

O CRIME DE ABUSO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA (*INSIDER TRADING*), EM ESPECIAL A QUESTÃO DOS ADMINISTRADORES COMO *INSIDERS* PRIMÁRIOS, QUANDO ACTUAM EM REPRESENTAÇÃO DA SOCIEDADE

O crime de abuso de informação privilegiada (*insider trading*), em especial a questão dos administradores como *insiders* primários, quando actuam em representação da sociedade

Este artigo versa sobre o crime de informação privilegiada (*insider trading*), em especial sobre a tipificação legal do crime no que respeita aos seus sujeitos. As perguntas que imperam são a seguintes: «Quem são os agentes típicos do crime previsto no artigo 378.º do Código dos Valores Mobiliários (CdVM)?» e «quais as condutas típicas para tal incriminação?». É nesta senda que analisaremos o caso especial dos administradores que actuam em representação de uma sociedade e cuja resposta tem gerado alguma controvérsia doutrinal e jurisprudencial. Neste estudo, não se deixou, também, de fazer uma análise sobre o que pode ser melhorado, tanto na prevenção, como na repressão deste fenómeno, do ponto de vista da protecção do mercado de valores mobiliários.

Insider trading. The special case of legal qualification of administrators as primary insiders when acting in representation of a firm

This article deals with insider trading, namely with the legal denomination of this crime in what concerns its perpetrators. The reigning questions are the following: «who are the typical agents of the crime under article 378 of the Portuguese Securities Code?» and «what are the typical behaviours involved in such incrimination?». Regarding this matter we will analyse the special case of administrators who act in representation of a firm and which treatment generates some doctrinal and jurisprudential debate. In this study, we also analyse what could be improved, not only in the prevention, but also in the repression of this phenomenon, from the securities' market point of view.

Introdução

É evidente que os crimes económicos estão na ordem do dia. Os Tribunais portugueses têm lidado cada vez mais com os chamados crimes de mercado e a comunicação social tem prestado atenção crescente a estas matérias.

Os mercados de valores mobiliários vivem da informação, informação essa que é essencial para as decisões dos investidores e dos reguladores. Efectivamente, a salvaguarda da eficiência do mercado traduz-se na promoção da adequada formação dos preços dos valores mobiliários transaccionados e da igualdade de oportunidades quanto a decisões de investimento (limitação do uso de informação privilegiada ou *insider trading* — termo de origem anglo-saxónica, muito difundido na doutrina nacional e internacional, que consiste na compra ou venda de activos mobiliários, com base em informação privilegiada). No entanto, pela sua origem, natureza e função uma parte dessa informação é, em certos momentos, reservada a um círculo limitado de pessoas, ficando mais tarde acessível ao público em geral. O momento da divulgação e a qualidade da informação a divulgar condicionam e influenciam as decisões dos agentes no mercado e têm repercussões significativas nos preços. É essa informação, que ainda não foi tornada pública, que se designa por *informação privilegiada*.

O mercado de valores mobiliários pressupõe sempre uma informação assimétrica, apesar dos esfor-

ços empreendidos na defesa da igualdade e da transparência. Segundo VALERIO SANGIOVANNI, a assimetria informativa entre aqueles que operam no mercado é um pressuposto lógico do *insider trading* («*Lattuazione della direttiva sull'insider trading nel diritto tedesco*». *Banca, borsa e titoli di credito* (BBTC), 2000, I, p. 540-570). O estudo desta conduta levanta, portanto, a questão de saber até onde pode ir essa assimetria.

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) tem um papel preponderante nesta actividade de controlo e de supervisão, estabelecendo regras, procedimentos, para que a informação seja geral e paritária, ou seja, que seja recebida por todos os intervenientes no mercado de forma igualitária. A implementação de um sistema de deveres informativos denso no mercado nacional de valores mobiliários deve-se à notória influência norte-americana, de onde herdámos o edifício normativo relacionado com o «*full disclosure*», que foi construído a partir dos anos 30, em reacção à perturbação mais violenta dos preços que aquele mercado sofreu com a crise de 1929.

É nesta tentativa de controlo, orientada pelo princípio da transparência e da eficiência, que a CMVM baliza as condutas permitidas no seio do mercado de valores mobiliários, censurando comportamentos abusivos que tenham origem em informação não disponível a todos os intervenientes e que ponham em causa o bom funcionamento do merca-

do de capitais, nomeadamente através da criminalização do abuso de informação privilegiada.

Ora, o crime de abuso de informação surge da necessidade de prevenir comportamentos oportunistas baseados na assimetria da informação.

O abuso de informação privilegiada falseia a paridade informativa e transparência do mercado. Desse modo a repressão do *insider trading* é fundamental para garantir a eficiência dos mercados financeiros, assegurando a sua regulamentação, a liquidez dos títulos e a confiança dos investidores.

O abuso de informação privilegiada e a sua criminalização

Breve resenha histórica sobre o crime de *insider trading*

A regulação do mercado em Portugal tem uma origem mais reactiva do que proactiva, pois são os acontecimentos que criam de uma forma geral a necessidade de regulação.

O século xx foi dominado por uma incipiente anarquia do mercado, que levou à aprovação do Regimento do Ofício do Corrector e do Regulamento da Bolsa, os quais permaneceram em vigor durante setenta e três anos (até ao 25 de Abril de 1974). Porém, os progressos económicos da década de 60 e dos primeiros anos da década de 70 estavam completamente desajustados à estrutura da Bolsa de Valores de Lisboa, tendo surgido o DL n.º 8/74 que reformou a orgânica e as regras de funcionamento das bolsas de valores (referências colhidas em FERNANDO TEIXEIRA DOS SANTOS in *Avaliação geral e perspectivas de regulação de mercado de capitais*).

A década de 80 foi caracterizada por TEIXEIRA DOS SANTOS como a «ressaca da crise bolsista de 1987», tendo surgido a figura do Auditor-Geral do Mercado de Títulos, com funções de supervisão e o Conselho Nacional das Bolsas de Valores, com funções de informação e aconselhamento do Ministro das Finanças. Foi uma altura de elevada criação de regras de controlo, em virtude do desenvolvimento da realidade económica portuguesa, posterior à adesão de Portugal à CEE, que culminou em 1991 com a aprovação do Cód.MVM, altura em que os mercados de valores mobiliários foram liberalizados. A partir daqui trata-se com especial acuidade o enquadramento sancionatório dos ilícitos de mercado, designadamente o *insider trading* (TEIXEIRA

DOS SANTOS in «*A avaliação Geral e Perspectivas de Regulação do Mercado de Capitais*», 2001, p. 5). Posteriormente, perante um Código (Cód.MVM) que se tornou muito rígido, sentiu-se a necessidade de criar o actual Código de Valores Mobiliários (CdVM), instituído pelo DL 487/99 de 3 de Novembro.

Mas apesar da regulamentação *propriu sensu* se ter verificado no século XX, já no século XVIII se destacavam os benefícios obtidos por um grupo restrito de «iniciados» (termo de origem francesa) que negociavam as suas acções na posse de interesses reservados e, por outro lado, o prejuízo sofrido pelo público investidor, que não dispunha de tais informações. Começaram, assim, a surgir denúncias do enriquecimento próprio de uns e o empobrecimento de outros. No século XX persiste a denúncia da prática de *insider trading*, que traduz de modo paradigmático a apropriação de informação reservada por pessoas que mantêm relações de especial proximidade com a entidade emitente de valores mobiliários.

O crime de abuso de informação foi introduzido pelo Código das Sociedades Comerciais, tendo sido posteriormente autonomizado, em 1991, no Cód. MVM, que acolheu a generalidade das sugestões contidas na Directiva 89/592/CEE de 13 de Novembro e mais tarde integrando o CdVM, no actual artigo 378.º, tendo surgido associado à necessidade de protecção dos mercados.

Existem, porém, ainda grandes dificuldades na recolha e sustentação de prova deste crime em juízo. Veja-se, a título de curiosidade que a primeira condenação em Portugal em matéria de *insider trading* ocorreu 17 anos depois da entrada em vigor da incriminação. Esta dificuldade resulta do facto de o dano real não ser imediatamente visível, como acontece em geral com a criminalidade económica mais sofisticada, pois estas práticas surgem num «contexto lícito», isto é, no seio da negociação no mercado de valores mobiliários. Além do mais, estamos no âmbito de um mercado em que a diversificação e sofisticação de instrumentos financeiros e a multiplicação de estruturas de negociação, a par da interligação decisiva entre instrumentos financeiros derivados e activos subjacentes, dificultam a eficácia de fiscalização.

Neste contexto é de referir o amplo lote de medidas aprovadas pela CMVM em Agosto de 2008, que englobaram nomeadamente medidas regulamentares sobre relatórios de informação, recomendações sobre relatórios de *research* e esclarecimentos inter-

pretativos sobre divulgação de informação privilegiada por emitentes e comunicação de operações suspeitas e defesa de mercado.

Os contornos do tipo legal de crime em Portugal

À medida que se vai intensificando o «tráfego mobiliário» e a velocidade da circulação de informação vai aumentando, surge a necessidade de prevenir comportamentos que podem ser prejudiciais para a nova realidade surdida no século xx: o mercado dos valores mobiliários.

Nessa medida, emerge a importância do Direito Criminal mobiliário, que surge como parte integrante do sistema jurídico-mobiliário. No sistema jurídico português são tipificados como crimes de mercado, o abuso de informação e a manipulação de mercado.

Para compreender a criminalização ou descriminalização é essencial lançar mão da própria noção de *bem jurídico*, que foi autonomizada nos princípios do século XIX. O direito penal económico distingue-se do direito penal clássico (primário) pela sua dimensão, que vai para além do indivíduo. Nesta senda, o bem jurídico em causa integra-se numa «dimensão supra-individual» (referência colhida em JOSÉ FÁRIA DA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS, in «O crime de informação privilegiada», p. 37).

Concretamente, o abuso de informação privilegiada não visa proteger posições individuais, seja de investidores lesados, seja de emitentes envolvidos, ou seja, a infracção existe não para proteger o direito daquela concreta pessoa, a comprar os bens a um preço justo e não especulativo, mas antes para proteger o bem jurídico supra-individual expresso no valor que a livre concorrência de mercado apresenta. Assim, «a tutela penal do crime de abuso de informação protege um bem jurídico complexo e poliédrico, que não se esgota na igualdade dos investidores» (referência colhida em JOSÉ FÁRIA DA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS, in «O crime de informação privilegiada», p.37).

No que respeita ao crime de abuso de informação privilegiada, o núcleo essencial da incriminação abrange as situações em que alguém usa no mercado de valores mobiliários uma informação economicamente relevante a que teve acesso de uma forma especial, antes de a generalidade dos investidores a poder conhecer. Segundo a lei, quem utiliza essa informação encontra-se numa situação

de vantagem ilegítima perante os demais investidores com quem negocia, podendo com mais segurança evitar prejuízos ou obter lucros. Assim, o crime de abuso de informação traduz-se, genericamente, no acto de disposição de uma informação privilegiada por certas pessoas.

Para que se preencha o tipo legal de crime, previsto no artigo 378.º CdVM terão que estar cumpridos os seguintes requisitos:

- (i) as qualidades típicas dos agentes;
- (ii) a prática de um dos factos descritos;
- (iii) a relação entre a posse da informação e a conduta proibida, e
- (iv) o elemento subjectivo geral, o dolo (artigos 13.º e 14.º do Código Penal).

Começaremos por identificar os agentes deste tipo legal de crime. O crime de abuso de informação privilegiada organiza-se tipicamente em função de certas relações especiais de alguns grupos de agentes com fontes de informação privilegiada (nos termos da casuística americana, os chamados *corporate insiders* e os *temporary insiders*) ou de qualquer pessoa com aqueles agentes que possuem essa relação especial. Pressupõe-se, assim, um tratamento mais ou menos agravado conforme a maior ou menor proximidade com a fonte: são agentes, em primeira linha, os *insiders* primários e em segunda linha, os *insiders* secundários ou *típees*. Os primeiros são aqueles que têm acesso à informação pela sua proximidade com a fonte, isto é, são titulares de órgãos de administração ou fiscalização de um emitente ou titulares de participações no respectivo capital, bem como as pessoas com um vínculo profissional, permanente ou temporário com um emitente. Os segundos são aqueles que, não sendo *insiders* primários, tenham tido conhecimento de uma informação privilegiada, isto é, não possuindo nenhuma das qualidades anteriores, recebem de um agente com essas qualidades típicas a informação privilegiada que depois utilizam.

Do lado dos *insiders* primários, as condutas penalmente típicas são as seguintes: i) transmissão de informação privilegiada a alguém fora do âmbito normal das suas funções; ii) negociação ou aconselhamento de alguém a negociar valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, com base em informação privilegiada; iii) emissão de ordem de subscrição, aquisição, venda ou troca, directa ou

indirectamente, para si ou para outrem, com base em informação privilegiada.

Do lado dos *insiders* secundários ou *tippes*, são típicas as seguintes condutas: i) transmissão de informação privilegiada a outrem; ii) negociação ou aconselhamento de alguém a negociar em valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, com base em informação privilegiada; iii) emissão de ordem de subscrição, aquisição, venda ou troca, directa ou indirectamente, para si ou para outrem, com base em informação privilegiada.

Para além do nexo causal entre a informação e a conduta ilícita, o crime de abuso de informação privilegiada apenas é imputável a pessoas singulares e a título doloso (artigo 13.º do Código Penal). Porém, a norma não faz referência directa à exigibilidade do dolo, pois a imputação do crime a título de dolo, como elemento essencial da punibilidade do agente, já resulta das regras gerais previstas no Código Penal, em especial, do artigo 13.º onde se estabelece que «*só é punível o facto praticado com dolo ou, nos casos especialmente previstos na lei, com negligência*» (FÁTIMA GOMES, «*Insider Trading*»).

A *contrario*, concluímos que não integram o tipo incriminador, a simples posse de informação, podendo apenas ter relevância penal, nos termos dos artigos 194.º a 197.º, os quais punem o acesso ilegítimo a segredos. Igualmente atípicos são os casos de *non trading* com base numa informação privilegiada, isto é, quando alguém tenha recebido uma informação privilegiada e decide não realizar uma compra, venda ou troca. Estas situações, além de serem de difícil prova, revestem-se de uma precária materialidade para serem objecto de um processo, contrariando a *ratio* da norma. Se não existir dolo em relação a qualquer um dos comportamentos tipificados na lei, também o comportamento não adquire relevância criminal, pois todos os tipos de ilícito em causa são dolosos. A falta de relação entre a informação privilegiada e a realização da conduta proibida torna, por sua vez, o comportamento igualmente atípico.

A informação privilegiada

A lógica desta criminalização reside exactamente na importância que a informação possui no âmbito da realidade mobiliária. KARL STEINBUCH desenvolve um conceito positivo de informação, considerando a informação a «*matéria a partir da qual se podem tomar decisões*», definição que mais tarde foi

transformada por KLAUS HAEFNER, que considera a informação a «*notícia que tem significado para o destinatário e que através da sua recepção o destinatário é, em todas as circunstâncias, influenciado*».

Não é a informação mantida em segredo que satisfaz o mercado de capitais. Antes pelo contrário. Tal como vem definida no n.º 3 do artigo 378.º do CdVM, a informação tem, pois, que preencher determinados requisitos para que possa considerar-se privilegiada, a saber, tem que ser i) privada, ii) restrita, iii) precisa e iv) price-sensitive.

Vejamos cada um destes requisitos separadamente:

(i) Carácter não público da informação

É considerada pública toda a informação que, interessando a todos, fica disponível para a generalidade das pessoas, é susceptível de ser conhecida por todos, como por exemplo a informação disseminada pelo jornal de divulgação nacional. No momento em que a informação é tornada pública cessa o carácter privado da informação e, por conseguinte, não alcança relevo jurídico-penal. O *insider trading* diz, assim, respeito à informação que se destina a ser divulgada e a infracção traduz-se no seu uso antecipado em relação à data da divulgação.

Questão crucial é distinguir as condutas em que os agentes, de modo profissional, recolhem e produzem informação destinada, designadamente, à gestão de investimentos de patrimónios ou ao aconselhamento financeiro, daquelas em que o agente consulta o analista que recebe a informação de um dos agentes típicos referidos no artigo 378.º n.º1 a) a d), e com base nela recomenda ou aconselha a negociação em títulos. No primeiro caso a Directiva 2003/6/CE esclarece que os estudos e as estimativas elaboradas com base em dados do domínio público não deverão ser considerados por si só um abuso de informação privilegiada, tratando-se de uma particular competência técnica e profissional que não releva para efeitos do tipo legal de crime. Já na segunda hipótese, o agente incorre na punição pela prática do crime de abuso de informação.

(ii) Informação precisa

Começando por uma definição *a contrario*, não é precisa a informação que resulta de referências vagas, rumores ou notícias difusas, nem aquela em que o agente actua suportado por juízos ou valora-

ções pessoais. Há, no entanto, autores que consideram que o simples parecer, e que portanto, se encontra no patamar do juízo ou valoração, expresso por pessoas particularmente qualificadas é susceptível de causar variação sensível na cotação dos valores mobiliários.

A lei não densifica este conceito de «informação precisa». Porém, pelo sentido da palavra e as referências de Direito Comparado é possível afirmar que o conceito se reporta à descrição de uma realidade minimamente identificada. Esta discussão sobre o que se pode considerar informação precisa tem muita importância na definição daquilo que é informação privilegiada. Deve excluir-se do conceito, as referências vagas, rumores, notícias difusas e, por outro lado, não se deve chegar a exigir que a informação corresponda a uma certeza.

É, também, necessário questionarmos: «Em que momento, no decurso de um processo negocial, a informação atinge o patamar da precisão?» A doutrina civilística diverge neste ponto. Uns consideram que esse momento se cumpre na fase da negociação e outros na fase decisória.

Esta discussão remete-nos para a interpretação do artigo 248.º do CdVM, que antes se encontrava disposto no Código sob a epígrafe «Factos relevantes», mas onde actualmente se pode ler «*informação privilegiada relativa a emitentes*». Por força do Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de Março, que transpõe para o ordenamento jurídico português as Directivas n.º 2003/6/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de Janeiro, n.º 2003/124/CE, da Comissão, de 22 de Dezembro, n.º 2003/125/CE da Comissão, de 22 de Dezembro e n.º 2004/72/CE, da Comissão, de 29 de Abril, o artigo 248.º n.º1 do CdVM passou a assumir a seguinte redacção: «*Os emitentes que tenham valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado ou requerido a respectiva admissão a um mercado dessa natureza divulgam imediatamente: a) toda a informação que lhes diga directamente respeito ou aos valores mobiliários por si emitidos, que tenha carácter preciso, que não tenha sido tornada pública e que, se lhe fosse dada publicidade, seria idónea para influenciar de maneira sensível o preço desses valores mobiliários ou dos instrumentos subjacentes ou derivados com estes relacionados (...)*». Constata-se, assim, que onde o legislador mobiliário (na redacção sob a epígrafe «Factos relevantes») exigia que tivesse ocorrido um facto na esfera de actividade do emitente, passou a exigir, na redacção actualmente em vigor, que a informação tenha «carácter preciso».

Por definição, e como já era entendido para efeitos do artigo 378.º do CdVM, a ideia de que a informação seja precisa remete, desde logo, para a necessidade de que a mesma se baseie em elementos concretos reportando-se à descrição de uma realidade minimamente identificada, ou seja, que assuma uma «*consistência mínima*» (referência colhida em FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO, in «*O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código de Valores Mobiliários*, p.76), que exclui rumores ou vozes de mercado (suposições), sem qualquer substância, gerados por pessoas que não o próprio emitente e que não resultem de quebras de confidencialidade deste.

Menos pacífica é a questão de saber que grau de concretização exige o «carácter preciso» no âmbito de um processo complexo (negocial ou outro). À luz da actual redacção do artigo 248.º do CdVM, continua, pois, a colocar-se a questão de saber se apenas o último facto de um processo (negocial) tem de ser divulgado. A doutrina maioritária considera que no decurso de um processo negocial, a informação atinge o grau de consolidação ou cristalização tipicamente relevante para efeitos de crime de abuso de informação privilegiada quando a probabilidade de o acordo não se fechar for ínfima ou irrisória. O legislador também deixou bem clara esta posição quando enunciou que o conceito de informação privilegiada abrange (i) factos ocorridos, existentes ou razoavelmente previsíveis, (ii) independentemente do seu grau de formalização, (iii) que permitam retirar conclusões quanto à susceptibilidade da informação para influir na formação dos preços.

Daqui retira-se que a precisão e o carácter «*price sensitive*», que adiante veremos, são dois pressupostos interligados. Nesta linha de pensamento, há inclusivamente doutrina que advoga o «duplo perfil» do carácter preciso da informação, uma vez que este pressuposto implicaria não só concretização e determinação, mas também que a informação pudesse vir a ter impacto nos preços.

(iii) Informação específica

Outra característica importante para a definição de informação privilegiada é a especificidade da informação. Ora, a informação deve referir-se a determinado emitente, isto é, a factos internos do emitente, ou a determinados valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros.

Questionamo-nos se a «*market information*» também pode ser englobada nesta definição. No direito comparado, a informação privilegiada tem sido entendida com um duplo âmbito de aplicação: como uma informação que pode respeitar a condições gerais de funcionamento do mercado de capitais como um todo («*market information*») e como uma informação que respeita a uma sociedade ou aos valores emitidos por uma entidade (conhecida pela designação de «*corporate information*»). Parece decorrer da letra da lei, nomeadamente do n.º3 do artigo em análise, que o legislador, com a expressão «*directa ou indirectamente*», quis alargar o conceito de informação privilegiada, incluindo também nesta definição a informação sobre o mercado e não única e exclusivamente a informação sobre os emittentes.

(iv) Informação price-sensitive

Esta característica da informação está estreitamente ligada com o conceito económico de volatilidade dos títulos mobiliários, pois é precisamente a volatilidade dos títulos que determina as diversas variações na cotação dos títulos.

Numa análise puramente jurídica, só cabe no conceito de informação privilegiada a informação que possa influenciar o valor dos títulos, a idoneidade para uma certa informação reservada influenciar de maneira sensível a cotação ou o preço desses valores no mercado, se fosse tornada pública (v. neste sentido GONÇALO CASTILHO SANTOS, in «*O dever dos emittentes de Valores Mobiliários admitidos à negociação em Bolsa de Informar sobre factos relevantes*», publicações CMVM, <http://www.cmvm.pt>). Pergunta-se: «Como pode o juiz apurar se determinada informação, se publicada, era idónea para influenciar de maneira sensível, o preço do valor mobiliário no mercado?». É doutrina assente que a valoração da idoneidade deverá ser feita por intermédio de um juízo *ex ante*, ou seja, deve considerar-se o momento anterior ao da publicação da informação privilegiada. Trata-se de um juízo de prognose relativamente aos efeitos da revelação da informação reservada, um juízo de comparação entre o uso da informação reservada e os efeitos previsíveis da reacção do mercado conferida a tal informação. Assim, se as previsíveis alterações às cotações forem sensíveis, a informação é privilegiada.

Não está aqui em causa qualquer índice quantitativo da variação, mas sim uma alteração qualitativa: trata-se de prever uma hipotética modificação do

fluxo negocial, com impacto sensível na formação das cotações, não condicionada a percentagens fixas. Além do mais, qualquer tentativa de quantificação seria sempre variável em função de condições específicas relacionadas com a natureza dos activos e as quantidades em causa.

O caso especial: actuação em representação – insiders primários?

Questão que tem sido amplamente discutida na jurisprudência é a de saber se os agentes que actuam (leia-se *negoceiam*) em representação das sociedades das quais fazem parte, por serem membros dos órgãos de administração ou de fiscalização, praticam o ilícito criminal previsto no artigo 378.º CdVM.

Os tribunais portugueses têm respondido afirmativamente a esta pergunta, condenando os agentes que praticam actos no «*múnus de representação*» (referência colhida em JOSÉ FARIA DA COSTA, em parecer jurídico, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra). Porém, alguma doutrina diverge quanto a esta solução, posição que também nós subscrevemos.

Na base da discórdia está o «*quid specificum*» das pessoas colectivas (v. o mesmo parecer jurídico de JOSÉ FARIA DA COSTA). Na lei portuguesa os crimes de mercado são crimes exclusivamente praticados por pessoas singulares. Mas, como é consabido, também as pessoas colectivas têm interesse em agir e para que possam actuar juridicamente têm que o fazer necessariamente através de órgãos ou representantes. «*Só pelo outro (órgão de representação) a pessoa colectiva ascende à discursividade jurídica*» (v. o mesmo parecer jurídico de JOSÉ FARIA DA COSTA). É aqui que reside o problema fulcral desta nossa discussão. Em nosso ver, a lei criou um «beco sem saída», que redundará em situações injustas e perversas, como demonstraremos.

A jurisprudência, que até hoje vingou, assenta a sua tese nos seguintes argumentos: i) só as pessoas singulares podem ser punidas por crimes de mercado; ii) não subsiste diferença material entre a representação das pessoas singulares e a representação das pessoas colectivas; iii) o agente é ele próprio um *insider* e realiza directamente a previsão do tipo incriminador.

O primeiro e segundo argumento são refutados conjuntamente, pois existe uma relação causal entre eles. O primeiro argumento não nos parece

suficiente para fazer proceder a tese jurisprudencial, pois o facto de só as pessoas singulares poderem ser punidas por crimes de mercado, não poderia levar a uma solução injusta de incriminação da pessoa singular de *per se*. Refira-se que esta regra de não punibilidade dos entes colectivos em crimes de mercado corre à revelia do que tende a ser umas das marcas mais consolidadas do direito penal secundário, onde a regra é precisamente a punibilidade das pessoas colectivas. O segundo argumento também logicamente cai por terra. A interpretação analógica da punição das pessoas singulares, quando em representação de pessoas colectivas, à semelhança da punição das pessoas singulares quando agem em representação de outras pessoas singulares e/ou no interesse destas, não pode ser aceite, por não decorrer da letra da lei. O recurso à analogia é proibido ao julgador pela CRP, que o reserva exclusivamente ao legislador. Há aqui um alargamento das margens de punibilidade do crime de abuso de informação, ao ponto de condenar os agentes por comportamentos que não se encontram previamente recortados pelo tipo legal de crime.

Também o terceiro argumento é falacioso. A tese aventada pelos tribunais portugueses assenta em pressupostos erróneos, porquanto o agente quando actua em representação de um ente colectivo, não actua em nome ou interesse próprio ou em nome ou em interesse de outrem. Actua no quadro dos poderes de representação que lhe foram atribuídos pelas sociedades e no exercício destes, vinculando a sua actuação ao cumprimento de deliberações prévias dos órgãos próprios das sociedades representantes. Assim, a tese defendida pelos tribunais redonda numa violação do princípio da legalidade.

Além do mais, está também aqui em causa a violação do princípio da igualdade (artigo 13.º CRP), na medida em que deixa de existir um tratamento igualitário entre pessoas colectivas e pessoas singulares. É legal e jurisprudencialmente aceite que as pessoas singulares podem usar a informação que produzem. Por que razão não se aceita que uma pessoa colectiva o possa fazer, ainda que representada por uma pessoa singular (leia-se, única forma, como já vimos, de os entes colectivos alcançarem a tal «discursividade jurídica»)? A questão deve ser colocada da seguinte forma: A sociedade em causa poderia ou não, por exemplo, comprar licitamente acções? Se a resposta for positiva, resulta claro que a sociedade não está a negociar com base na informação privilegiada obtida na qualidade de *insider*. Se a sociedade levou a cabo negociações criminal-

mente lícitas, carece inteiramente de sentido questionar a ilicitude e a responsabilidade criminal das pessoas físicas que —às suas ordens, em seu nome e no seu interesse— asseguraram a efectiva concretização dos legítimos desígnios das sociedades (referência colhida em FIGUEIREDO DIAS e COSTA ANDRADE em parecer jurídico, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra).

É, pois, inegável que a utilização de informação produzida pela própria pessoa colectiva pode por ela ser usada, sendo, pois, atípica a conduta deste ente colectivo que, detendo informação própria, procura o mercado para aí, por exemplo, negociar valores mobiliários. O contrário seria considerar que o facto praticado pela sociedade —em seu nome e no seu interesse— constitui em si um ilícito criminal.

O entendimento contrário redundaria na solução perversa e absurda de o agente de uma sociedade estar, sob comissão penal, impedido de praticar actos vantajosos para a sociedade que serve, não obstante tais actos serem perfeitamente lícitos para a sociedade.

Legalização vs proibição?

Os benefícios do *insider trading* têm sido questionados em dois níveis (v. HAYNE E. LELAND, in «*Insider Trading: Should it be Prohibited?*»). Em primeiro lugar, até que ponto será «justa» a comercialização de valores mobiliários entre sujeitos diferentemente informados (neste sentido, JURGEN DENNERT, que afirma: «*The starting point of most discussions on insider trading is, fairness*», in «*Insider Trading*», *Kylos*, vol.44, Fasc. 2, 1991)? Em segundo lugar, será a permissão do *insider trading* economicamente eficiente?

Muitas são as vozes que discutem o tema das vantagens e desvantagens do *insider trading*. Esta polémica estende-se entre os defensores que apoiam a punição do abuso de informação e entre aqueles que aplaudem a sua liberalização. Segundo LELAND, os opositores da regulação do *insider trading* realçam que o comércio é sempre injusto, independentemente de um investidor estar mais bem informado do que outro. Defender que a prática de *insider trading* é «injusta» para os investidores não será a melhor maneira de justificar a sua punição, na medida em que não há uma definição comumente aceite de «injusto» (referência colhida

en HAYNE E. LELAND, in «*Insider Trading: Should it be Prohibited?*»).

Porém, argumento que nos parece mais razoável é aquele que é aduzido pela facção mais conservadora, que proclama a equidade dos investidores, defendendo que ninguém deve obter lucros apenas derivados da detenção de informação reservada, uma vez que eles se vão reflectir em prejuízos para outros. Ainda assim, esta tese não está a salvo de críticas. As correntes neo-liberais afirmam a inexistência de danos para os investidores, na medida em que o *outsider*, se não tivesse contratado com o *insider*, teria efectuado a mesma transacção com outro operador. Este argumento é defendido pela Escola de Chicago, que pugna por teorias neo-liberais que consideram benéfica a não repressão do *insider trading*. Esta teoria não é, no entanto, acolhida por todos. A tese liberal que aclama a utilização da informação privilegiada como bom indicador de mercado, ignora que se essa tendência for de subida e o *insider* comprar valores, está na realidade a impedir que o vendedor dos activos obtenha uma mais-valia, que será antes realizada pelo próprio *insider*. Inversamente, se a tendência for de descida e o *insider* vender, ignoram que aquilo que o *insider* faz é passar um provável prejuízo para outro investidor.

De qualquer modo, mesmo que a conduta não causasse danos directamente a ninguém, atentaria sempre contra a transparência e a confiança nos mercados. Na tese defendida pelas vozes defensoras da proibição do *insider trading*, a liberalização da utilização de informação confidencial comporta riscos, que minam por completo a confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários, acabando por pôr em causa os seus níveis de liquidez e de eficiência. Além do mais, esta desconfiança faz despoletar a retracção do mercado de capitais, implicando para as empresas o recurso a moldes de financiamento mais dispendiosos, como seja o financiamento bancário, em substituição da emissão de obrigações ou de realização de aumentos de capital.

Como contraponto, as teorias liberais tentam demonstrar que o mercado pode ser eficiente sem se reprimir o *insider trading*, invocando diversos argumentos que permitem atestar os benefícios económicos decorrentes da prática em causa, afirmando que o mercado de capitais torna-se mais eficiente, porquanto se observa uma antecipação da cotação dos títulos e uma aceleração do fluxo de informação à disposição dos investidores e exaltan-

do o efeito estabilizante, ao prevenir bruscas oscilações das cotações, reduzindo os riscos dos investimentos e aumentando a liquidez do mercado, potenciando um estímulo ao investimento.

A corrente oposta, todavia, não poupa nas críticas, considerando que os defensores da liberalização esquecem os efeitos nefastos que decorreriam de uma liberalização cega. Assim, refutam veementemente alguns dos argumentos. Argumentam, neste sentido, que o acesso à informação não é um acto de mérito que deva ser premiado, resulta apenas de uma posição que o *insider* ocupa, por razão profissional, no circuito da informação privilegiada e em relação à qual o uso da informação com essa natureza constitui apenas uma abusiva forma de conversão de um bem alheio num acto de proveito pessoal.

Existem ainda correntes ultra-liberais extremas que apelam à defesa da propriedade da informação, considerando que quem produz e possui legitimamente uma informação privilegiada, terá sobre a mesma direitos de propriedade, razão pela qual poderá usá-la como entender. Em resposta, os opositores da legalização do *insider trading*, afirmam que aquela tese olvida que essa propriedade merece tutela jurídica, não havendo uma correspondência directa entre a propriedade da informação e a legitimidade de negociar.

É, assim, visível a clivagem existente entre estas duas correntes. Em nossa opinião, é fundamental a regulação do *insider trading*. Refira-se, no entanto, que não se pretende adoptar uma visão paternalista do mercado, pois temos a consciência clara que investir envolve riscos e não cabe ao Direito suprimi-los. A «mão invisível» de Adam Smith, com as assimetrias que ela possa envolver, tem que cumprir a sua função. Assim, defendemos que a regulação jurídica intervém neste âmbito não para acabar com os riscos próprios do mercado, mas para diminuir o risco dessa assimetria se tornar perversa, pois a protecção dos investidores é consequência da própria protecção do mercado, ou seja, do esforço de tornar o mercado mais eficiente.

Conclusão

É uma utopia pensar que nos mercados de capitais a informação é perfeita e os agentes são racionais. Se assim fosse, os mercados seriam todos eficientes. Surgiu, assim, a necessidade de impedir comportamentos abusivos por parte dos detentores de infor-

mação privilegiada, punindo, o legislador português, a utilização dolosa de informação privada por determinados agentes (*insiders*), para evitar enriquecimentos indevidos e prejuízos motivados por situações de desigualdade no mercado.

Porém, a aplicação prática deste crime não pode ser «cega» e não se pode subjugar a uma aplicação francamente desresponsabilizada e alheada do espírito do preceito, colocando no mesmo saco situações que não se enquadram no tipo de crime previsto no artigo 378.º CdVM.

Com a norma reguladora do *insider trading*, o legislador pretende evitar que os actores das operações façam um aproveitamento pessoal (para si ou para outrem) da informação de que dispõem, criando desigualdades informativas que, em *ultima ratio*,

prejudicarão o mercado financeiro em geral, pelo que a criminalização desta conduta é essencial para evitar que a informação se torne num 4.º poder, prejudicial à transparência de mercado e, em *ultima ratio*, ao desenvolvimento económico.

Tendo em conta a recente crise financeira, que levou à insolvência e à nacionalização de várias instituições bancárias (e não só), com graves repercussões para os mercados a nível mundial, a necessidade de regulação dos mercados de valores mobiliários mantém-se, reforçando-se a tendência para a sua protecção. A justa (mas difícil) medida estará em proteger o mercado, sem o esmagar através de uma excessiva regulação dos seus agentes.

FRANCISCO PROENÇA DE CARVALHO Y FILIPA LOUREIRO*

* Abogados del Área de Mercantil de Uría Menéndez Proença de Carvalho (Lisboa).