelas obrigações pretendem, preventivamente, criar ou assegurar condições para a manutenção de uma posição paritária entre os vários intervenientes nesse mercado, enquanto que a criminalização do insider trading visa castigar a utilização abusiva da informações que, por ainda não públicas, são uma vantagem exclusiva do seu detentor”. Ob. cit. p. 82.

³⁸ Os Autores vão mais longe, considerando estar em causa um bem jurídico heterogéneo fruto da sua composição: “confiança e igualdade dos investidores”. Ob. cit. p. 38. No mesmo sentido *vide* IRAGUEN, Jesús Ibarra e Gonzalo Jiménez-Blanco, “Abuso de Mercado: Una Panorámica de Su Normativa

Em jeito de conclusão, podemos afirmar que o bem jurídico que a norma visa proteger é o mercado de capitais, *per se*, não se tratando de proteger diretamente os seus intervenientes, mas sim todo um sistema de negociação, cuja confiança é elementar.

Quando um investidor decide investir ou desinvestir em algum instrumento financeiro, ele acredita que o fará detendo o máximo de informação possível³⁹, e que essa informação é igual para todos.⁴⁰ Se há uma desigualdade no acesso à informação, então a decisão de investir ou desinvestir será feita “com base em falsos pressupostos.”^{41/42}

Em suma, confiança⁴³ é a palavra de ordem de todo sistema, e que será posta em causa cada vez que surgem suspeitas do uso de informação privilegiada, porquanto a sua utilização irá provocar uma “distorção no mercado, pondo em causa o carácter *fair* das operações assim viciadas, ocasionando, inelutavelmente, a perda da confiança no mercado e, portanto, prejudicando o seu bom funcionamento”.⁴⁴

2.2 Condições relativas ao agente do crime

No que aos agentes do crime diz respeito, este apenas pune as pessoas singulares, sendo que aqui podemos fazer duas grandes distinções: os *insiders* primários – isto é, as pessoas que tinham uma ligação direta com a sociedade emitente –, no qual incluímos os *corporate insiders* e o *temporary insiders*; e os *tipees*, previstos nos n.ºs 1 e 2, respetivamente, do art. 378⁴⁵. Os *insiders* primários são todos aqueles que devido

Administrativa y Penal Vigente”, in “Revista de Derecho Bancario y Bursátil”, Año XXXI, abril-junho 2012, Dir. Juan Sánchez-Calero Guilarte, Lex Nova, p. 55.

³⁹ Podemos afirmar aqui que uma das grandes características do mercado é o seu grau de transparência. JESÚS IBARRA IRAGUEN e GONZALO JIMÉNEZ-BLANCO referem que a transparência do mercado é essencial para que o nosso sistema económico seja eficiente, sendo que a prática deste tipo de crimes põe em causa essa transparência. Ob. cit., 55.

⁴⁰ Note-se que sendo a informação um dos pilares do mercado de capitais, estão previstas, ao longo de todo o CVM, várias normas sobre os deveres informação. A título de exemplo: deveres gerais de informação – art. 7.º; dever de divulgação de informação privilegiada- arts. 248.º e 248.º-A; dever de informação de participação qualificada – art. 16.º e 17.º. São estas obrigações, entre outras, que em concordância com a tipificação deste crime, e dos outros que o CVM prevê, asseguram a transparência do mercado *supra* referida.

⁴¹ GOMES, Fátima Ob. cit. p. 6.

⁴² Não obstante, as exceções ao dever de informar que a lei prevê, como é o caso, por exemplo, do dever de guardar segredo sobre a preparação de uma OPA até à publicação do anúncio preliminar- art. 174.º CVM.

⁴³ “Ora, tal confiança tem como pedra angular o princípio da igualdade existente entre todos os investidores, igualdade essa que é posta em causa sempre que um de entre estes agentes obtém uma vantagem injusta sobre os restantes e dela abusa ilicitamente, em prejuízo alheio e benefício próprio”. Vide PERES, J. J. Vieira, ob. cit. p. 82.

⁴⁴ PERES, J. J. Vieira, ob. cit. p. 82.

⁴⁵ A moldura penal para os *insiders* primários é mais elevada, uma vez que estes têm uma “ligação mais forte” com a informação em causa.

à sua qualidade de titular de um órgão de administração ou de fiscalização de um emitente ou de titular de uma participação no respectivo capital (a)); em razão do trabalho ou do serviço que preste, com carácter permanente ou ocasional⁴⁶, a um emitente ou a outra entidade (b)); em virtude de profissão ou função pública que exerça (c)); ou que, por qualquer forma, tenha sido obtida através de um facto ilícito ou que suponha a prática de um facto ilícito (d)), transmita a alguém fora do âmbito normal das suas funções ou, com base nessa informação, negocie ou aconselhe alguém a negociar em valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou ordene a sua subscrição, aquisição, venda ou troca, direta ou indiretamente, para si ou para outrem.

Quanto aos *tippees*, devemos incluir todos aqueles que, não estando abrangidos pelo nº 1, tenham tido acesso a informação privilegiada e, em consequência, a

transmita[m] a outrem ou, com base nessa informação, negocie[m] ou aconselhe[m] alguém a negociar m valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou ordene a sua subscrição, aquisição, venda ou troca, direta ou indiretamente, para si ou para outrem.

Nesta categoria estão, assim, inseridas todas as pessoas que não tenham qualquer vínculo com a sociedade emitente.

Por fim, importa ainda notar que, fruto da evolução normativa, deixou de ser exigível a prova quanto à “fonte da informação” para as pessoas que não fossem *insiders* primários. Isto porque, no art. 666º do CódMVM revogado, apenas eram punidas as pessoas que, não sendo *insiders* primários, a acusação conseguisse “fazer prova convincente (*in dubio pro reo*) de que o acusado recebeu informação” dos referidos *insiders*, ou mesmo de alguém que deles já tivesse obtido essa informação⁴⁷.

2.3. Condições sobre a informação: a definição legal de “informação privilegiada”

O nº 3 do art. 378º, na sua redação atual, estatui o seguinte: “Entende-se por informação privilegiada toda a informação **não tornada pública** que, sendo **precisa** e dizendo respeito 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 de mercado**.”⁴⁸ Como a lei não especifica o que cada

⁴⁶ É nesta alínea que encontramos o *temporary insiders*. As restantes alíneas dizem respeito aos *corporate insiders*.

⁴⁷ PERES, J. J. Viera, ob. cit., p. 91.

⁴⁸ Negrito nosso.

um destes elementos significa, a doutrina procedeu à sua densificação, sendo que atualmente não existem dúvidas quando ao alcance de cada um dos pressupostos.

Desta forma, para estarmos perante uma informação privilegiada a mesma deve ser: não pública; precisa; referente a entidade emittentes de valores mobiliários ou a valores mobiliários (ou específica); e idónea a influenciar os preços de mercado (ou *price sensitive*).

2.3.1. Carácter não público

Se toda a informação num dado momento será tornada pública, nesta fase, aquela tem ainda um carácter confidencial, porquanto não se encontra acessível à generalidade dos investidores.

Assim que a informação, dita privilegiada, seja tornada pública, isto é, seja passível do conhecimento de todos através dos meios usuais de divulgação⁴⁹, o seu carácter privilegiado cessa, e, em consequência, “não alcançam o relevo jurídico-penal, as condutas que incorporem essa informação nas decisões de investimento ou desinvestimento”.⁵⁰ Note-se que, mesmo quando a informação privilegiada é divulgada primariamente nos meios de comunicação social, esta perde o seu carácter confidencial. A ser de outra forma, estaríamos a admitir que um investidor, que obtivesse uma informação através da comunicação social que ainda não tivesse sido divulgada pela CMVM, cometesse o crime de abuso de informação privilegiada, o que seria inconcebível.⁵¹

Importa ainda esclarecer que as decisões de investimento que tenham por base estudos de mercado – sendo eles próprios suscetíveis de influenciarem o preço do instrumento financeiro alvo do referido estudo – elaborados com base em informação de domínio público⁵², não são suscetíveis de constituir informação privilegiada, e, conseqüentemente, a decisão de investimento ou desinvestimento.

⁴⁹ Através do sistema informação de divulgação de informação privilegiada que a CMVM disponibiliza, que está previsto no art. 5º do Regulamento da CMVM n.º 5/2008, de 2 de outubro de 2008 (“Dever de informação”).

⁵⁰ FARIA COSTA, José de, e Maria Elisabete Ramos, ob. cit. p. 43.

⁵¹ Neste sentido *vide* BORBA, Sandra, “Abuso de informação – Anotação ao Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, 3ª Secção Criminal, processo nº 6053/08-3”, in “Cadernos do Mercado de Valores mobiliários”, nº 35, abril de 2010, p. 97.

⁵² Sendo exemplo disso os relatórios anuais que as sociedades abertas são obrigadas a elaborar.

2.3.2. Carácter preciso

Outro pressuposto previsto no nº 3 do art. 378º diz respeito à precisão da informação, ou seja, não podem estar em causa simples rumores ou especulações⁵³, mas sim informação com um grau de concretização que, por si só, seja suscetível de, quando utilizada, trazer um benefício para o agente.

No entanto, não podemos olvidar que a especulação é característica intrínseca dos mercados. Assim, quem investe num determinado instrumento financeiro, por pura especulação, não atua com base em informação privilegiada.

A questão da precisão da informação é elementar, uma vez que, a título de exemplo, em processos negociais⁵⁴ de fusões ou lançamentos de uma OPA numa determinada empresa, não é em qualquer fase comercial que podemos entender que a informação que se obteve é suficientemente precisa para que, a pessoa que negocie com base nela, esteja a abusar da “informação privilegiada”.

Convocando a doutrina civilística, FARIA COSTA e ELISABETE RAMOS dividem a fase pré-contratual em dois momentos: a “fase negociatória” e a “fase decisória”. A primeira, corresponde aos primeiros contactos entre as partes, onde ainda não existe qualquer vinculação das mesmas, pelo que aqui estamos numa fase demasiado precoce para poder afirmar que uma pessoa que tenha acesso a esta informação, e que venha a negociar com base nela, o tenha feito com base em “informação privilegiada”. Na segunda fase, pelo contrário, as partes já apresentam/aceitam as propostas, pelo que aqui “o acordo entre as partes representa um grau de consolidação e de cristalização que permite, em sede de informação privilegiada, afirmar que o conhecimento de tal acordo constitui informação precisa”.^{55/56}

⁵³ Quanto à exclusão dos rumores e especulações, FERNANDO JUAN Y MATEU refere que a experiência tem demonstrado que, por vezes, até esta informação é capaz de influir no preço dos instrumentos financeiros, principalmente quando falamos investimentos feitos por “*noise traders* o inversores irracionais”. O Autor acrescenta que “ante un rumor, el inversor sensato se preguntará, en primer lugar, si es plausible, y en segundo término, si influiría de forma sensible en la cotización, en caso de ser cierto. Cuando la respuesta a ambas preguntas sea afirmativa, será normal que el rumor motive al inversor razonable para tomar una decisión”. “Los Rumores en el Derecho el Mercado de Valores” in “Revista de - Derecho Bancario y Bursátil”, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, ano 33, nº 135, 2014, p. 134.

⁵⁴ “Para que a informação seja precisa, *não tem de ser completa, nem definitiva*: se a informação disser respeito a um processo que decorre em várias fases (como é o caso da preparação de uma OPA), não só o processo globalmente considerado, mas também cada fase isolada pode ser considerada informação precisa (...)”. Itálico do Autor. Vide “Novas medidas de prevenção”, in “Medidas de Prevenção e Combate ao Abuso de Mercado” CMVM, agosto de 2008, p. 8.

⁵⁵ Obs. cit. p. 49.

⁵⁶ Segundo a orientação do CESR, a precisão terá de ser aferida caso a caso, dependendo da informação, per si, e do contexto que a circunda, sendo que devemos pegar nessa informação e fazer um juízo *ex ante*, afim

2.3.3. Carácter específico

Embora este não seja um requisito que levante grandes questões, importa igualmente referir que a informação deve ser sempre referente, direta ou indiretamente, a um ou vários emitentes de valores mobiliários, ou a qualquer instrumento financeiro.

Dentro do carácter específico, podemos fazer a distinção entre informação diretamente ligada à sociedade emissora – *corporate information* ou *inside information* – e aquela que vai além desta, referindo-se, não só ao funcionamento do mercado de valores mobiliários, mas também a informação que diga respeito aos valores mobiliários, alvo de negociação – *market information*.

No que concerne à *corporate information*, não parece que existam dúvidas quanto à sua suscetibilidade para fazer parte do conceito de informação privilegiada. Ao contrário, o mesmo não poderíamos afirmar, sem mais, relativamente à *market information*. No entanto, com a Diretiva 2003/6/CE, e a conseqüente transposição para o ordenamento jurídico português, a informação que “indiretamente” diga respeito a valores mobiliários passou a estar prevista na lei, pelo que devemos incluir a *market information* neste requisito.

2.3.4 Price Sensitive

Quando falamos em *price sensitive*, referimo-nos à suscetibilidade de uma determinada informação poder influenciar o valor de um instrumento financeiro.

Para que este requisito se verifique, o juiz terá de recorrer a um juízo de prognose *ex ante*, ou seja, colocar-se no momento anterior ao da divulgação da informação e aferir se a mesma, ao ser divulgada, seria capaz de influir no preço do instrumento financeiro em causa⁵⁷. Se a resposta for positiva, então o requisito está verificado. A título de exemplo, se a informação privilegiada disser respeito ao lançamento de uma OPA sobre ações de uma empresa, o julgador deverá aferir se, antes da sua divulgação ao mercado, era

de saber se, com base naquela informação, seria expectável que aquele resultado fosse ocorrer. Vide Orientação CESR/06-562-B, julho de 2007, p. 4 e 5.

⁵⁷ “Se tal informação quando publicitada fosse, num juízo de previsibilidade reportado ao momento *ex ante* da operação, suscetível de gerar apetência pela compra ou venda ativos, tal informação revela idoneidade para influenciar a evolução da cotação.” Vide COSTA PINTO, Frederico Lacerda da, “O novo regime...”, ob. cit., p. 78.

previsível saber que aquela seria suscetível de fazer oscilar o preço das ações da empresa.⁵⁸

2.4 Condições relativas à conduta

Por fim, quando à conduta idónea a consumir o crime ora em análise, a lei é clara ao referir nos n^{os} 1 e 2 do art. 378^o, que quem detenha informação privilegiada, nos termos *supra* referidos, a “transmita”, “negocieie ou aconselhe alguém a negociar”, “ordene a sua subscrição, aquisição, venda ou troca” será punido. A este propósito devemos ainda referir que a norma apenas pune o uso efetivo da informação, pelo que o tipo não se encontra preenchido se a pessoa, tendo conhecimento de uma informação privilegiada, nada fizer com ela.

Se uma pessoa detém determinada informação, ainda que esta seja suscetível de constituir “informação privilegiada”, ao não fazer uso dela, não está o pôr em causa o bem jurídico que a norma visa proteger, nomeadamente a confiança dos mercados e dos investidores.

Por último, importa ainda referir que a conduta só é punida quando praticada a título doloso.

⁵⁸ Note-se que o lançamento de uma OPA é um exemplo paradigmático de informação privilegiada, que, quando usada, sem que tenha sido divulgada, constitui um ilícito criminal, nos termos ora estudados.

3. A utilização da prova indiciária no crime de *insider trading* na jurisprudência portuguesa

3.1 Panorama global das decisões portuguesas sobre o tipo legal de crime.

Temos que avançar mais de uma década desde a introdução do crime de *insider trading* na regulação mobiliária para encontrarmos a primeira condenação em tribunal.

PAULO PEDROSO e PEDRO VERDELHO, em 1998, admitiam que a prática do *insider trading* dizia respeito a uma “atividade muito restrita da realidade socioeconómica”, estando Portugal ainda numa fase de “tímida expansão”, procurando “atingir alguma sedimentação de práticas por via de assimilação dos vastos conjuntos de normas legais que a regem”.⁵⁹

Os Autores referiam que o número de processos era diminuto⁶⁰, o que, conjugado com “a sua disseminação pelas estruturas judiciárias (quando em fase de instrução e julgamento), com a complexidade das matérias subjacentes e ainda com a falta de elementos de estudo novos destes tipos legais de crimes (quer ao nível da doutrina nacional, muito diminuta, quer ainda mais ou nível da jurisprudência),” dificultou a resposta a algumas questões que a lei, *per si*, ainda não conseguia responder.⁶¹

Quanto ao conhecimento do crime, ou, pelo menos, à suspeita da sua consumação, a CMVM teve (e continua a ter) um papel fulcral enquanto entidade possuidora de conhecimento especializado no âmbito da deteção do crime, sendo que, na maioria dos casos, é a própria a reportar os indícios dos crimes.⁶² Não obstante esta função a montante,

⁵⁹ “Crimes no Mercado de Valores Mobiliários – as primeiras experiências” in “Revista do Ministério Público”, n.º 75, ano 19, jul/set 1998, pp. 116.

⁶⁰ Entre 1991 e 1998, apenas 8 crimes de abuso de informação privilegiada chegaram ao MP. A primeira acusação pela prática do crime de abuso de informação privilegiada remonta a 1994, sendo que a primeira condenação dos tribunais apenas ocorreu em 2003.

⁶¹ Ob. cit. p. 117.

⁶² Uma das funções da CMVM é a supervisão dos agentes económicos no mercado de valores mobiliários, de acordo com o seu estatuto, regulado pelo DL n.º 478/99, de 8 de novembro. Desta forma, a CMVM tem mecanismos próprios de deteção do crime em causa, sendo a entidade responsável para a abertura do processo averiguações preliminares, com vista à recolha de indícios que justifiquem o envio do processo para o MP. No âmbito do art. 385.º do CVM, a CMVM pode ainda obter registos de contactos telefónicos e de transmissão de dados junto das entidades prestadoras desses serviços, ainda que para isso seja necessária a prévia autorização da autoridade judiciária. Vide “Contra-Ordenações e Crimes no Mercado de Valores Mobiliários. O Sistema Sancionatório, a Evolução Legislativa e as Infrações Imputadas desde 1991”, CMVM, julho de 2009, CMVM, p. 25 e 26.

o mesmo não se esgota aquando da denúncia ao MP. A CMVM tem ainda um papel elementar no que respeita à disponibilização de documentos que sustentem a confirmação da prática do crime, auxiliando ainda na sua interpretação⁶³.

Ora, estando nós no âmbito dos crimes económico-financeiros emergentes do mercado de valores mobiliários, será facilmente de concluir pela complexidade que este tipo de crime comporta. A título de exemplo, no que diz respeito aos agentes do crime, em regra, são pessoas altamente especializadas na matéria e detentoras de conhecimentos que permitem a ocultação da prática do crime. Conhecimento e experiência esses que dificilmente a pessoa responsável pela investigação suplantarão.⁶⁴

Outra grande dificuldade – e alvo do nosso estudo – reside na prova de que o comportamento – leia-se, decisão de investir/desinvestir – do agente apenas ocorreu porque este estava na posse de informação privilegiada e foi apenas com base nela que decidiu investir/desinvestir.

Não podemos olvidar que a evolução legislativa europeia veio permitir uma maior abrangência quanto ao número de casos previstos como abuso de informação privilegiada, como é o exemplo as alterações provindas da Diretiva 2003/6/CE, onde, na definição de informação privilegiada, passou apenas a exigir-se o seu conhecimento, independentemente da forma como se obteve essa informação. Não obstante, as dificuldades práticas permaneciam, porquanto, neste tipo de crime, a prova dificilmente seria obtida por meios diretos.

Ainda que a prova documental e a prova testemunhal sejam consideradas “provas rainhas” neste tipo de crime, dificilmente serão suficientes para provar a relação causa-efeito entre a detenção de informação privilegiada e o comportamento que aquela originou. Ou seja, embora o tribunal logre provar, através do recurso às provas diretas *supra* referidas que determinado investimento/desinvestimento ocorreu, quando chegados à necessidade de provar aquela ligação, o MP não tem meios para obter essa informação através de prova direta e, em consequência, o arguido é absolvido. Ora, o arguido não é obrigado a prestar declarações, nem a falta destas pode ser usada contra ele,

⁶³ Em todos os acórdãos que tivemos oportunidade de estudar, e que se encontram disponíveis no site da CMVM, há sempre inquirição dos técnicos da CMVM na fase de julgamento. Todavia, a CMVM apenas atua da forma ora exposta, porquanto não lhe é atribuído o estatuto de órgão de polícia. Assim *vide* PEDROSO, Paulo e Pedro Verdelho, ob. cit. p. 117. PAULO DE SOUSA MENDES faz notar que o inquérito levado a cabo, no âmbito das averiguações preliminares não constitui um verdadeiro inquérito penal, porquanto a CMVM é apenas uma autoridade administrativa, pelo que não poderá proceder à inquirição de pessoas, nem, tão pouco, constitui-las arguidas. *in* “Lições de Direito Processual Penal”, Almedina, 2013, p. 61.

⁶⁴ Assim VERDELHO, Pedro, ob. cit., p. 342.

por força do princípio da presunção de inocência, constitucionalmente previsto, na sua dimensão do princípio do direito ao silêncio e proibição de inversão do ónus da prova, motivo pelo qual o MP terá de recorrer a outros meios de prova afim de formar, na mente do juiz, a convicção da prática do crime “*beyond any reasonable doubt*”.

Ora, chegados a 2017, podemos já contabilizar 11 processos que chegaram a tribunal e vieram a ser divulgados pela CMVM⁶⁵ sobre o crime de abuso de informação privilegiada, dos quais sete condenam os arguidos pela prática do crime de abuso de informação privilegiada e as restantes quatro decisões são absolutórias (ou não pronunciam o arguido).⁶⁶ Será, pois, de salientar que 2016 foi um ano jurisprudencialmente importante para este tipo de crime⁶⁷, porquanto foram proferidas cinco decisões judiciais – sendo três condenatórias.⁶⁸

De uma forma global, os crimes dizem quase sempre respeito ao lançamento de uma qualquer Oferta Pública sobre ações, sendo que, perante a dificuldade de obtenção de prova com recurso aos métodos diretos, o juiz passou a referir expressamente, na fundamentação da decisão, o recurso à prova indireta e o recurso às provas diretas,

⁶⁵ Desde março de 2006 que o CMVM divulga as decisões dos tribunais (condenatórias ou absolutórias) no seu site, referente a decisões proferidas após esta data. Note-se que este é um dever imposto pelo n.º 2 do art. 422.º do CVM, introduzido pela Diretiva 2003/6/CE. Não obstante, dispõe o n.º 3 do mesmo artigo que “O disposto nos números anteriores pode não ser aplicado (...) quando tenha lugar a suspensão da sanção, a ilicitude do facto e a culpa do agente sejam diminutas ou quando a CMVM considere que a divulgação da decisão pode ser contrária aos interesses dos investidores, afetar gravemente os mercados financeiros ou causar danos concretos, a pessoas ou entidades envolvidas, manifestamente desproporcionados em relação à gravidade dos factos imputados.”

⁶⁶ O proc. n.º 5043/13.1TDLSB.1, diz respeito a um recurso do MP da decisão de não pronunciar pelo JIC, que, todavia, não teve provimento, pelo que o processo não logrou chegar a julgamento.

⁶⁷ Uma notícia do jornal “Economia” do semanário “Expresso” deu conhecimento das decisões condenatórias por crimes contra o mercado praticados após a crise de 2008. Segundo esta notícia a CMVM considerou o ano de 2016 como sendo um ano “sem precedente na história da CMVM”, dado que “este número de decisões é corolário não só da atenção dedicada pela CMVM à identificação e investimento deste tipo de ilícitos – que muito prejudicam o mercado – como também do empenho que o MP tem dado a este tipo de criminalidade financeira de elevada complexidade para os tribunais”. Por fim, a referida notícia dá-nos ainda conhecimento que, no final do ano de 2016, estavam a ser investigados pelo MP 12 casos de crimes contra o mercado, sendo que, desde 2009, contabilizavam-se já 44 participações. Segundo informação da CMVM ao semanário “Expresso”, o número de processos a chegar a tribunal, apenas não são mais elevados, uma vez que os arguidos “antes ou depois de serem formalmente acusados pelo Ministério Público, aceitam fazer acordos”, através dos quais entregam os lucros obtidos com a prática do ilícito, a instituições de solidariedade social – 17 foram o número de acordos celebrados nestes termos. Note-se, que para além dos acordos celebrados há ainda a possibilidade de suspensão provisória do processo. Notícia de 17/12/2016, p. 10 e 11. No último “Relatório anual sobre a atividade da CMVM e sobre os mercados de valores mobiliários”, no ano de 2015, é também feita a referência a dois casos em que o MP suspendeu provisoriamente os processos (os arguidos entregaram as mais valias obtidas com as transações ao Estado e ao Sistema de Indemnização aos Investidores (SII) e pagaram, a título de injunções, quantias pecuniárias monetárias a favor de instituições de solidariedade social).

⁶⁸ Duas decisões ainda estão por transitar em julgado, sendo que, uma delas – proc. n.º 10852/12.6TDLSB –, que será alvo de um estudo mais aprofundado *infra*, aos autos descenderam à primeira instância, uma vez que o TRL entendeu que factos determinados factos dados como não provados deveriam ser dados como provados, e, em consequência deveriam os arguidos vir a ser condenados.

fazendo um raciocínio lógico-dedutivo para concluir pela prática (ou não) do crime.⁶⁹ Um exemplo claro da necessidade de recurso à prova indireta encontra-se vertido no acórdão do TRL no proc. nº 10852/12.6TDLSB, em que o juiz cita ASECIO MELLANO⁷⁰, reconhecendo que “quem comete um crime busca intencionalmente o segredo da sua atuação, pelo que, evidentemente, é frequente a ausência de provas diretas. Exigir, a todo o custo, a existência deste tipo de provas implicaria o fracasso do processo penal (...)”.

Assim, chegamos ao ponto fulcral do nosso estudo: a prova indiciária e a sua utilização pelo juiz na fundamentação da decisão para este tipo de crime. De referir ainda, que a prova indiciária não é passível de utilização apenas nas decisões condenatórias, como veremos *infra*.

3.2 A prova indiciária e a sua admissibilidade no sistema processual penal

3.2.1. Admissibilidade e valoração da prova indiciária

Estatui o art. 341º do CC que “as provas têm por função a demonstração da realidade dos factos”. Neste sentido, a prova é “a atividade de demonstrar a realidade de um facto, ou o resultado da demonstração de que o determinado facto é real”.⁷¹

⁶⁹ Neste sentido PINA, Cláudia Verdial, “Crime de Manipulação de Mercado: Elementos Típicos e Recolha de Prova”, in “Revista Julgar”, nº 17, maio/agosto, 2012, Coimbra Editora, p. 36.

⁷⁰ “Tratado de La Prueba en Matéria Criminal”, 9ª Edição, Editorial Réus, 1959, p. 427 *apud* Ac. do TRL de 12/7/2017, proc. nº 10852/12.6TDLSB, p. 79.

⁷¹ MATTA, Paulo Saragoça, “A Livre Apreciação da Prova e o Dever de Fundamentação da Sentença”, in “Jornadas de Direito Processual Penal e Direitos Fundamentais”, coord. Maria Fernanda Paula, Almedina, 2004, p. 224. GERMANO MARQUES DA SILVA chama ainda à atenção para o facto de a prova ser também “garantia da realização de um processo justo, de eliminação do arbítrio”, uma vez que permite, não só provar a veracidade dos factos, como obriga o julgador a fundamentar a sua decisão. *Apud* MATTA, Paulo Saragoça, ob. cit., p. 225. Quanto aos vários sentidos que a prova pode tomar *vide* MENDES, Paulo de Sousa, ob. cit., p. 173; e TONINI, Paolo, “Manuale di Procedura Penale”, 16.ª ed., Milano, Giuffrè, 2015, p. 226.

Ora, se os processos judiciais acontecem sempre *ex post factum*⁷², não será possível fazer uma análise direta e imediata daqueles, pelo que será necessária e essencial uma adequada investigação com a finalidade última de descoberta da verdade material.⁷³

Toda a prova trazida para o processo tem “carácter demonstrativo ou representativo” de um facto que se pretende provar.⁷⁴ Se o facto for provado, então podemos afirmar que o mesmo ocorreu. Como refere PATRÍCIA SILVA PEREIRA, o direito processual penal é um direito essencialmente probatório, uma vez que “não há aplicação da norma sem os factos e ela subsumíveis e os factos devem ser demonstrados por meio de prova”.⁷⁵ Tal importância não se esgota nesta subsunção, porquanto o próprio juiz terá de fundamentar a sua decisão⁷⁶, explicando o *iter* decisório da mesma, sob pena de nulidade.⁷⁷

A atividade probatória *supra* referida é constituída por uma complexa teia de atos que visam formar a convicção do juiz no presente sobre a existência de uma determinada realidade passada. Ora, na formação da sua convicção, podem as provas ser alcançadas por meios diretos e/ou por meios indiretos, sendo que as primeiras fazem prova direta sobre o facto que se destinam a provar – dentro do *thema probando* –, ao passo de que as segundas permitem fazer um juízo de inferência entre o que é conhecido através de prova direta – factos indiciantes –, e o que é desconhecido, através do recurso a regras de experiência⁷⁸. Não obstante, quando chegados ao elenco de provas previstas no CPP, verificamos que nada nos é dito sobre esta prova indireta.⁷⁹

Neste sentido, a admissibilidade da prova indiciária deverá, pois, ser aferida através da mobilização do art. 125º do CPP, que estatui a admissibilidade de qualquer meio de prova que não seja proibida por lei. Mas sendo a prova indiciária legalmente admissível, então como deverá ser valorada? A essa pergunta responde o art. 127º do CPP: através da

⁷² PEREIRA, Patrícia Silva, “A Prova Indiciária no Âmbito do Processo Penal”, Almedina, 2016, p. 26.

⁷³ MUÑOZ SABATÉ, Lluís (*apud* Patrícia Silva Pereira, ob. cit., p. 27) refere que “objeto da investigação é o facto; o objeto da prova, a afirmação”.

⁷⁴ PEREIRA, Patrícia Silva, ob. cit. p.26.

⁷⁵ Ob. cit., p. 28.

⁷⁶ Cfr. art. 374º, nº2 do CPP.

⁷⁷ Cfr. art. 379º, nº1, al. a) do CPP.

⁷⁸ Assim CABRAL, José Santos, obs. Cit., p. 14; Ac. do STJ de 22/1/2013, proc. 184/11.2GCMTJ.L1.S1: “Como o tribunal se esforçou por se convencer sobre a realidade dos factos mediante o recurso a diversas provas, explicitando, com toda a nitidez, sem tibieza ou contradições, o processo lógico-racional seguido para concluir, como concluiu, em moldes de não lhe restarem quaisquer dúvidas sobre a autoria dos crimes (...). O indício apresenta-se de grande importância no processo penal porque nem sempre se tem ao alcance a prova direta que autoriza a perseguir a conduta, sendo necessário, pelo recurso ao esforço lógico-jurídico, partir de factos certos para inferir outros.”

⁷⁹ Ao contrário, por exemplo, da lei processual penal italiana, que prevê diretamente o recurso à prova indiciária no art. 192º nº2, sendo que para tal os indícios devem ser “graves, precisos e concordantes”.

livre apreciação da prova pelo juiz.⁸⁰ Com efeito, a produção de prova, *maxime*, na fase de julgamento, pretende oferecer ao julgador as condições necessárias para que este forme a sua convicção sobre a verdade dos factos que os intervenientes processuais pretendem provar, necessários para a prolação da sentença.⁸¹

No entanto, importa esclarecer que a livre apreciação da prova pelo juiz não é (nem poderia ser) encarada de forma arbitrária. A este propósito, FIGUEIREDO DIAS chama à atenção para o facto de esta discricionariedade do julgador ter limites, nomeadamente no que concerne ao dever de procurar a “verdade material”. Ora, “a apreciação há-de ser, em concreto, reconduzível a critérios objetivos e, portanto, em geral, suscetíveis de motivação e controlo (...)”⁸². Não obstante a decisão ser resultado de uma convicção subjetiva, tendo ela como função convencer os interessados do seu bom funcionamento, deverá sempre ser “objetivável e motivável”, e, portanto, “capaz de impor-se aos outros”⁸³, o que só acontecerá quando “o tribunal tenha logrado convencer-se da verdade dos factos para além de toda a dúvida razoável”.⁸⁴

Ora, na prática processual penal, este controlo passa pelo dever de fundamentação das decisões judiciais, à luz do qual o juiz terá sempre de explicar o *iter* decisório, referindo as provas carreadas para o processo, invocando os meios de prova considerados para dar um determinado facto como provado, ou não provado⁸⁵, e explicando sempre o motivo de ter dado mais relevância a uma prova ou a um depoimento, em detrimento de outro.

⁸⁰ “A prova indiciária não é nula, bastando para ser admitida o facto de não estar incluída nos métodos proibidos de prova (art. 126.º do CPP). No entanto, trata-se de prova inominada, por a ela não se referir o CPP, que deve ser avaliada de acordo com o princípio da livre convicção probatória, sem dispensar fundamentação motivada, objetiva e racional.” Cfr. Ac. do STJ de 22/1/2013, proc. 184/11.2GCMTJ.L1.S1. O sistema da livre apreciação de prova contrapõe-se ao sistema de prova legal – em que a lei fixava previamente o valor a ser dado, tendo as suas raízes no Direito Romano, sendo que apenas começou a ser admitida pelos sistemas jurídicos com as mudanças trazidas pela Revolução Francesa do séc. XVIII, e com os tribunais de júri. Sobre a introdução do sistema da livre apreciação da prova *vide* MATTA, Paulo Saragoça, ob. cit., p. 234 a 238; FIGUEIREDO DIAS, Jorge de “Direito processual Penal. Lições do Prof. Doutor Jorge de Figueiredo Dias, coligidas por Maria João Antunes, Assistente da Faculdade de Coimbra”, Secção de textos da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 1988/9, p. 135 a 138. O sistema de livre apreciação da prova foi também adotado no ordenamento jurídico espanhol (art. 741º LEC), francês (art. 427º CodPP), italiano (art. 192º CodiPP) e alemão (art. §261º StPO).

⁸¹ PAULO DE SOUSA MENDES, ao relacionar estes dois princípios entende que “a prova livre antecipa duas características típicas do espírito moderno, a saber: a abertura à experiência e a autonomia do observador (neste caso do julgador). Tais características potenciam a descoberta da verdade material.” Ob. cit., p. 219.

⁸² Ob. Cit., p. 139.

⁸³ FIGUEIREDO Dias, Jorge de, ob. cit., p. 140.

⁸⁴ FIGUEIREDO Dias, Jorge de, ob. cit., p. 140 e 141. Seguindo este entendimento *vide* Ac. do TC nº 1165/96, proc. nº 142/96; e Ac. do TC nº 575/2016, proc. nº 567/96.

⁸⁵ Cfr. art. 365º, nº 3 do CPP. SARAGOÇA MATTA vai mais longe, considerando que o único mecanismo capaz de garantir a constitucionalidade do princípio da livre apreciação da prova passa por um “bem estruturado e bem delimitado *dever de fundamentação* das decisões”. Itálico do Autor. Ob. cit., p. 235.

Esta fundamentação deverá sempre ser feita de acordo com a regras da experiência, da lógica e da razão. Verificadas estas características na decisão, então podemos afirmar que não padecerá de qualquer vício de motivação ou motivação incompleta – que cominaria na nulidade da mesma – e será aceite e compreendida pela comunidade.⁸⁶

Outra forma de controlar tanto a decisão como o princípio da livre apreciação da prova passa pela consagração do direito ao recurso, que permite à instância superior controlar, não apenas a matéria de direito, mas também a matéria de facto.⁸⁷

Será, ainda, de salientar que a sindicância da decisão pelo tribunal de recurso é de extrema importância quando em causa está a utilização da prova indiciária, que é naturalmente mais exigente, tendo em consideração o dever que incumbe ao juiz de explicar o juízo logico-dedutivo entre o indício e o facto que se pretende provar. Importa referir que não compete ao tribunal de recurso levar a cabo a produção de prova⁸⁸, devendo tão-só “aferir se os juízos de racionalidade, de lógica e de experiência confirmam ou não o raciocínio e a avaliação feita em primeira instância (...)”.⁸⁹

Aceitar que o juiz possa proferir uma decisão com base na prova indiciária, que pressupõe um juízo de inferência lógico que culmine na prova de um facto desconhecido – e que no nosso caso se mostra elementar para uma decisão de condenação⁹⁰ –, leva-nos às seguintes questões: não estará o juiz a violar um dos princípios basilares de todo o processo penal – o princípio da presunção da inocência –, dando prevalência ao princípio da descoberta da verdade material? Será possível condenar um arguido através do recurso à prova indiciária sem que com isso se viole o princípio da presunção de inocência, princípio reconhecido na CEDH?⁹¹

⁸⁶ Assim o ac. do STJ de 24/3/2008, proc. n.º 08P899 refere que “Perante os intervenientes processuais e perante a comunidade, a decisão a proferir tem de ser clara, transparente, permitindo acompanhar de modo linear a forma como se desenvolveu o raciocínio que culminou com a decisão sobre a matéria de facto e, também, sobre a matéria de direito.”

⁸⁷ Assim, no ac. do STJ de 21/3/2007, proc. n.º 07P024, é referido que a fundamentação da decisão visa a prossecução de duas finalidades: uma de carácter “extraprocessual” e diz respeito à validade exterior da decisão; e outra de carácter “intraprocessual” de que visa permitir a reapreciação da decisão em sede de recurso.

⁸⁸ Em regra, em sede de recurso o tribunal não procede à reabertura da audiência de julgamento. Assim o ac. do TRG de 23/09/2013 onde se diz que “se fosse admitida na relação outra prova, para além da já produzida, o recurso deixaria de ser um remédio para suprir deficiências da decisão da primeira instância, passando a ser um segundo julgamento, desvirtuando-se o regime recursivo em processo penal. Não padecendo a decisão recorrida dos vícios do art. 410º n.º 2 do CPP, o recurso da matéria de facto pode ser conhecido cabalmente em face da documentação da prova produzida na audiência perante o tribunal recorrido.”

⁸⁹ MATTA, Paulo Saragoça, ob. cit., p. 233.

⁹⁰ No crime de abuso de informação ter-se-á de fazer prova da ligação entre o conhecimento, pelo agente, da informação privilegiada e sua decisão de investir/desinvestir.

⁹¹ Cfr. art. 6º, n.º2.

A priori nada na nossa CRP proíbe diretamente o recurso à utilização da prova indiciária, sendo que as únicas proibições de prova que existem e que estão plasmadas no art. 126º do CPP não preveem nenhuma proibição quanto à prova indireta, ainda para mais quando este artigo, *per si*, já constitui uma decorrência do art. 32º, nº 8 da CRP. Ora, se pensarmos que a prova indiciária é obtida através do recurso a indícios, que se encontram demonstrados por prova direta, e que o juízo de inferência do juiz deverá ser devidamente explicado pelos motivos *supra* referidos, tendo sempre assente que, se aqueles não forem suficientes, o arguido não será condenado – *in dubio pro reo* – e, ainda, que a decisão é sempre controlável em sede de recurso, podemos concluir que, quando usada corretamente, a prova indiciária não viola nenhum princípio constitucional, sobretudo se pensarmos nela como forma de provar a inocência do arguido – através do designados contraindícios.

Cumpre, ainda, esclarecer que esta presunção não é inilidível, pelo que o arguido poderá sempre exercer o contraditório quanto aos indícios que o juiz deu como provados para chegar à conclusão do cometimento do crime, não estando, por isso, violado qualquer princípio de presunção de inocência. Neste sentido, o Tribunal de Justiça da UE já se pronunciou sobre a presunção do art. 2º, nº 1 da Diretiva 2003/6/CE, que faz referência à utilização da informação privilegiada pelos seus detentores, realçando que não constituirá violação da presunção de inocência quando “a intenção do autor de uma operação de iniciados se deduz tacitamente dos elementos materiais constitutivos desta infração”⁹² e que tal presunção deve operar de acordo com os interesses que a Diretiva visa proteger, que não serão violadores das garantias de defesa do arguido, porquanto a mesma pode ser ilidida.

3.2.2 Prova indiciária: conceito e critérios de utilização

No processo judicial, a atividade probatória deverá estar sempre ligada ao *thema probando*, que definirá quais os factos juridicamente relevantes que deverão ser provados. Quando falamos em factos que dizem diretamente respeito ao tema da prova – os factos juridicamente relevantes –, estes deverão estar provados através de prova direta.

⁹² Ac. do Tribunal de Justiça (Terceira Secção) de 23 de dezembro de 2009. Caso Spector Photo Group NV e Chris Van Raemdonck contra Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA), proc. nº C-45/08.

Por sua vez, na prova indireta, os factos que se provam afastam-se do delimitado no *thema probando*, mas ainda assim permitem ao juiz chegar a uma determinada conclusão, que com o mero recurso à prova direta não se lograva possível. Nas palavras de JOSÉ SANTOS CABRAL, “na prova indiciária, mais do que em qualquer outra intervém a inteligência e a lógica do juiz. A prova indiciária pressupõe um facto, demonstrado através de prova direta, ao qual se associa uma regra de experiência da ciência, uma máxima da experiência ou uma regra de sentido comum. Este facto indiciante permite a elaboração de um facto-consequência em virtude uma ligação racional e lógica”⁹³.

Neste sentido, afigura-se óbvio que a prova indiciária é mais complexa e mais exigente para juiz do que a prova direta. Reconhecendo esta complexidade, CAVALEIRO DE FERREIRA refere que a qualificação por si só “dum facto como indício já pode suscitar graves dificuldade, mormente se se tratar de um indício técnico, em que a descoberta do indício exige conhecimento especializado”.

Assim, a prova indiciária usa factos irrelevantes que, por raciocínio lógico, permitem inferir a existência de factos relevantes.⁹⁴ Segundo JOSÉ SANTOS CABRAL, estamos aqui perante um silogismo: através do recurso a um indício – premissa menor –, que deve estar plenamente comprovado com recurso a prova direta, através de um “princípio empírico, ou regra de experiência” logramos alcançar uma convicção sobre um facto a provar. Ora, “a presunção é a conclusão do silogismo, construído sobre uma premissa maior: a lei baseada na experiência, na ciência e no sentido comum que, apoiado o indício – premissa menor -, permite a conclusão sobre o facto a demonstrar.”⁹⁵ Quanto ao indício, este será tanto mais credível quanto menor forem as ilações que dele se possam tirar.⁹⁶

Quanto aos requisitos para a utilização da prova indiciária no juízo decisório, uma vez que a nossa lei não faz referência direta à prova indiciária, estes têm vindo a ser sedimentados pela jurisprudência portuguesa, a qual recebeu grande influência do país

⁹³ Ob. cit., 13.

⁹⁴ PEREIRA, Patrícia Silva, obs. cit. p. 44.

⁹⁵ CABRAL, José Santos, obs. cit. p. 22. Citando LOPEZ MORENO, JOSÉ SANTOS CABRAL refere que “a teoria dos indícios reduz-se à **teoria das probabilidades** e a prova indiciária resulta do concurso de vários factos que demonstram a existência de um terceiro que é precisamente aquele que se pretende averiguar”, ob. cit., p. 25. Negrito do Autor.

⁹⁶ “Quando um facto não possa ser atribuído senão a uma causa, o indício diz-se necessário e o seu valor probatório aproxima-se do da prova direta. Quando o facto possa ser atribuído a várias causas, a prova dum facto que constitui uma dessas causas é também somente um indício provável ou possível.” Cavaleiro de Ferreira *apud* MATTA, Paulo Saragoça, ob. cit., p. 227.

vizinho.⁹⁷ Pelo que, no recurso à prova indiciária devem verificar-se requisitos de ordem formal, material e ainda requisitos quanto à inferência.⁹⁸

No que se refere ao requisito de carácter formal, deverá a sentença referir expressamente os factos base que se deram como provados e que serviram de pressuposto à inferência, devendo ainda o juiz explicar como, partindo daqueles factos, chegou ao facto consequência.

Quanto ao requisito de ordem material, este está intimamente ligado aos indícios. Entende-se por indícios “as circunstâncias conhecidas e provadas a partir das quais, mediante raciocínio lógico, pelo método indutivo, se obtém a conclusão, firme, segura e sólida de outro facto; a indução parte do particular para o geral e, apesar de ser prova indireta, tem a mesma forma que a testemunhal, a documental ou outra”.⁹⁹ Os indícios deverão ser comprovados por prova direta – devem ser certos – e ser de natureza inequivocamente acusatória¹⁰⁰, devendo estar relacionados entre si e ser contemporâneos ao facto que se pretende provar. No caso da existência de apenas um indício, esse deverá ter uma força probatória acrescida. Se, pelo contrário, existem vários indícios, então estes deverão ser concordante, convergindo numa mesma direção, seja ela acusatória ou não.

Por fim, quanto ao juízo de inferência, entende-se que este deverá ter como linha orientadora a razoabilidade, devendo existir uma correlação lógica entre os factos provados e a conclusão que se aferiu. Este requisito encontra-se intimamente ligado com o dever de fundamentação da decisão e com o recurso às regras de experiência, sendo possível, através dele, a verificação do cumprimento dos requisitos *supra* referidos.

Outra decorrência deste requisito é-nos avançada por PATRÍCIA SLVA PEREIRA e diz respeito à inexistência de contraíndícios que podem ser encarados enquanto fator de

⁹⁷ Nas decisões portuguesas que tivemos oportunidade de estudar, quanto ao crime de *insider trading*, não raras as vezes, o juiz faz referência expressa a Autores espanhóis.

⁹⁸ Veja-se o Ac. do TSE nº 392/2006, proc. nº 2077/2004. O acórdão que elencou estes requisitos foi proferido no âmbito de uma investigação sobre branqueamento de capitais.

⁹⁹ Ac. do STJ de 11 de julho de 2007, proc. nº 07P1416. Quando à sua importância vide ac. TRL de 12/7/2016, proc. nº 10852/12.6TDLSB que citando PRIETO – CASTRO Y FERNANDIZ E GUTIÉRREZ DE CABIEDES, refere que “o indicio apresenta grande importância no processo penal, já que nem sempre se têm à disposição provas diretas que autorizem a considerar existente a conduta perseguida e então, ante a realidade do facto criminoso, é necessário fazer uso dos inícios, com esforço lógico – jurídico intelectual necessário, antes que se gere impunidade”.

¹⁰⁰ BECCARIA faz uma distinção entre provas perfeitas e provas imperfeitas, considerando que nas primeiras é “excluída a possibilidade que alguém não seja culpado”, sendo que nas segundas, as provas não excluem essa possibilidade. Nestas últimas, o Autor entende serem “necessárias tantas quanto bastem para forma uma prova perfeita, isto é, que por cada uma delas em particular é possível que o réu não seja culpado, pela sua concordância na mesma matéria é impossível que o não seja.” Por fim, o Autor refere ainda que “[n]as provas imperfeitas, com as quais pode o réu justificar-se, se o não fizer como deve ser, tornam-se perfeitas”. Dos Delitos e das Penas”, trad. José de Faria Costa, Rev. Primola Vingiendo, 4ª Edição, Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa, 2014, p. 88 e 89.

enfraquecimento da presunção que foi criada pela prova indiciária – onde se insere a justificação que é dada pelos arguidos para justificar um determinado índico –, ou aqueles que apontam numa direção distinta dos indícios de carácter incriminatório.¹⁰¹

Em face do exposto, afigura-se bastante óbvia a necessidade de admissibilidade da prova indiciária no processo penal, não devendo (nem podendo) ser vista como uma prova menor ou menos credível. Entendemos, pois, que a prova indiciária é elementar no processo penal, principalmente, quando falamos em criminalidade económico-financeira, que comporta um elevado grau de complexidade em termos probatórios, pelo que, não admitir a utilização da prova indiciária significaria deixar muitos crimes por punir.

3.3 A utilização da prova indiciária nos crimes de *insider trading*: Análise prática.

Após reconhecermos a importância da prova indiciária no crime de *insider trading*, nomeadamente para fazer prova de que o comportamento do agente foi determinado pelo conhecimento de uma informação privilegiada, nos termos *supra* referidos, e que foi apenas com base nela que decidiu investir, chegamos à conclusão que a sua utilização em processo penal é perfeitamente admissível, não indo contra nenhum princípio constitucionalmente consagrado.

Assim, iremos agora aprofundar a questão da utilização da prova indiciária no crime de *insider trading*, através do estudo de dois acórdãos recentes na jurisprudência portuguesa, em que a utilização da prova indiciária foi elementar na fundamentação da decisão do juiz.

Ao longo desta análise iremos ainda fazer referência aos vários indícios que foram tidos em conta pela CMVM – para denunciar –, pelo MP – para acusar – e pelo tribunal – para decidir –, como também os contraíndícios apresentados pela defesa que vieram (ou não) abalar a tese criada pela acusação, uma vez que são estes indícios/contraíndícios – provados por prova direta – que irão sustentar a decisão do juiz.

¹⁰¹ Ob. cit., p. 147 e 148.

4.3.1. O acórdão do TRL de 12/7/2017, proc. n.º 10852/12.6TDLSB

Neste processo, o MP deduziu acusação contra os arguidos A, então administrador Financeiro da BESV, e com domicílio profissional na mesma, B, com domicílio profissional no BES, e C, com domicílio profissional no BES, imputando-lhes a prática em coautoria de um crime de abuso de informação privilegiada previsto e punido nos arts. 378º n.º2 e 3º e 380º, ambos do CVM, e art. 26º do CP, tendo o tribunal de 1ª instância vindo a absolver os arguidos.

Inconformado com a decisão, o MP interpôs recurso da mesma, invocando que a prova produzida em audiência de julgamento, em conjugação com a prova documental, deveria ter dado como provado os factos, que foram dados como “não provados” e que diziam respeito ao conhecimento da informação privilegiada e consequente atuação com base nela, o que deveria ter sido feito com o recurso à prova indireta.

Ora, em causa estava a aquisição pelos arguidos de 22.797.434 ações da EPD, nos dias 23 e 24 de janeiro de 2008, alegadamente com o conhecimento de informação privilegiada, sobre uma OPI¹⁰² da EDPR. Sabendo do impacto que a compra poderia ter se adquirissem as ações no mercado, decidiram lançar mão dos poderes que um deles tinha sobre a carteira do BESV para adquirirem ações a essa carteira – que as recomprou uns dias depois após sair a informação privilegiada –, para as começar a vender no mesmo dia.

Como o fizeram? Tinham acesso a um lote significativo de ações da EDP, detido pelo BESV, havendo outro lote significativo que havia sido transmitido pelo BESV ao “Credit Suisse” aquando da celebração do contrato de *equity swap*¹⁰³. Os arguidos decidiram adquirir todas as ações EDP que estavam na carteira do BESV, antecipando o vencimento daquele contrato, e adquirir as ações “Credit Suisse”, que para este não fazia sentido ter em carteira, porquanto apenas serviam de garantia para o crédito dado à BESV. Desta forma, o BES comprou em 23 e 24 de janeiro de 2008, um total de 22.797.434 ações da EDP (7.797.434 à BESV, no dia 23, e 15.000.00 ao “Credit Suisse”, no dia 24), tendo desta forma, invertido a estratégia de investimento em ações da EDP pelo BES, que, desde o início de 2008, tinha assumido uma posição vendedora.

¹⁰² Tradução para IPO (*initial Public offering*). Quando as OPI – que tem como principal função a emissão de valores mobiliários – têm como finalidade, não só a dispersão do capital social das empresas pelos investidores, mas também a negociação das ações em bolsa, costumam chamar-se, na linguagem corrente dos mercados, IPO’s. *Vide* “Ofertas públicas” in “Guia do Investidor”, CMVM *s.d.*

¹⁰³ Onde o BESV se financiou dando como garantia ações da EDP.

O TRL entendeu que o tribunal *a quo* “andou mal, porquanto fez uma interpretação errada dos limites e dos parâmetros que determinam a avaliação da chamada prova circunstancial”. Acrescentado ainda que “assentar a sua convicção tendo como único fundamento válido decisões condenatórias, a prova direta, não é juridicamente aceitável e nem sustentável”.

Seguindo o alegado pelo MP em recurso, o TRL entendeu que o único requisito exigível para recorrer a um juízo de inferência será que a “base indiciária esteja plenamente reconhecida mediante prova direta”, ou seja, “encontrando-se plenamente comprovados os indícios, a base, que vão servir de fundamento à dedução ou inferência, nada impede a que a prova indiciária, circunstancial ou indireta, funcione validamente, em paridade com a prova direta.” Em consequência da não utilização da informação privilegiada, o tribunal *a quo* “acabou por não dar como provado os factos principais, com base no conjunto de factos plurais, precisos, convergentes, concordantes, contemporâneos do facto a provar, todos demonstrados por prova direta”, dando apenas por comprovados os contraíndícios alegados pela defesa, tendo, desta forma, aderido à sua explicação alternativa.

Mas, tal como nos indícios, também nos contraíndícios deverá o juiz recorrer “às regras de experiência e a afirmação de um processo lógico e linear”¹⁰⁴. Ou seja, ao aceitar a tese da defesa e os seus contraíndícios, tal como ocorre nos indícios, o juiz terá de verificar se os mesmos estão provados por prova direta, que no caso teria de ser apresentada pela defesa, tendo igualmente de verificar se os contraíndícios são concordantes entre si e enfraquecem ou afastam a utilização dos indícios condenatórios, o que o juiz deverá fazer recorrendo sempre às regras de experiência e da lógica, não podendo simplesmente aderir a uma tese apenas porque aquela se mostra plausível e suscetível de abalar a tese da acusação¹⁰⁵. Ou seja, se a tese apresentada pelos arguidos foi de que a decisão foi tomada com base em critérios contabilísticos, então, para o juiz ter aderido a essa tese, deveriam ter sido juntas aos autos provas documentais ou

¹⁰⁴ Ac. do STJ de 7/7/2011, proc. nº 936/08.0JAPRT.

¹⁰⁵ Relativamente à narrativa da fundamentação do juiz, no acórdão do TRG de 23/03/2015, proc. nº 863/11.4GAFAF.G1, diz-nos que a “narrativa há-de ser constituída de uma forma assertiva, neutral, não emergente de uma das partes e independente, pois que o juiz não tem qualquer objectivo pessoal a prosseguir, (...), por último, porém não menos relevante, a narrativa há-de ser verdadeira, porque resulta do contacto e apreciação das provas, verdadeira porque os factos que a preenchem resultam, sendo consequência, das provas, apontando para aquela veracidade.” Ora, no caso em análise o juiz não podia ter apreciado as provas e decidido daquela maneira, porquanto as provas para sustentar aquela tese não existiam.

testemunhais que o confirmassem, e que, dessa forma, dessem cumprimento aos requisitos de utilização da prova indiciária. Sucede, porém, que o TRL reconheceu que não existia qualquer prova do que foi alegado, pelo o juiz do tribunal *a quo* não podia ter decidido daquela forma.

Em conformidade, se o MP, em sede de recurso, alegou que os arguidos deveriam ser condenados e que o tribunal deveria ter recorrido à prova indiciária, recurso que veio a ter provimento, importa, pois, aferir quais os indícios que constavam dos autos e que preenchem os requisitos para serem indiciantes da prática do crime de *insider trading*.

Vejamos:

- a) A compra de ações da EDP, pelo BES, traduziu-se numa inflexão da estratégia de investimento seguida pelos arguidos na gestão da carteira do próprio BES, uma vez que desde o início do ano tinham uma posição exclusivamente vendedora;
- b) A mais-valia de valor anómalo que obtiveram, ainda que esta não seja necessária para o preenchimento do tipo, é sinal de utilização da informação privilegiada.
- c) As operações, uns dias depois de recompra de ações pelo arguido C por conta do BESV e imediata venda, sempre com as menos-valias correspondentes aos lucros registados pela carteira própria do BES, o que constitui um negócio instrumental à utilização de informação privilegiada.
- d) A desvalorização das ações da EDP sustentada pelos arguidos como estando na origem das operações não apresenta conexão temporal com as preocupações apresentada por estes. Esta já vinha a ocorrer há algum tempo e de forma mais intensa. Ora, esta justificação que serviu para justificar a venda por conta do BES Vida, mas já não para comprarem por contra do BES.
- e) Questão trazida pelo MP da troca de mensagens entre os arguidos no sentido de ocultar da *trader* do BESI¹⁰⁶, o conhecimento da informação privilegiada e o conluio que existia entre os arguidos, obtida através das apreensões feitas durante as buscas realizadas na fase de inquérito, documento que deveria ter sido entregue pelos Arguidos (que tinham juntado já ao processo, em sede de inquérito, as demais mensagens).
- f) A acusação foi sustentada pela análise de técnicos da CMVM, que são pessoas especializadas no mercado de valores mobiliários.

¹⁰⁶ Intermediário financeiro contratado para a OPI.

- g) Os arguidos B e C trabalhavam todos no mesmo Departamento Financeiro de Mercado e Estudos, do BES, sendo que a decisão de venda das ações da EDP, em carteira própria do BES, pelo arguido B, e posterior compra pelo arguido C foi tida na mesma sala.
- h) A testemunha Eng. D, Administrador Financeiro da EDP, referiu que em 24/1/2008, muita gente sabia do lançamento da OPI, inclusive os *insiders*, sendo que a informação não estava só disponível ao BESI, mas a todos os bancos que forma abordado inicialmente, sendo da opinião desta testemunha de que os “visados não deviam tocar numa ação da EDP.”
- i) A contra tese oferecida pelos arguidos *supra* referida, para além de não ter prova que a sustente nos autos, não constitui uma fator de decisão em sede de investimento/desinvestimento a ser tida em conta. As decisões de investimento em regra, são feitas com base numa análise dos mercados.

Sucede que, o TRL afirmou que estes factos estavam comprovados por prova direta, seja com recurso a prova documental ou a prova testemunhal. Desta forma, o primeiro o requisito encontra-se verificado. Quanto aos indícios, verificamos que os mesmos não dizem diretamente respeito ao que se pretende lograr provar – o crime de *insider trading* –, mas encontram-se ligados entre si, e em nenhum deles podemos afirmar que nada têm a ver com o conhecimento da informação privilegiada, muito pelo contrário. Os indícios demonstram que os arguidos reuniram esforços, no sentido de ocultar a verdadeira razão do seu comportamento.

Sucede que, face à decisão do TRL ora estudada, os autos desceram para a 1ª instância, pelo que a nova decisão que será proferida pelo juiz deverá ter em conta estes indícios e fazer uma dedução lógica quando aos mesmos, socorrendo-se das regras da experiência, por forma a chegar à conclusão de que os arguidos atuaram por causa da informação privilegiada que detinham, tendo, para tanto, de explicar o *iter* decisório da mesma, que agora não mais passará pela contra tese dos arguidos.

Parece-nos que este acórdão é certo no que toca à importância que deve ser dada à prova indireta pelo tribunal, e que a sua não utilização pode levar, como levou, a uma absolvição dos arguidos, ainda que os autos tenham provas suficientes que permitam concluir pela prática do crime.

4.3.2. O acórdão do TRP de 17/04/2016, proc. n° 1523/10.9TDLSB

Por sentença da instância local da secção criminal da Comarca do Porto, foram os arguidos A e B absolvidos da acusação do MP, em coautoria material, de um crime de abuso de informação privilegiada, previsto e punido no art. 378º, n° 2 do CVM, referente a uma proposta de fusão do BCP com o BPI, na qual o tribunal entendeu que a tese apresentada pelos arguidos seria plausível, pelo que embora tivesse reconhecido a existência de indícios, estes não foram suficientes para provar que a decisão de investir foi realizada com base na detenção de informação privilegiada.

Inconformado com a decisão, o MP apresentou recurso, no qual concluiu que o tribunal *a quo* se limitou a aceitar os contraíndícios apresentados pela defesa, considerando que ao decidir como decidiu, cometeu dois erros de direito “o que determinou uma incorreta decisão sobre a matéria de facto”: a primeira, diz respeito à natureza da prova indiciária; e a segunda, à correta utilização do princípio *in dubio pro reo*.

No que à utilização da prova indiciária diz respeito, segundo o MP, o juiz, perante a justificação alternativa apresentada pela defesa, aderiu à mesma, não fazendo o juízo de inferência que lhe era exigível quando a esses contraíndícios.

O segundo erro na apreciação da fixação da matéria de facto, dizia respeito à utilização, *ab initio*, do princípio *in dubio pro reo*, logo que surgiu uma alternativa a justificar os factos, que “obstou à análise crítica e valoração da totalidade da prova produzida”.

Ora, o TRP entendeu que estava em causa aferir da “nulidade da sentença recorrida por falta de fundamentação (deficiente fundamentação e falta de exame crítico)”, uma vez que, tal como o MP indagou, a decisão do tribunal *a quo* “não procurou outro suporte probatório para além da defesa e não analisou efetivamente o vasto acervo probatório que tinha à sua disposição, não credibilizou nem descredibilizou as declarações dos arguidos e não valorou devidamente a prova circunstancial, indireta ou indiciária (...)”.

Em suma, o TRP entendeu que face à “complexidade e tecnicidade da matéria probatória” em causa, deveria o tribunal *a quo* proceder a uma análise clara de quais seriam os indícios e contraíndícios que deveriam prevalecer.

Em consequência, TRP deu provimento ao recurso apresentado pelo MP, declarou nula a sentença recorrida e determinou a sua substituição por outra que refletisse o modo adequado pelo qual o tribunal *a quo* decidiu face à prova produzida, fundamentando adequadamente as suas opções, “nomeadamente no âmbito do exame crítico das

declarações dos arguidos, dos depoimentos testemunhais e dos demais meios de prova (...).”

Ora, o processo em causa dizia respeito à compra de ações do Banco BCP, através de uma conta a descoberto na “Fincor Corretora”, e através de uma conta no próprio banco BCP, no dia em que foi publicada a proposta de fusão do BCP pelo BPI (25/10/2007). Tendo, no dia 26 e 29 de outubro, procedido à venda das referidas ações, obtendo um lucro, que ascendeu a € 52.000,00.

Ora, vejamos os índicos que foram tidos em consideração para acusar os arguidos:

- a) O investimento feito através da “Fincor Corretora” era de volume considerável face ao histórico dos arguidos;
- b) O descoberto que ficou na referida conta, foi muito superior ao que normal, o que seria indiciante de que tinham a certeza que iriam cobrir o descoberto através de receitas;
- c) Face ao contexto noticioso que ocorria desde inícios de outubro, não havia justificação para apenas terem decidido comprar ações no dia do anúncio (25.10.2007).
- d) O arguido era administrador da Privado Financeira ¹⁰⁷, que detinha uma participação qualificada no BCP.
- e) O porquê do uso de uma conta a descoberto, se tinham tanto dinheiro numa outra conta à ordem no BCP?
- f) Tinham decidido comprar ao melhor, que era sinal claro de quem estava seguro que iria ganhar posteriormente.

Em contraposição, o tribunal considerou provados os seguintes contraindícios, invocados pela defesa, e posteriormente confirmados através de prova documental e testemunhal:

- a) A decisão de fusão não foi tomada de manhã, o que foi confirmando por duas testemunhas e por documento junto pelo BPI.
- b) A próprio testemunha da CMVM que participou na investigação entendeu que, face às notícias que vinham a ser divulgadas no dia 25/10/2007, não seria totalmente descartável o investimento com base nas mesmas.

¹⁰⁷A “Privado Financeira” era um veículo de investimento.

- c) Este não foi o único investimento feito no BCP. O arguido já tinha investido nas ações do banco e continuou a fazê-lo.
- d) As ordens de compra na “Fincor Corretora” não foram ao melhor, como invocado pela testemunha da CMVM, mas sim com preços definidos;
- e) O perfil de investidor do arguido vai ao encontro do que era o habitual.
- f) A ordem de compra não foi imediata, demorando duas horas a ser efetuada, o que não é normal se detivesse mesmo informação privilegiada.
- g) Os membros do BCP e BPI ouvidos disseram não conhecer pessoalmente os arguidos e que não tiveram conhecimento de qualquer fuga da informação.
- h) A mais-valia, pese embora não seja pressuposto para preencher o tipo legal do crime, é indício da prática do mesmo quando seja num valor muito anormal, sendo que a mais-valia neste negócio não teve grande impacto na situação económica do arguido.

Face aos indícios e contraindícios trazidos, respetivamente pela acusação e pela defesa, o tribunal entendeu, que ainda que houvesse indícios da prática do crime de *insider trading* os mesmos não seriam “suficientes para concluir que as ordens dadas de compra de ações no BCP” teriam sido feitas com base em informação privilegiada.

Ora:

Os indícios recolhidos devem ser todos apreciados e valorados pelo Tribunal de julgamento em conjunto, de um modo crítico e inseridos no concreto contexto histórico de onde surgem. Nessa análise crítica global, não podem deixar de ser tidos em conta, a par das circunstâncias indiciadoras da responsabilidade criminal do arguido/acusado, também, quer os indícios da própria inocência, ou seja os factos que impedem ou dificultam seriamente a ligação entre o arguido/acusado e o crime, quer os “contraindícios”, isto é, os indícios de cariz negativo que a partir de máximas de experiência, exaurem ou eliminam a conclusão de responsabilização criminal extraída do indício positivo¹⁰⁸. Se existe a possibilidade razoável de uma solução alternativa, ou de uma explicação racional e plausível descoincidente, dever -se-á sempre aplicar a mais favorável ao arguido/acusado, de acordo com o princípio in dubio pro reo.¹⁰⁹

Ou seja, no caso em apreço, o tribunal deparou-se com um conjunto de indícios e contraindícios junto aos autos, que não lhe permitiu concluir pelo sentido inequivocamente acusatório dos primeiros, uma vez que os contraindícios apresentados

¹⁰⁸ Negrito nosso.

¹⁰⁹ Ac. TRL 4/7/2012, proc. n.º 679/ 06.0GDTVD.L1-3.

pela defesa, e cuja prova se fez com recurso à prova direta – exigência que já vimos ser também aplicável aqui – vieram enfraquecer a tese apresentada pela acusação.

Ora, sendo a presunção trazida pelos indícios é ilidível, pode a mesma vir a ser afastada, como o foi, pelos contraíndícios apresentados, indo ao encontro do princípio da presunção de inocência, nomeadamente na vertente do direito de defesa do arguido.

Conclusão

No presente estudo tivemos oportunidade de refletir sobre o crime de abuso de informação privilegiada, que, como podemos verificar, é um crime atual, tendo em conta a sua importância na economia mundial.

Reconhecida essa importância, não tivemos dúvidas em considerar que a sua proteção era necessária e vital, proteção essa que deveria ser feita não só a montante, através de medidas preventivas, como também através da repressão e sancionamento de comportamentos que pudessem por em causa o seu bom funcionamento.

Desta forma, o crime que ora estudamos constitui um dos comportamentos suscetíveis de lesar a confiança dos investidores, de tal forma, que o legislador optou pela sua inserção no âmbito do direito penal.

Mas chegados à necessidade de provar os factos em juízo, concluímos que a prova não se afigura fácil, não só pela complexidade que o crime, *per si*, comporta, como também porque os agentes dos crimes partem já com uma vantagem determinada pelos conhecimentos técnicos e experiência que têm sobre o MVM.

Com efeito, podemos verificar que o julgador passou a fazer referência expressa nas suas decisões à prova indireta que, tal como a prova direta, é legalmente admissível e não viola nenhuma garantia constitucional.

Chegamos, assim, à conclusão que a prova indireta tem a mesma dignidade probatória que a prova direta, podendo mesmo revelar-se mais exigente para o julgador, tendo em consideração o juízo de inferência que a mesma comporta: partir de factos provados por prova direta para chegar a um facto-consequência.

Ora, quando à utilização concreta da prova indireta no crime de abuso de informação privilegiada, concluímos que os indícios (ou factos indiciantes) devem encontrar-se plenamente comprovados por prova indireta, devendo ser concordantes entre si e inequivocamente acusatórios. No entanto, e porque falamos de uma presunção, a mesma será sempre suscetível de prova em contrário. E foi nesse contexto que falámos nos contraindícios, utilizados para contradizer, ou mesmo enfraquecer, a tese apresentada pela acusação. Não obstante, importa esclarecer que a apresentação dos contraindícios não constituiu um ónus da defesa.

Ainda assim, nas decisões que tivemos oportunidade de estudar, temos dois exemplos em que a defesa a apresentou os contraindícios, por forma a ser possível justificar a sua

conduta, sendo que apenas no segundo caso, os mesmos foram suficientes para a abalar a tese da defesa.

Como tivemos oportunidade de referir os contraindícios exigem a verificação do mesmo juízo de inferência, bem como a prova direta dos factos indiciantes, por forma a destruir a tese criada pela acusação, ou, pelo menos, inculcar na mente do juiz uma dúvida inultrapassável, que terá como consequência a absolvição dos arguidos.

As decisões jurisprudenciais que foram analisadas no presente trabalho são, pois, bastante recentes, permitindo concluir pela evidente importância que a prova indireta passou a ter neste tipo legal de crime.

Resta-nos então concluir, que para se alcançar a verdade material neste tipo de crime, a prova terá de ser feita com base em pormenores e factos que, à primeira vista, poderiam passar por irrelevantes, cabendo à acusação não deixar de lado nenhum pormenor, que, quando conjugado com outros, possa ser determinante para indicar ao julgador sobre o caminho que deve seguir para a boa decisão da causa – quer seja ela condenatória ou absolutória.

Bibliografia

- BECCARIA, Cesare, “Dos Delitos e das Penas”, trad. José de Faria Costa, Rev. Primola Vingiendo, 4ª Edição, Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa, 2014.
- BOLINA, Helena, “A Manipulação do Mercado e o Abuso de Informação Privilegiada na Nova Diretiva sobre Abuso de Mercado (2003/6/CE)”, in “Cadernos de Valores Mobiliários”, nº 18, agosto de 2004.
- BORBA, Sandra, “Abuso de informação – Anotação ao Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, 3ª Secção Criminal, processo nº 6053/08-3”, in “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários”, nº 35, abril de 2010.
- CABRAL, José Santos, “A prova indiciária e as novas formas de criminalidade”, in “Revista Julgar”, nº 17, maio/agosto 2012, Coimbra Editora.
- CÂMARA, Paulo, “Manual de Direito de valores Mobiliários”, 2ª Edição, Almedina, 2011.
- . Comentário ao art. 449º in “Código das Sociedades Comerciais Anotado”, coord. António Menezes Cordeiro, 2ª Edição, Almedina, 2012.
- CMVM, “Contra-Ordenações e Crimes no Mercado de Valores Mobiliários. O Sistema Sancionatório, a Evolução Legislativa e as Infracções Imputadas desde 1991”, julho de 2009, CMVM, disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Estudos/EmArquivo/Documents/ContraOrdenacoeseCrimes199120091.pdf>, consultado em 1 de maio de 2017.
- . “Novas medidas de prevenção”, in “Medidas de Prevenção e Combate ao Abuso de Mercado” CMVM, agosto de 2008, disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Documents/7af3acc579f94ed1b11c6197aa93564bNovasMedidasdePrevencaoCombateaoAM.pdf>, consultado em 6 de maio de 2017.
- . “Ofertas públicas” in “Guia do Investidor”, CMVM, *s.d.*, disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/GuiaDoInvestidor/Docu>

ments/6bba54a20a87489f88fb880fcbdf26e2guia_op.pdf, consultado em 1 de maio de 2017.

–. “Relatório anual sobre a atividade da CMVM e sobre os mercados de valores mobiliários”, CMVM, 2015, disponível em: http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/RelatorioAnualDaCMVM/Documents/Relat%C3%B3rioAnual2015_Finalb.pdf, consultado em 6 de maio de 2017.

COSTA PINTO, Frederico Lacerda da, “O Novo Regime dos Crimes e Contra-Ordenações no Código dos Valores Mobiliários”, Col. Estudos Sobre o Mercado de Valores Mobiliários, Almedina, 2000.

–. “Crimes e Contra-Ordenações no Novo Código de Valores Mobiliários”, *in* Cadernos de Valores Mobiliários, nº 7, abril de 2000, disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/C07FredericoCostaPinto2.pdf>, consultado em 4 de maio de 2017.

EVANGELISTA, Vitor, “Da Proteção Jurídico-Penal do Mercado de Valores Mobiliários”, Coimbra, Edições I. L, 1998.

FARIA COSTA, José de, e Maria Elisabete Ramos, “O Crime de Abuso de Informação Privilegiada: A Informação Enquanto Problema Jurídico-Penal”, Coimbra Editora, Coimbra, 2006.

FIGUEIREDO DIAS, Jorge de, “Direito processual Penal. Lições do Prof. Doutor Jorge de Figueiredo Dias, coligidas por Maria João Antunes, Assistente da Faculdade de Coimbra”, Secção de textos da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 1988/9.

GOMES, Fátima, “Insider trading”, APDMV, Valadares, 1996.

IRAGUEN, Jesús Ibarra e Gonzalo Jiménez-Blanco, “Abuso de Mercado: Una Panorámica de Su Normativa Administrativa y Penal Vigente”, *in* “Revista de Derecho Bancario y Bursátil”, Año XXXI, abril-junho 2012, Dir. Juan Sánchez-Calero Guilarte, Lex Nova.

- JUAN Y MATEU, Fernando, “Los Rumores en el Derecho del Mercado de Valores” *in* “Revista de Derecho Bancario y Bursátil”, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Ano 33, nº 135, 2014.
- MATTA, Paulo Saragoça, “A Livre Apreciação da Prova e o Dever de Fundamentação da Sentença”, *in* “Jornadas de Direito Processual Penal e Direitos Fundamentais”, coord. Maria Fernanda Paula, Almedina, 2004.
- MENDES, Paulo de Sousa, “A adaptação do direito português à Diretiva sobre o abuso de mercado”, *in* “Direito dos Valores Mobiliários”, Vol. VIII, Coimbra Editora, 2008.
- . “Lições de Direito Processual Penal”, Almedina, 2013.
- PEDROSO, Paulo e Pedro Verdelho, “Crimes no Mercado de Valores Mobiliários – as primeiras experiências” *in* “Revista do Ministério Público”, nº 75, ano 19, julho/setembro 1998.
- PEREIRA, Patrícia Silva, “A Prova Indiciária no Âmbito do Processo Penal”, Almedina, 2016.
- PERES, J. J. Vieira, que no texto “O Delito de ‘Insider Trading’ e a Obrigação de Informação” *in* “Problemas Societários e Fiscais do Mercado de Valores Mobiliários”, Xavier de Basto *et. al.* Lisboa: Fisco, 1992.
- PINA, Cláudia Verdial, “Crime de Manipulação de Mercado: Elementos Típicos e Recolha de Prova”, *in* “Revista Julgar”, nº 17, maio/agosto 2012, Coimbra Editora.
- SIMÕES, Euclides Dâmaso, “Prova Indiciária. (Contributo Para o Seu Estudo e Desenvolvimento em Dez Sumários e Um Apelo Premente)”, *in* “Revista Julgar”, nº 2, maio/agosto 2007, Coimbra Editora.
- TONINI, Paolo, “Manuale di Procedura Penale”, 16.^a ed., Milano, Giuffré, 2015.
- VERDELHO, Pedro, “Infrações no Mercado Financeiro: Crimes de Abuso de Informação Privilegiada e de Manipulação de Mercado” *in* “Direito Sancionatório das Autoridades Reguladoras”, coord., Maria Fernanda Palma, Augusto Silva Dias, Paulo de Sousa Mendes, Coimbra Editora, 2009.

Outras fontes citadas

- Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 22 de janeiro de 2013, processo nº 184/11.2GCMTJ.L1.S1, disponível em: <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/927cc562b57e57a380257b3200375829?OpenDocument>, consultado a 5 de maio de 2017.

- Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 11 de julho de 2007, processo nº 07P1416, disponível em: <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/90f424ad3334c3568025736700338314?OpenDocument>, consultado a 5 de maio de 2017.

- Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 21 de março de 2007, processo nº 07P024, disponível em: <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/77960ea750c5bf928025730c004e0962?OpenDocument>, consultado a 5 de maio de 2017.

- Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 24 de março de 2008, processo nº 08P899, disponível em: <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/78bd293e160fe1458025744b002feb02?OpenDocument>, consultado a 5 de maio de 2017.

- Acórdão do Tribunal Constitucional nº 108/99, processo nº 469/98, disponível em: <http://www.tribunalconstitucional.pt/tc/acordaos/19990108.html>, consultado a 5 de maio de 2017.

- Acórdão do Tribunal Constitucional nº 1165/96, processo nº 142/96, disponível em: <http://www.tribunalconstitucional.pt/tc/acordaos/19961165.html>, consultado a 5 de maio de 2017.

- Acórdão do Tribunal Constitucional nº 575/2016, processo nº 567/96, disponível em: <http://www.tribunalconstitucional.pt/tc/acordaos/20160575.html>, consultado a 5 de maio de 2017.

- Acórdão do Tribunal da Relação de Guimarães de 23 de março de 2015, processo nº 863/11.4GAFAF.G1, disponível em: <http://www.dgsi.pt/jtrg.nsf/86c25a698e4e7cb7802579ec004d3832/b715057c4164269b80257e1a003206f7?OpenDocument>, consultado a 5 de maio de 2017.

- Acórdão do Tribunal da Relação de Guimarães de 23 de setembro de 2013, processo n.º 2046/10.1PBGMR.G1, disponível em: <http://www.dgsi.pt/jtrg.nsf/86c25a698e4e7cb7802579ec004d3832/a0b3f456ff6dd9b080257c0000481b40?OpenDocument>, consultado a 5 de maio de 2017.

- Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 26 de janeiro de 2016, processo n.º 5043/13.1TDLSB.1, disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Pages/DecCrimesMercado.aspx>, consultado a 5 de maio de 2017.

- Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 4 de julho de 2012, processo n.º 679/06.0GDTV.D.L1 -3, disponível em: <http://www.dgsi.pt/jtrl.nsf/33182fc732316039802565fa00497eec/8e6a4b734855238b80257a3a00628c9f?OpenDocument>, consultado em 5 de maio de 2017.

- Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 12 de julho de 2016, processo n.º 10852/12.6TDLSB, disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Pages/DecCrimesMercado.aspx>, consultado a 5 de maio de 2017.

- Acórdão do Tribunal da Relação do Porto de 17 de abril de 2016, processo n.º 1523/10.9TDLSB, disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Pages/DecCrimesMercado.aspx>, consultado a 5 de maio de 2017.

- Acórdão do Tribunal de Justiça da União Europeia (Terceira Secção) de 23 de Dezembro de 2009, proc. n.º C-45/08, disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:62008CJ0045&from=PT>, consultado a 1 de maio de 2017.

- Acórdão do Tribunal Supremo de Espanha n.º 392/2006, recurso n.º 2077/200, disponível em: <https://supremo.vlex.es/vid/blanqueo-capitales-20550384>, consultado em 5 de maio de 2015.

- Code de Procédure Pénale, disponível em: <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT000006071154>, consultado a 3 de abril de 2017.

- Codice di Procedura Penale, disponível em: <http://www.altalex.com/documents/codici-altalex/2014/10/30/codice-di-procedura-penale>, consultado a 3 de abril de 2017.

- Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 520F disponível em: http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa_In/dlgs58_1998.htm, consultado a 3 de abril de 2017.

- Diretiva 89/592/CEE, do Conselho, de 13 de novembro de 1989, relativa à coordenação das regulamentações respeitantes às operações de iniciados, disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A31989L0592>, consultado a 5 de maio de 2017.

- Diretiva 2003/6/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de janeiro de 2003, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado), disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32003L0006>, consultado a 5 de maio de 2017.

- Diretiva 2014/57/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0057>, consultado a 5 de maio de 2017.

- Jornal “Economia”, Edição do Semanário “Expresso”, de 17 de dezembro do 2016, disponível em www.expresso.sapo.pt, consultado em 1 de fevereiro de 2017.

- Ley de Enjuiciamiento Criminal, disponível em http://noticias.juridicas.com/base_datos/Penal/lecr.html, consultado a 3 de abril 2017.

- Orientação CESR/06-562-B, julho de 2007, p. 4 e 5, disponível em: http://www.cesr-eu.org/data/document/06_562b.pdf, consultado a 15 de março de 2017.

- Regulamento (UE) n° 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, disponível em: <http://eur-lex.europa.eu>, consultado a 5 de maio de 2017.

- Regulamento da CMVM n.º 5/2008 de 2 de outubro de 2008, disponível em: http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Reg2008_05_vconsolidada.aspx?v=, consultado a 5 de maio de 2017.

- Strafprozeßordnung, disponível em: <https://www.gesetze-im-internet.de/stpo/>, consultado a 3 de abril de 2017.