



**Instituto Politécnico de Coimbra**

Instituto Superior de Contabilidade  
e Administração de Coimbra

Ana Filipa Lopes Antunes

# Regulamentação e fraude no Mercado Financeiro

Coimbra, julho de 2021



**Instituto Politécnico de Coimbra**

Instituto Superior de Contabilidade  
e Administração de Coimbra

Ana Filipa Lopes Antunes

# Regulamentação e fraude no Mercado Financeiro

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Análise Financeira, realizada sob a orientação do Professor Doutor Pedro Melanda.

Coimbra, julho de 2021

## **TERMO DE RESPONSABILIDADE**

Declaro ser a autora desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido a outra Instituição de ensino superior para obtenção de um grau acadêmico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas e que tenho consciência de que o plágio constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

## AGRADECIMENTOS

A conclusão de uma etapa de tamanha importância não seria possível sem a presença daqueles que sempre acreditaram em mim, aos quais não posso deixar de agradecer.

Aos meus pais e irmã, pelo apoio, paciência e dedicação que sempre me deram ao longo de toda a minha vida pessoal e académica, e por alimentarem constantemente a minha sede de aprender, sem vocês nada disto seria possível.

Ao meu namorado, por todo o carinho, compreensão e amor que sempre me demonstrou, pela paciência para todos os desabafos e pelos discursos motivadores que nunca me permitiram baixar os braços.

A todos os meus amigos, que partilharam comigo este percurso, pelas gargalhadas, pelas discussões, pela partilha de conhecimentos e, acima de tudo, pela amizade manifestada sempre.

À minha Fátima que mais do que uma amiga, é o meu porto de abrigo, obrigada por estares sempre ao meu lado e me dares força e coragem para nunca desistir dos meus sonhos.

À Filipa por continuar a olhar por mim de lá de cima, por sempre me ter dado a força dela quando a minha começava a falhar. É só um até já.

Ao meu primo Carlos, também ele ser confidente, amigo, irmão. Por me chamar à terra quando eu preciso. Obrigada por tudo.

Aos amigos que Coimbra me deu, em especial á Cátia, Andreia, Sofia, Raquel, á minha afilhada Lisandra. Obrigada por terem vivido este percurso comigo. Obrigada por serem, ainda hoje, uma constante na minha vida.

A toda a minha família e amigos que estiveram sempre presentes e nunca duvidaram de que era capaz.

Ao meu orientador, Doutor Pedro Melanda, por toda a ajuda e disponibilidade demonstrada.

A todos, o meu sincero agradecimento.

## RESUMO

O papel, fundamental, que a utilização da informação tem no funcionamento regular dos mercados, e as condutas a que estão sujeitos os agentes que neles intervêm são objeto de análise na perspectiva da legalidade.

A inevitabilidade da problematização do abuso de informação privilegiada tem em vista a redução de assimetrias de informação entre emitentes e investidores.

O bom funcionamento do mercado de capitais está em grande parte dependente da confiança dos investidores, a partir do momento em que há investidores que, devido a qualquer condição ou cargo que exerçam têm acesso a informação relevante que não está acessível ao público em geral, nasce uma desconfiança nos mercados e, conseqüentemente, o investimento nos mesmos retrai-se.

A complexidade do insider-trading revela-se na abordagem da prova da ilicitude da conduta e na distinção com outros tipos de ilícitos relacionados com os mercados financeiros.

Por outro, a manipulação de mercado verifica-se sempre que há uma divulgação de informação falsa ou enganosa, cuja intenção é induzir os investidores em erro, e com isso fazer alterar o normal funcionamento do mercado.

A par das soluções fornecidas pela regulamentação, afigura-se ser de extrema importância o exercício das atribuições da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, não só de promoção, regulação e supervisão, como também de fiscalização.

**Palavras-chave:** Informação Privilegiada, Manipulação de Mercado, Mercado de Valores Mobiliários

## **ABSTRACT**

The fundamental role that the use of information has in the regular functioning of markets and the conduct to which the actors involved in them are subject are subject to analysis from the perspective of legality.

The inevitability of the problem-dealing of insider dealing aims at reducing information asymmetries between issuers and investors.

The proper functioning of the capital market is largely dependent on investor confidence, from the moment there are investors who, due to any condition or position they exercise have access to relevant information that is not accessible to the general public, a distrust arises in the markets and, consequently, investment in them is retracted.

The complexity of insider-trading is revealed in the approach to proof of the illegality of conduct and in the distinction with other types of illicit related to financial markets.

On the other hand, market manipulation occurs whenever there is a disclosure of false or misleading information, the intention of which is to mislead investors, and thereby change the normal functioning of the market.

In addition to the solutions provided by the regulation, it seems extremely important to exercise the tasks of the Securities Market Commission, not only of promotion, regulation and supervision, but also of supervision.

**Keywords:** Insider trading, Market Manipulation, Securities Market

# ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	1
<b>Capítulo 1- O Mercado de Valores Mobiliários</b> .....	3
1.1 - Breve História.....	3
1.2- Definição de Valores Mobiliários .....	5
1.3 - Legislação (normas CEE).....	6
1.4 - Tipos de Mercados .....	9
1.4.1 - Mercado a contado e mercado de derivados.....	9
1.5 - O Funcionamento do Mercado de Valores Mobiliários .....	12
<b>Capítulo 2 - Proteção aos Investidores</b> .....	13
2.1 - Medidas que visam proteger o investidor.....	13
2.2 - Sistema de Indemnização aos Investidores .....	15
<b>Capítulo 3 - Crimes de mercado</b> .....	18
3.1 - Abuso de informação privilegiada.....	18
3.2 - Manipulação de mercado.....	21
<b>Capítulo 4 - Sujeitos do dever de informação no Mercado Valores Mobiliários</b> .....	26
4.1 - O dever de informação dos:.....	26
4.1.1 - Agentes de Intermediação .....	26
4.1.2 - Entidades gestoras de mercado.....	27
4.1.3 – Emitentes .....	29
4.1.4 – Auditores.....	31
4.2 - Medidas de prevenção ao abuso de informação .....	33
<b>Capítulo 5 - Análise da jurisprudência em Portugal</b> .....	35
5.1 – Crime abuso de informação privilegiada .....	35
5.2 – Crime manipulação de mercado .....	40
Anexo A – Quadro Síntese dos Deveres de Informação dos Auditores .....	56

## **LISTA DE ABREVIATURAS, ACRÓNIMOS E SIGLAS**

CEE – Comunidade Económica Europeia

CERS - Conselho Europeu para o Risco Sistémico

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

DRI - Departamento de Relação com o Investidor

FRA'S - Forward Rate Agreement

OTC – Over the counter

SII - Sistema de Indemnização aos Investidores

## **INTRODUÇÃO**

A presente dissertação foi elaborada para obtenção do grau de mestre no âmbito do Mestrado em Análise Financeira e irá centrar-se num tema comumente muito referido: A regulamentação e fraude no mercado financeiro, incidindo em dois tipos de crimes muito comuns: abuso de informação privilegiada e manipulação de mercado, elencados no Código de Valores Mobiliários (Código dos Valores Mobiliários).

Atualmente, vivemos numa sociedade onde a informação circula de forma livre e plena, com a evolução das tecnologias de comunicação, toda a transmissão de informação vem se tornando cada vez mais fácil de obter. Isso ajudou a evoluir o mercado de capitais. As informações financeiras deixaram de ser um privilégio das bolsas de valores, deixou de ser necessário recorrer a jornais em papel ou de esperar que a comunicação social emitisse uma reportagem para obtermos informação. Agora as informações financeiras são públicas para todos os investidores que quiserem aceder.

A atualidade do tema e a evolução na capacidade de circulação da informação tornou necessário a sua regulação e a censura dos comportamentos por parte dos seus detentores deste tipo de crime, bem como os desafios que o mesmo comporta para as autoridades administrativas e judiciais foram a causa da minha motivação para elaborar esta pesquisa. A presente dissertação está dividida em quatro capítulos.

No capítulo I intitulado como o Mercado de Valores Mobiliários, irei-me debruçar à cerca da história do Mercado de Valores Mobiliários bem como a sua definição, os diferentes tipos de mercados existentes e a respetiva legislação.

No capítulo II conceitua as medidas que visam proteger os investidores bem como o funcionamento do sistema de indemnização aos mesmos (SII).

No capítulo III conceitua os crimes contra o mercado, concretamente o crime de abuso de informação privilegiada e o crime de manipulação de mercado, o seu enquadramento legal e características.

No capítulo IV abordarei os sujeitos do dever de informação no Mercado de Valores Mobiliários, o dever de informação das várias partes, bem como as medidas de prevenção ao abuso de informação.

## *Regulamentação e fraude no Mercado Financeiro*

Finalmente no capítulo V, irei elencar e analisar alguns dos casos que se revelaram preponderantes na jurisprudência portuguesa, fazendo uma aplicabilidade aos conceitos e definição de informação privilegiada ou de manipulação de mercado.

## **Capítulo 1- O Mercado de Valores Mobiliários**

### **1.1 - Breve História**

O surgimento do Mercado de Valores Mobiliários foi motivado pelo desejo dos investidores de possuírem um ativo que fosse facilmente divisível, transferível e flexível, em termos de espaço e tempo, permitindo ainda a obtenção de um retorno através do rendimento ou da valorização do capital (Michie, 2006).

Michie (2006) detalha a história do Mercado de Valores Mobiliários, dividindo a mesma em seis períodos distintos. O primeiro período começa no século XII e culmina em 1720, sendo marcado pela emergência do mercado de valores mobiliários em muitos países europeus, o qual era utilizado principalmente para a negociação de dívidas governamentais. Neste período, Amsterdão destacou-se como sendo o principal centro financeiro. Denote-se, no entanto, que durante este período o mercado de valores mobiliários carecia de um fórum organizado, encontrando-se integrado no mercado financeiro geral.

O segundo período da história do Mercado de Valores Mobiliários compreende o intervalo de 1720 até 1815, ano do término das guerras napoleônicas. Durante a maior parte do século XVIII, verificou-se um progresso do mercado de valores mobiliários em termos da sua organização e importância, com Paris e Londres a ganharem relevância. Este período destacou-se também pelo desenvolvimento do mercado de valores mobiliários nos Estados Unidos da América, após a sua recente independência. A base do Mercado de Valores Mobiliários durante este período continuou a ser a criação de dívida governamental para fins militares, motivadas pelos contínuos conflitos na Europa e pelas despesas incorridas na conquista da independência das colônias.

O terceiro período respeita ao intervalo entre o final da grande guerra europeia de 1815 e o início da primeira guerra mundial em 1914. Durante este século assistiu-se a uma expansão do papel do mercado de valores mobiliários, que ganhou uma crescente relevância ao nível da economia internacional, uma vez que facilitou a mobilização de capital de longo prazo para o desenvolvimento económico nacional e mundial, transmitindo liquidez e mobilidade aos sistemas monetários de todo o mundo.

Simultaneamente, assistiu-se ao nascimento de uma economia global integrada, destacando-se o papel da bolsa de valores.

O quarto período compreende o intervalo entre as duas grandes guerras mundiais (de 1914 a 1939), caracterizando-se pelo colapso virtual da economia internacional, nomeadamente devido à crescente inflação e negligência que resultaram numa queda do valor dos títulos. Tal comportamento foi ainda acompanhado por um maior controlo governamental, quer a nível interno, quer externo, que restringia a liberdades de operações nos mercados. Este período ficou marcado na história pela queda da bolsa de Wall Street em 1929, e pela crise financeira e monetária europeia de 1931. Tais marcos históricos marcaram o início de uma nova era no mercado de valores mobiliários, que sofreu uma reforma em termos da sua regulamentação.

Como consequência, entre 1945 e 1970, assistiu-se a um retrocesso no mercado global de valores mobiliários, com inúmeros países a abandonarem completamente as bolsas de valores. Durante este período presenciou-se ainda ao surgimento do mercado de obrigações Eurobond. O sexto período respeita à situação vivida desde 1970 até à atualidade, período no qual se presenciou um renascimento do mercado de valores mobiliários, com um menor controlo governamental e uma maior regulação.

No entanto, foi a partir dos anos 80 que o Mercado de Valores Mobiliários sofreu um verdadeiro impulso, evoluindo quer ao nível do volume de transações, quer ao nível da qualidade do próprio mercado, que se revelou um instrumento indispensável para o funcionamento da economia mundial. Presenciou-se, ao nível do Mercado de Valores Mobiliários,

*“um fortíssimo crescimento do recurso ao mercado de valores mobiliários pelas entidades emitentes públicas e privadas, uma enorme expansão do volume das transações nos mercados secundários, um extraordinário aumento do peso dos investidores institucionais e uma constante aceleração do processo de internacionalização dos mercados de valores mobiliários em geral.”*  
*(“Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril, do Ministério das Finanças. Código do Mercado de Valores Mobiliários,” 1999)*

Em Portugal, à semelhança de outros países, o Mercado de Valores Mobiliários passou por um período de estagnação, o qual foi ultrapassado em 1972, ano em que ressurgiu e apresentou um crescimento acelerado, com um intenso volume de

negócios. Tal crescimento revelou-se, no entanto, insustentável, originando graves problemas ao nível da liquidação das operações e ao nível especulativo. Aquando ao 25 de Abril de 1974 assistiu-se, uma vez mais, ao encerramento das bolsas de valores em Portugal, as quais voltaram a reabrir em 1976. No entanto, só a partir de 1986 é que se assistiu à reconstrução do mercado de valores mobiliários em Portugal, o qual se revelou, uma vez mais, deficiente a nível estrutural. Tal desempenho alertou para a necessidade de uma reforma, que foi implementada em 1988, após a criação do Conselho Nacional das Bolsas de Valores, que adaptou o Mercado de Valores Mobiliários português segundo as normas da Comunidade Económica Europeia (CEE), destacando-se nesta reforma a liberalização e a autonomia dos mercados de valores mobiliários ("Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril, do Ministério das Finanças. Código do Mercado de Valores Mobiliários," 1999).

## **1.2- Definição de Valores Mobiliários**

O conceito de Mercado de Valores Mobiliários é continuamente discutido na literatura existente, não sendo possível encontrar uma definição concreta deste conceito, tal como discute (Alvares, 2006). Posto isto, Filho (1985) distingue dois comportamentos notórios na legislação: enquanto os países europeus caracterizam os valores mobiliários apresentando uma definição desse conceito; a América do Norte opta por enumerar, de forma exaustiva, os títulos que preenchem os requisitos de valor mobiliário e que podem ser considerados como tal.

De acordo com o Artigo 1.º do Código dos Valores Mobiliários, constituem valores mobiliários todas:

*“as ações; as obrigações; os títulos de participação; as unidades de participação em instituições de investimento coletivo; os warrants autónomos; (...) e outros documentos representativos de situações jurídicas homogéneas, desde que sejam suscetíveis de transmissão em mercado. (Artigo 1.º Código Valores Mobiliários).*

No mesmo sentido, o Artigo 3.º do Código do Mercado de Valores Mobiliários considera valores mobiliários:

## *Regulamentação e fraude no Mercado Financeiro*

*“as ações, obrigações, títulos de participação e quaisquer outros valores, seja qual for a sua natureza ou forma de representação, ainda que meramente escritural, emitidos por quaisquer pessoas ou entidades, públicas ou privadas, em conjuntos homogêneos que confiram aos seus titulares direitos idênticos, e legalmente suscetíveis de negociação num mercado organizado” (Artigo 3.º, “Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril, do Ministério das Finanças. Código do Mercado de Valores Mobiliários,” 1999).*

Também a legislação francesa considera como valores mobiliários todos os títulos financeiros e contratos financeiros (Article L228-1, "Code de commerce," 2019), incluindo os títulos de capital emitidos por sociedades por ações; os títulos de dívida (obrigações); as unidades de participação ou ações de organismos de investimento coletivo; e futuros financeiros (e.g., opções) (Article L211-1, "Code de commerce," 2019).

Posto isto, Antunes (2008) enumera aquelas que considera serem as quatro características fundamentais dos valores mobiliários: a sua representatividade, isto é, os valores mobiliários devem consistir em documentos representativos, apresentando-se sob a forma de título ou registo em conta; a sua homogeneidade, uma vez que os valores mobiliários incorporam uma grande variedade de situações juridicamente relevantes, podendo representar tanto direitos como deveres; a sua fungibilidade, dado que os valores mobiliários nunca são emitidos de forma singular, mas sim de forma agrupada; e a sua negociabilidade, uma vez que os valores mobiliários devem ser transacionáveis no mercado.

### **1.3 - Legislação (normas CEE)**

Tal como mencionado no Capítulo 1.1., as normas que regem o mercado de Valores Mobiliários português necessitaram de ser reformuladas de acordo com as diretivas estabelecidas pela Comunidade Económica Europeia (CEE).

No que concerne ao Código do Mercado de Valores Mobiliários, as normativas da CEE incidiram sobre a legislação referente,

*“à regulamentação da informação obrigatória respeitante à oferta pública de subscrição (capítulo II do título II), à admissão de valores mobiliários à cotação na bolsa (título III, capítulo II, secção IV, subsecção II, divisões I e II),*

## *Regulamentação e fraude no Mercado Financeiro*

*à oferta pública de aquisição (capítulo I do título IV) e à oferta pública de venda (capítulo II do título IV), bem como a informação periódica e pontual exigida das entidades com valores cotados na bolsa (título III, capítulo II, secção IV, subsecção II, divisão III)” (“Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril, do Ministério das Finanças. Código do Mercado de Valores Mobiliários,” 1999).*

No Código do Mercado de Valores Mobiliários encontra-se assim inclusas as seguintes normativas da CEE:

- Diretiva 79/279/CEE do Conselho, de 5 de Março de 1979, relativa à coordenação das condições de admissão de valores mobiliários à cotação oficial de uma bolsa de valores<sup>1</sup>, que se encontra incorporada no Artigo 152.º do Código do Mercado de Valores Mobiliários (Decreto-Lei n.º 142-A/91 de 10 de Abril do Ministério das Finanças, 1999<sup>1</sup>);
- Diretiva 80/390/CEE do Conselho, de 27 de Março de 1980, relativa à coordenação das condições de conteúdo, de controlo e de difusão do prospeto a ser publicado para a admissão à cotação oficial de valores mobiliários numa bolsa de valores<sup>2</sup>;
- Diretiva 82/121/CEE do Conselho, de 15 de Fevereiro de 1982, relativa à informação periódica a publicar pelas sociedades cujas ações são admitidas à cotação oficial de uma bolsa de valores<sup>3</sup>;
- Diretiva 88/627/CEE do Conselho de 12 de dezembro de 1988 relativa às informações a publicar por ocasião da aquisição ou alienação de uma participação importante numa sociedade cotada na bolsa<sup>4</sup>;

---

<sup>1, 2, 3</sup> Estas três diretivas foram revogadas e atualmente consolidada na Diretiva 2001/34/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de Maio de 2001, relativa à admissão de valores mobiliários à cotação oficial de uma bolsa de valores e à informação a publicar sobre esses valores.

<sup>4</sup> Diretiva revogada e atualmente consolidada na Diretiva 2001/34/EC do Parlamento Europeu e do Conselho de 28 de Maio de 2001 relativa à admissão de valores mobiliários à cotação oficial de uma bolsa de valores e à informação a publicar sobre esses valores.

## *Regulamentação e fraude no Mercado Financeiro*

- Diretiva 89/298/CEE do Conselho de 17 de Abril de 1989 que coordena as condições de estabelecimento, controlo e difusão do prospeto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários<sup>5</sup>.

Para além das diretivas mencionadas, o Código dos Valores Mobiliários incorpora ainda as exigências relativas às seguintes diretivas da CEE:

- Diretiva 89/592/CEE do Conselho, de 13 de Novembro de 1989, relativa à coordenação das regulamentações respeitantes às operações de iniciados;
- Diretiva 93/22/CEE do Conselho, de 10 de Maio de 1993, relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários;
- Diretiva 95/26/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 29 de Junho de 1995, que altera as Diretivas 77/780/CEE e 89/646/CEE no domínio das instituições de crédito, as Diretivas 73/239/CEE e 92/49/CEE no domínio dos seguros não-vida, as Diretivas 79/267/CEE e 92/96/CEE no domínio do seguro de vida, a Diretiva 93/22/CEE no domínio das empresas de investimento e a Diretiva 85/611/CEE do Conselho no domínio dos organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM), a fim de reforçar a supervisão prudencial;
- Diretiva 98/26/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de Maio 1998 relativa ao carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários.

Importa também referir que para além das diretivas mencionadas, toda e qualquer norma que possa respeitar a operações deste género, também aqui são pertinentes, como por exemplo o Regulamento 2/2020 CMVM que veio estabelecer medidas de natureza preventiva e repressiva da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais ou de financiamento do terrorismo. Veio assim definir as atividades e profissões especialmente designadas para estes efeitos, estando incluídos

---

<sup>5</sup> Diretiva que não se encontra mais em vigor, após a sua revogação através do Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, relativo ao prospeto a publicar em caso de oferta de valores mobiliários ao público ou da sua admissão à negociação num mercado regulamentado, e que revoga a Diretiva 2003/71/CE

os revisores oficiais de contas e os auditores externos e são eles objeto de avaliação no âmbito das ações que lhes são realizadas de controlo, de modo a ser implementada uma abordagem baseada no risco.

## **1.4 - Tipos de Mercados**

### **1.4.1 - Mercado a contado e mercado de derivados**

O Mercado a Contado é também conhecido como Mercado Spot ou Mercado à Vista. A própria denominação de Mercado à Vista provem do facto de que, no tempo das mercadorias, as transações que ocorriam neste mercado correspondiam às operações onde o pagamento era realizado simultaneamente aquando à entrega da mercadoria, a qual era imediatamente entregue. Assim, estes mercados correspondem a mercados cujas operações têm uma natureza de curto prazo, com as transações a serem liquidadas de forma quase imediata. No que respeita às negociações em bolsa, embora as transações não ocorram de forma tão imediata, normalmente o seu prazo não transcende os três dias úteis (CMVM, 2020a).

Nos Mercados a Contado são negociados todos os valores mobiliários mais conhecidos: as ações; as obrigações; os títulos de participação; as unidades de participação em fundos de investimento; as unidades de titularização de créditos; os warrants autónomos; os direitos destacados de valores mobiliários; os certificados; os valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis; os valores mobiliários convertíveis por opção do emitente; e os valores mobiliários condicionados por eventos de crédito (CMVM, 2007).

O Mercado a Contado caracteriza-se pela existência de dois tipos de negociações: as negociações em contínuo e as negociações por chamadas. Nas negociações em contínuo, verifica-se a ocorrência de sucessivas operações de compra e venda, que resultam em alterações nas cotações, com o preço das mesmas a ser indeterminado. Nestas operações são priorizadas as ofertas com melhor preço, sendo que, em caso de as ofertas apresentarem um preço idêntico, as ofertas são priorizadas de acordo com a antiguidade no sistema de negociação (Artigo 6.º do Regulamento da CMVM n.º 1/99 Normas Gerais da Negociação de Valores Mobiliários através de

Operações de Bolsa e Contado).

Por sua vez, nas negociações com base em chamadas, as ofertas são agrupadas e o preço é fixado em cada chamada, sendo transacionada em cada operação a maior quantidade de cada valor mobiliário. Desta forma, nestas negociações verifica-se uma menor variação dos preços relativamente às cotações de fecho da sessão anterior (Artigo 7.º do Regulamento da CMVM n.º 1/99 Normas Gerais da Negociação de Valores Mobiliários através de Operações de Bolsa e Contado).

Analisando agora o Mercado de Derivados, temos que este consiste num mercado onde são negociados instrumentos financeiros derivados, isto é, instrumentos financeiros cujo valor se encontra indexado ao de outro ativo (CMVM, 2020a). Enumera-se como principais instrumentos financeiros derivados os contratos futuros padronizados, os contratos forwards, os FRA's, os contratos de opções padronizados, os warrants, caps, floors, collars, contratos swaps e swaptions (Regulamento da CMVM n.º 1/99 Normas Gerais da Negociação de Valores Mobiliários através de Operações de Bolsa e Contado). Exemplos de Mercados de Derivados são o Mercado Forex e o Mercado de Taxas de Juro.

O Mercado de Derivados caracteriza-se ainda pelo facto de as transações ocorrerem em momentos diferentes, com a mesma a ser paga num momento posterior ao da negociação, ao contrário do que acontece no Mercado a Contado. Comparando o Mercado de Derivados ao Mercado a Contado temos que o primeiro apresenta um risco superior para o investidor, mas também uma rentabilidade mais atrativa (CDG, 2020).

#### **1.4.2 - Mercado regulamentado e mercado over the counter**

De acordo com o Artigo 199.º do Decreto-Lei n.º 486/99, Diploma que aprova o novo Código dos Valores Mobiliários, os mercados regulamentados constituem

*“sistemas que, tendo sido autorizados como tal por qualquer Estado membro da União Europeia, são multilaterais e funcionam regularmente a fim de possibilitar o encontro de interesses relativos a instrumentos financeiros com vista à celebração de contratos sobre tais instrumentos” (Artigo 199.º do Decreto-Lei n.º 486/99 Diploma que Aprova o novo Código dos Valores Mobiliários).*

## *Regulamentação e fraude no Mercado Financeiro*

De acordo com as diretrizes estabelecidas na Diretiva 93/22/CEE do Conselho, de 10 de maio de 1993, relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários, cada um dos Estados Membros da União Europeia tem a obrigação de fixar uma lista oficial com os mercados regulamentados de valores mobiliários. Para cumprir com tal diretiva, os Estados Membros devem entender por mercado regulamentado,

*“os Mercados de instrumentos financeiros (...) com funcionamento regular, cujas condições de funcionamento, de acesso ao mercado e de aceitação dos instrumentos financeiros nele negociáveis hajam sido aprovadas por autoridades competentes e em que se encontre assegurada a divulgação de todas as transações realizadas pelos intervenientes às autoridades de supervisão e a prestação de informação pública sobre as principais características de tais transações”* (Soares, 2000, p. 279).

Neste sentido, e cumprindo com tal norma, a Portaria n.º 556/2005 de 27 de junho enumera os mercados regulamentados existentes em Portugal:

- O Mercado de Cotações Oficiais da Bolsa de Valores de Lisboa, a Eurolist by Euronext Lisbon, gerido pela Euronext Lisbon - Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A.;
- O Mercado de Futuros e Opções, gerido pela Euronext Lisbon - Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A.;
- O Mercado Especial de Dívida Pública (MEDIP), gerido pela MTS Portugal - Sociedade Gestora do Mercado Especial de Dívida Pública, SGMR, S.A.

Para além destes, a CMVM (2020c) dá ainda destaque ao Mercado de Derivados OMIP, gerido pelo OMIP (Operador do Mercado Ibérico de Energia).

Já no que respeita ao Mercado OTC (over-the-counter), ou Mercado de Balcão, estes caracterizam-se por apresentarem uma menor transparência do que a dos mercados regulamentados. Na categoria de Mercado de Balcão enquadram-se todos os mercados que não são regulamentados, isto é, todos os mercados com exceção dos três acima mencionados (CMVM, 2020b). O conceito e os valores mobiliários transacionados no Mercado de Balcão encontram-se determinados no Artigo 499.º do Código do Mercado de Valores Mobiliários.

### **1.5 - O Funcionamento do Mercado de Valores Mobiliários**

Na atualidade, o Mercado de Valores Mobiliários caracteriza-se pela sua autonomia perante o governo e pela sua liberalização, cabendo à CMVM as funções de supervisão, fiscalização e regulamentação dos mercados primários e secundários de valores mobiliários, por forma a garantir a transparência e a evitar irregularidades nos mesmos (Decreto-Lei n.º 142-A/91 de 10 de abril do Ministério das Finanças).

Como tal, o artigo 353.º do Código do Mercado de Valores Mobiliários enumera como sendo as funções da CMVM: a supervisão de todas as operações de valores mobiliários; a regulação do mercado mobiliário; e a supervisão dos índices de referência. Para o exercer das suas funções, a CMVM pode ainda cooperar com outras autoridades, comprometendo-se, em todo o processo, ao dever de sigilo e confidencialidade (Artigo 354.º do Código do Mercado de Valores Mobiliários).

No que respeita à sua função de supervisão, o artigo 358.º do Código do Mercado de Valores Mobiliários cita, como funções da CMVM: a proteção aos investidores; a garantia da regularização da atividade dos mercados de valores mobiliários; a fiscalização da informação; a prevenção do risco sistémico; a prevenção e supressão de atitudes irregulares; independência enquanto organização. Como tal, o capítulo seguinte foca a sua atenção na primeira função da CMVM acima mencionada: a proteção aos investidores.

## **Capítulo 2 - Proteção aos Investidores**

### **2.1 - Medidas que visam proteger o investidor**

A proteção aos investidores é uma das preocupações centrais da atividade de regulamentação do mercado de valores mobiliários, ocupando um lugar de destaque nos objetivos estratégicos gerais do Código de Valores Mobiliários, presentes no Artigo 4.º do Decreto-Lei n.º 142-A/91 de 10 de abril do Ministério das Finanças.

Neste, um dos objetivos primários da CMVM passa por promover o funcionamento eficiente, equitativo e transparente do Mercado de Valores Mobiliários. Tal objetivo implica a existência de um conjunto de mecanismos que asseguram a transparência do mercado, obrigando, em permanência, à divulgação de toda a informação relevante aos investidores. Desta forma, tal objetivo visa igualmente proteger os investidores, por forma a que estes obtenham informações corretas e atualizadas acerca do mercado (Pereira, 2000).

Destaca-se também a necessidade de uma elevada integridade e competência por parte dos profissionais que atuam no mercado mobiliário, sendo imprescindível o cumprimento de determinadas regras de conduta profissional na prestação dos serviços financeiros: os profissionais devem ser pessoas idóneas, competentes e honestas, estando ao seu dever a obrigação de fornecer aos clientes (i.e., os investidores), informação honesta, correta e adequada para que este atue no mercado de forma consciente. Cabe assim aos profissionais agir em prol dos interesses do cliente, atuando de forma rigorosa no desempenho das suas funções. Para cumprir com tais exigências para com os investidores, as empresas financeiras devem estar organizadas com ferramentas de controlo de risco, e ter bem definidas e explícitas as regras ao nível da responsabilidade. Desta forma, tais medidas visam atuar como instrumentos de proteção dos investidores (CMVM, 2009; "Regulamento da CMVM n.º 3/2018," 2018).

Apresentam-se ainda as medidas destinadas a prevenir o risco sistémico do mercado de valores mobiliários, garantindo a sua segurança e a sua estabilidade. Para tal, apresenta-se no Decreto-Lei n.º 486/99 que aprova o Código dos Valores

Mobiliários o artigo 362.º relativo à supervisão contínua e o artigo 363.º a respeito da supervisão prudencial das entidades que atuam no mercado de valores mobiliários. A importância de se fazer cumprir este objetivo levou ainda à criação de um Conselho Europeu para o Risco Sistémico (CERS). De notar que tais medidas, ao procederem no sentido de garantir a saúde financeira do mercado, atuam também de forma indireta na proteção dos investidores (CMVM, 2012).

A atuação da CMVM visa ainda garantir uma clara compreensão do mercado, pelo que promove, para tal, a publicação de orientações e recomendações aos investidores. Também com o objetivo de reforçar a confiança dos investidores, a CMVM conta com um Departamento de Relação com o Investidor (DRI), que visa esclarecer os investidores, contribuindo para uma melhor compreensão do mercado e dos instrumentos disponíveis. Para além de responder às dúvidas dos investidores, o DRI cuida ainda de possíveis reclamações que possam ser denunciadas pelos investidores (CMVM, 2021d). Ainda no sentido de promover a transparência do mercado, a CMVM divulga periodicamente relatórios sobre as reclamações dos investidores (CMVM, 2021c).

Mencionou-se, até agora as medidas que, de forma indireta, visam proteger os investidores. Importa agora analisar as medidas que atuam de forma direta nesse mesmo sentido. Neste sentido destaca-se o portal de queixas e o sistema de resolução de reclamações a cargo do DRI, como mencionado. Ainda com o objetivo de esclarecer as dúvidas dos investidores, a CMVM dispõe de uma Linha Verde de Apoio ao Investidor, a qual está disponível de forma gratuita (CMVM, 2002).

Igualmente no sentido de proteger os investidores, o Artigo 31.º do Código dos Valores Mobiliários apela à criação de associações de defesa dos investidores que cumpram com os requisitos expressos no Artigo 32.º e visem proteger os interesses dos investidores. No que respeita aos acionistas, as diferentes alíneas do Artigo 29.º destaca ainda os direitos dos acionistas e os deveres das sociedades para com estes. Também o Artigo 33.º incide sobre o processo de mediação de conflitos, tendo em vista a proteção dos investidores, cujos procedimentos se encontram delineados no Artigo 34.º.

Outra das medidas de proteção aos investidores que merece relevo encontra-se estabelecida no Artigo 35.º do Código dos Valores Mobiliários, e respeita à

constituição de fundos de garantia no sentido de indemnizar os investidores não profissionais por danos causados como consequência da atuação de algum intermediário financeiro.

No âmbito em análise, destaca-se ainda o Sistema de Indemnização aos Investidores (SII), o qual será abordado de forma mais aprofundada de seguida.

## **2.2 - Sistema de Indemnização aos Investidores**

O Sistema de Indemnização aos Investidores (SII) constitui uma pessoa coletiva de direito público, encontrando-se a sua criação estabelecida no Decreto-Lei n.º 222/99, de 22 de junho <sup>6</sup>, que cria e regula o funcionamento do Sistema de Indemnização aos Investidores e introduz alterações no Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras e no Código do Mercado de Valores Mobiliários.

O SII constitui um mecanismo de proteção aos investidores destinado a proporcionar uma garantia aos investimentos realizados em instrumentos financeiros. Este mecanismo destina-se particularmente aos pequenos investidores, pelo que o SII não cobre os investimentos realizados por instituições de crédito e por sociedades financeiras. Assim, os investidores institucionais (e.g., empresas de seguros, sociedades e instituições financeiras, sociedades gestoras de fundos de pensões, etc.) ficam excluídos da abrangência deste sistema (Decreto-Lei n.º 222/99, de 22 de junho).

Desta forma, o presente sistema tem em vista preservar a confiança dos investidores nos mercados financeiros, protegendo os interesses dos investidores, e incentivando a participação dos mesmos nos mercados.

Para tal, o SII garante o reembolso dos montantes relativos a fundos ou instrumentos financeiros, devidos aos investidores por parte dos intermediários financeiros (entidades financeiras que detenham, administrem, ou girem, fundos ou instrumentos financeiros), sempre que estes integrem o SII, e não tenham capacidade de reembolsar ou restituir o dinheiro. De realçar que todos os intermediários

---

<sup>6</sup> Alterado pelo Decreto-Lei n.º 252/2003 de 17 de Outubro, pelo Decreto-Lei n.º 162/2009 de 20 de Julho, e pelo Decreto-Lei n.º 144/2019 de 23 de setembro.

financeiros têm obrigação de integrarem o SII, de acordo com o Artigo 4.º do Decreto-Lei n.º 222/99, de 22 de junho.

Nestes investimentos, englobam-se os investimentos financeiros realizados pelo cliente, ou sobre a gestão deste, em instrumentos financeiros (e.g., ações, obrigações, unidades de participação em fundos de investimento); e os depósitos dos clientes realizados junto de intermediários financeiros cujo destino seja expressamente o investimento em instrumentos financeiros (CMVM, 2021e). Os instrumentos financeiros garantidos pelo SII são assim:

*“ações, obrigações, títulos de participação, unidades de participação em fundos de investimento, papel comercial, bilhetes do tesouro, CFD, futuros e opções sobre instrumentos financeiros, contratos a prazo de taxa juro e swaps” (CMVM, 2021e).*

Neste sentido, o Sistema de Indemnização aos Investidores garante o pagamento de indemnizações aos investidores sempre que se verifiquem as situações previstas no Artigo 10.º da Portaria n.º 1266/2001, de 6 de novembro, que Aprova o Regulamento do Sistema de Indemnização aos Investidores:

- a) Quando a entidade participante não possuir condições financeiras que permitam cumprir com as suas obrigações para com os investidores;
- b) Quando o Banco de Portugal revogar a autoridade da entidade participante;
- c) Quando a sede da empresa onde decorreu o investimento se encontrar fora do território da União Europeia, esta suspenda os direitos dos investidores, e os mesmos procedam a uma reclamação dos seus créditos.

O pagamento destas indemnizações fica a cargo das entidades participantes, uma vez que, de acordo com o artigo 6.º do Regulamento da CMVM n.º 2/2000 Sistema de Indemnização aos Investidores,

*“As entidades participantes assumem a obrigação irrevogável de entrega ao Sistema, em caso de acionamento deste, dos montantes necessários para pagamento das indemnizações que forem devidas aos investidores” (Artigo 6.º do Regulamento da CMVM n.º 2/2000 Sistema de Indemnização aos Investidores).*

## *Regulamentação e fraude no Mercado Financeiro*

Para tal, cada entidade participante tem a obrigação de deter uma garantia que se apresenta através de fundo de responsabilidade potencial (Artigo 7.º do Regulamento da CMVM n.º 2/2000), com valores mobiliários num montante correspondente a 1% da média das duas declarações financeiras mais recentes (Artigo 10.º do Regulamento da CMVM n.º 2/2000). Em caso de ativação do SII, a garantia é conseguida através do penhor dos valores mobiliários, cujo valor à data da constituição não pode ser inferior a 107,5% da garantia em débito.

No que respeita aos investidores, o SII garante o reembolso do valor dos créditos até ao limite indemnizatório máximo de 25.000 euros (Artigo 13.º da Portaria n.º 1266/2001, de 6 de novembro), com este a ser pago no período máximo de três meses, salvo raras exceções (Artigo 14.º da Portaria n.º 1266/2001, de 6 de novembro). De realçar ainda que tal limite diz respeito a cada investidor, isto é, a cada titular de conta, pelo que numa conta com dois titulares impõe-se o limite máximo de indemnização de 50.000 euros. No mesmo sentido, uma vez que o limite da indemnização respeita a cada investidor, esta é independente do número de contas que o investidor possua.

De sublinhar ainda que o valor relativo à indemnização devida ao investidor é calculado com base no valor dos instrumentos financeiros à data em que o SII é acionado, pelo que possíveis desvalorizações sofridas nos instrumentos financeiros não são compensadas, não constituindo responsabilidade do SII (CMVM, 2021e).

## **Capítulo 3 - Crimes de mercado**

### **3.1 - Abuso de informação privilegiada**

No primeiro capítulo da presente revisão de literatura, verificamos que um dos principais pilares do funcionamento da CMVM prende-se no princípio da transparência, com toda a informação relativa aos mercados a ser regularmente divulgada publicamente, estando acessível a todos os participantes do mercado. Tal destaque ao papel da informação deve-se ao facto de esta desempenhar um papel central na tomada de decisão quer para os potenciais investidores, assim como para as empresas e para os reguladores do mercado.

Reconhece-se, no entanto, que, num determinado período do tempo, antes de ser publicamente divulgada, tal informação encontra-se reservada a um limitado grupo de pessoas, constituindo apenas conhecimento confidencial destas. Sabe-se ainda que o momento da divulgação e o conteúdo da informação divulgada influenciam e condicionam fortemente a tomada de decisão das partes interessadas, impactando significativamente a formação dos preços (CMVM, 2021a).

Como tal, a legislação portuguesa proíbe a transmissão e o uso indevido de tal informação confidencial enquanto a mesma não for tornada pública (Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de Março). Tal proibição garante que a utilização da informação apenas seja possível quando todas as partes tenham conhecimento da mesma, sendo que tal acesso deve acontecer num momento simultâneo, garantindo uma igualdade de oportunidades na sua utilização, e assegurando a transparência e integridade do mercado (alínea d) do n.º 7 do Artigo 134.º do Código dos Valores Mobiliários).

Ainda nesse sentido, e por forma a que todos tenham acesso a tal informação simultaneamente, a divulgação de informação privilegiada é realizada de forma articulada com os restantes países da União Europeia, sendo divulgada simultaneamente para todas as categorias de investidores e para os mercados regulamentados (CMVM, 2021b).

O abuso na utilização de tal informação privilegiada é proibido uma vez que gera uma vantagem desleal para quem tem acesso antecipado a essa informação,

gerando benefícios ilegítimos para certos investidores, desregulando o funcionamento dos mercados, colocando em causa as operações a decorrer (CMVM, 2021a).

A utilização indevida de tal informação confidencial antes da mesma ser publicamente divulgada é considerado um crime de abuso de informação privilegiada, sendo punível perante a lei. Para tal, de acordo com a Diretiva 89/592/CEE da União Europeia entende-se por informação privilegiada,

*“toda a informação que não tenha sido tonada pública, que tenha um carácter preciso e seja relativa à uma ou várias entidades emittentes de valores mobiliários ou a um ou vários valores mobiliários e que, caso fosse tornada pública, seria suscetível de influenciar de maneira sensível a cotação desse ou desses valores mobiliários” (n.º 1 do Artigo 1.º da Diretiva 89/592/CEE do Conselho, de 13 de novembro de 1989, relativa à coordenação das regulamentações respeitantes às operações de iniciados).*

De acordo com esta definição apresentada no Código de Valores Mobiliários, para que uma informação seja considerada privilegiada, a mesma deve cumprir com certos requisitos essenciais: não pode ser pública; deve ser precisa; e necessita de ser apropriada para resultar num forte impacto nos preços no mercado quando publicada.

A proibição de uso e de transmissão de informação privilegiada encontra-se consolidada no Artigo 248.º do Código dos Valores Mobiliários, que define que toda a informação privilegiada deve permanecer confidencial, não podendo ser utilizada nem transmitida além do âmbito de funções normais de quem desta tem conhecimento (n.º 2 do Artigo 248.º do Código dos Valores Mobiliários).

A utilização indevida de informação privilegiada traduz-se num crime de mera ordenação social, com o seu praticante a incorrer num crime contra o mercado de abuso de informação, tal como estabelece o Artigo 378.º do Código dos Valores Mobiliários. Este crime pressupõe, assim, que:

*“alguém usa, no mercado de valores mobiliários, uma informação economicamente relevante, a que teve acesso por uma via privilegiada, antes de a generalidade dos intervenientes no mercado a poderem conhecer, com benefício desse conhecimento prévio” (Salgueiro, 2016, p. 37)*

Sublinha-se ainda que incorre no crime de abuso de informação privilegiada não só quem dispunha da informação privilegiada e a divulgou ou usou (alínea a), b) e c) do n.º 1 do Artigo 378.º do Código dos Valores Mobiliários) mas também quem tomou conhecimento de tal informação privilegiada e fez uso da mesma (alínea d) do n.º 1 do Artigo 378.º do Código dos Valores Mobiliários). De notar, no entanto, que as penas destinadas aos primeiros são mais pesadas.

Assim, para além da legislação existente para penalizar aqueles que incorrem no crime de abuso de informação privilegiada, a legislação portuguesa conta ainda com mecanismos que visam prevenir a ocorrência de tais situações. Uma das medidas tomadas nesse sentido passa pela obrigação de todas as entidades emitentes e pessoas que atuam em seu nome, elaborarem uma lista discriminando todas as pessoas que têm acesso à informação privilegiada e os motivos pelos quais têm acesso a tal informação. Esta lista deve ser regularmente atualizada e todos os integrantes na lista devem ter consciência das suas obrigações e das consequências legais resultantes da divulgação ou do uso indevido de tal informação privilegiada. Esta lista deve ainda ser conservada pelo emitente pelo prazo de 5 anos (Artigo 248.º -A do Código dos Valores Mobiliários).

A entrega da mencionada lista é obrigatória, sendo que, caso a mesma não ocorra, a entidade emitente ou as pessoas que atuam em seu nome incorrem numa contraordenação grave de acordo com o estabelecido na alínea c), do n.º 3 do Artigo 389.º do Código dos Valores Mobiliários.

Outra das medidas adotadas pela CMVM por forma a desincentivar a ocorrência de abusos de informação privilegiada passa pela exigência de uma maior transparência nas operações realizadas por parte dos dirigentes, medida esta que toma lugar através do n.º 2 do Artigo 248.º - B do Código dos Valores Mobiliários, que estabelece a obrigação dos dirigentes e das pessoas diretamente relacionadas comunicarem as suas transações. A violação de tal obrigação constitui igualmente uma contraordenação grave, de acordo com a alínea c), do n.º 3 do Artigo 389.º do Código dos Valores Mobiliários.

Retornando ao crime de abuso de informação privilegiada propriamente dito, denota-se que o mesmo apenas é imputável a título singular, sendo que, no caso de quem dispõe de informação privilegiada incorrer no crime de abuso de informação

privilegiada, o infringente é punível com uma pena de prisão de até 5 anos ou com uma pena de multa (n.º 1 e n.º 2 do Artigo 378.º do Código dos Valores Mobiliários). Numa situação em que o indivíduo passe a ter conhecimento de informação privilegiada e faça uso abusivo da mesma, o indivíduo sujeita-se a uma pena de prisão de até 4 anos ou uma pena de multa até 240 dias (n.º 3 do Artigo 378.º do Código dos Valores Mobiliários).

Para além das penas acima mencionadas, aplicam-se ainda as penas acessórias estabelecidas no Artigo 380.º do Código dos Valores Mobiliários, que determina a proibição ao infrator, por um período não superior a 5 anos, do exercício da profissão, de atividades, ou de funções relacionadas com entidades supervisionadas pela CMVM; bem como a proibição, por um período não superior a 12 meses, de negociar de forma independente instrumentos financeiros. O Artigo 380.º-A declara ainda a apreensão das vantagens económicas resultantes do crime de abuso de informação privilegiada.

Denote-se que Portugal é um dos poucos Estados-Membros da União Europeia (a par com a Alemanha, a Grécia, a República Checa e a Suécia), onde a responsabilidade criminal do crime de abuso de informação privilegiada é imputada unicamente a título individual, isto é, às pessoas singulares. Nos restantes países da UE, tal crime pode ser atribuído quer a pessoas singulares como a pessoas coletivas (CMVM, 2015).

### **3.2 - Manipulação de mercado**

A par com o crime de abuso de informação privilegiada, também a manipulação de mercado é considerada um crime que coloca em causa a integridades dos mercados financeiros. Como tal, esta situação também merece a devida atenção por parte da CMVM, cujas considerações legislativas têm por base a 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).

Os supervisores do mercado de capitais alocam um montante significativo de recursos no sentido de detetar comportamentos manipuladores nos mercados de ações. A manipulação do mercado prejudica a confiança do público, uma vez que distorce o preço dos títulos, criando preços artificiais. Consequentemente, tal manipulação do mercado pode levar a uma redução significativa da participação dos indivíduos no

mercado mobiliário, reduzindo a liquidez do mercado, o que, por sua vez, diminui a eficiência do mercado, impedindo que o seu potencial seja alcançado, particularmente nas economias em desenvolvimento (Imisiker & Tas, 2018).

Verificamos assim que a garantia da integridade do funcionamento dos mercados financeiros é essencial para preservar a confiança do público e nomeadamente dos investidores nos mesmos, pelo que a lei prevê a proibição de tais comportamentos de manipulação do mercado, punindo os mesmos.

De acordo com o n.º 2 do Artigo 1.º da Diretiva 2003/6/CE, entende-se por manipulação de mercado:

- a execução de operações ou a determinação de ordens que tenham por objetivo provocar comunicações enganosas relativamente à oferta, à procura, ou ao preço dos instrumentos financeiros, ou ainda, que originem uma alteração do preço dos instrumentos financeiros para níveis artificiais;
- a concretização de operações de natureza fictícia ou enganosa;
- a divulgação de informações fraudulentas relativamente aos instrumentos financeiros.

Na legislação portuguesa as proibições de tais condutas de manipulação de mercado encontram-se proibidas no artigo 379.º do Código dos Valores Mobiliários, que considera punível:

*“Quem divulgue informações falsas, incompletas, exageradas, tendenciosas ou enganosas, realize operações de natureza fictícia ou execute outras práticas fraudulentas que sejam idóneas para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros” (n.º 1 do artigo 379.º do Código dos Valores Mobiliários)*

Desta forma, demonstra-se que a lei portuguesa veta qualquer comportamento que envolva a disseminação de informações que não correspondam aos critérios da realidade e transparência. A lei reprova ainda quaisquer operações fictícias, bem como outras práticas de natureza fraudulenta, que sejam prováveis de provocar uma alteração fictícia nos mercados ou nos instrumentos financeiros.

## *Regulamentação e fraude no Mercado Financeiro*

De realçar ainda que se a incidência em tal comportamento resultar numa alteração artificial no normal funcionamento do mercado mobiliário, a punição é agravada (n.º 2 do Artigo 379.º do Código dos Valores Mobiliários). A acrescentar ainda, que quando se refere a alterar o normal funcionamento do mercado, a lei prevê situações que sejam suscetíveis de afetarem o processo de formação de preços, o nível de oferta e procura por instrumentos financeiros, a oferta e a procura do mercado mobiliário, o processo de negociação de ofertas públicas, ou ainda que de alguma forma afetem o processo de negociação (n.º 3 do artigo 379.º do Código dos Valores Mobiliários).

A sinalização da ocorrência do presente crime não exige a sua completa concretização, sendo considerado culpado todo aquele que atuar no sentido de manipular o mercado, ainda que não obtenha o devido sucesso (crime de manipulação de mercado na forma tentada).

Excluem-se desta proibição as situações previstas no Artigo 379.º - D do Decreto-Lei n.º 486/99 Código dos Valores Mobiliários: as operações realizadas no âmbito de programas de recompra ou de estabilização de preços, efetuadas de acordo com as condições legalmente permitidas (alínea a) do n.º 1); as operações realizadas por qualquer entidade estatal, por motivos relativos à execução da política monetária, cambial, ou de gestão da dívida pública (alínea b) do n.º 1); entre outras operações consideradas excecionais que se encontram detalhadas no artigo 379.º -D.

À semelhança da legislação relativa ao crime de abuso de informação privilegiada, o crime de manipulação de mercado é, igualmente, imputado unicamente a pessoas singulares e a título de doloso. O n.º 5 do artigo 379.º do Código dos Valores Mobiliários, salienta ainda qualquer intermediário ou responsável financeiro, que perante a ocorrência do crime de manipulação de mercado não tome medidas no sentido de alertar para o seu acontecimento, é igualmente punido perante a lei com o crime de omissão dolosa.

No que respeita às consequências legais do crime de abuso de mercado, o n.º 1 do artigo 379.º do Código dos Valores Mobiliários, determina uma pena de prisão de um máximo de 5 anos ou uma pena de multa. Nas situações em que tal crime resultar em alterações do normal funcionamento do mercado, o n.º 2 do artigo 379.º, determina

um agravamento dessa pena, com a mesma a poder atingir os 8 anos de prisão ou uma multa de até 600 dias.

A estas penas acrescem as penas acessórias estabelecidas no artigo 380.º do Código dos Valores Mobiliários, que determina a interdição do exercício de qualquer atividade ou função relacionadas com os mercados mobiliários. Tal interdição é temporária, tendo a duração máxima de cinco anos. Para além destas penas, os responsáveis veem apreendidas e retiradas todas as vantagens económicas que obtiveram em função do crime cometido (Artigo 380.º - A do Código dos Valores Mobiliários).

No que respeita à omissão dolosa de tal crime por parte dos intermediários financeiros, estes são punidos com uma pena de prisão de até 4 anos, ou com uma pena de multa de até 240 dias (n.º 5 do Artigo 379.º do Código dos Valores Mobiliários).

No contexto deste crime, CMVM (2008) identifica 14 exemplos de crimes de abuso de mercado, dos quais iremos de seguida clarificar alguns. Por exemplo, as transações fictícias, ou wash trade, consiste na transação de valores mobiliários que não envolve nenhuma mudança do proprietário do instrumento financeiro, isto é, há uma compra e venda de um mesmo instrumento, pelo mesmo ou semelhante preço, negociado entre contas com o mesmo beneficiário económico ("Securities Exchange Act of 1934," 1997). Estas transações são frequentemente utilizadas através da venda de ações com perdas de capital no final do ano fiscal e recompra dessas mesmas ações no mesmo dia ou no futuro imediato, e têm por objetivo a fuga a impostos (Grinblatt & Keloharju, 2004).

Outro comportamento de manipulação do mercado é conhecido por "Pintar a fita", ou painting the tape, e consiste na realização de uma transação ou conjunto de transações que adquirem visibilidade junto do público, com o objetivo de passar a ideia enganosa de atividade ou de movimentação do preço de um instrumento financeiro. Tal comportamento é conseguido através dos gestores de fundos, que distorcem o seu investimento de novos fundos no final do período de avaliação, segurando posições. Este comportamento acaba por afetar o preço, aumentando o valor da posição existente, e, como tal, aumentando o retorno geral do fundo. Um maior retorno, por sua vez, gera maiores fluxos de caixa, maiores ativos sob gestão, bem como uma maior remuneração para o gestor de fundos mútuos. Como o impacto destas

### *Regulamentação e fraude no Mercado Financeiro*

negociações diminuí com o tempo, os gestores de fundos têm fortes incentivos para aumentar as participações existentes perto do final dos períodos de avaliação, tentando influenciar o preço de fecho de instrumentos menos líquidos, e assim manipular a avaliação das suas posições (Bernhardt & Davies, 2005). Este comportamento de manipulação do mercado é difícil de detetar uma vez que é difícil de provar que as ordens foram publicadas sem intenção de negociação.

## **Capítulo 4 - Sujeitos do dever de informação no Mercado Valores Mobiliários**

### **4.1 - O dever de informação dos:**

#### **4.1.1 - Agentes de Intermediação**

Os Agentes de Intermediação, ou intermediários financeiros, correspondem a todas as pessoas ou entidades cuja atividade profissional se reflète numa ação de intermediação financeira (artigo 289.º do Código dos Valores Mobiliários). De acordo com o Código de Valores Mobiliários, na legislação portuguesa são considerados intermediários financeiros as instituições de crédito, as empresas de investimento (alínea a) do n.º 1 do artigo 293.º do Código dos Valores Mobiliários), e as instituições com funções correspondentes às duas primeiras que tenham a devida autorização para exercer em Portugal a atividade de intermediação financeira (alínea c) do n.º 1 do Artigo 293.º do Código dos Valores Mobiliários).

Os intermediários financeiros encontram-se sujeitos a um conjunto de princípios detalhados no Artigo 304.º do Código dos Valores Mobiliários, onde se enquadra o dever de agir no sentido de proteger os legítimos interesses dos clientes (n.º 1); o princípio de atuar no sentido da proteção da eficiência do mercado (n.º 1); o princípio da boa fé, cumprindo os valores de diligência, lealdade e transparência (n.º 2); o dever de conhecer o cliente, a sua experiência, situação financeira e objetivos de investimento (n.º 3); e o dever de sigilo profissional (n.º 4).

Para além dos princípios acima mencionados, destacam-se três deveres legais dos intermediários financeiros: o dever de informação (Artigo 312.º do Código dos Valores Mobiliários); o dever de categorização (Secção IV do Código dos Valores Mobiliários); e o dever de adequação (Subsecção X do Código dos Valores Mobiliários). Foquemo-nos no primeiro, o dever de informação.

Segundo Câmara (1998), os deveres de informação nos mercados mobiliários compreendem-se em dois objetivos principais: o esclarecimento das decisões de investimento, equipando os investidores com as informações necessárias de forma a

que estes sejam capazes de tomar decisões racionais de investimento; e procurar garantir a regular formação de preços no mercado.

No que concerne à transmissão de informação, de acordo com o Artigo 7.º do Código dos Valores Mobiliários toda a informação relativa às atividades, mercados e instrumentos financeiros deve ser “completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita” (n.º 1 do Artigo 7.º do Código dos Valores Mobiliários). Neste sentido destaca-se no dever de informação dos intermediários financeiros o dever de fornecer aos clientes toda a informação necessária para a prossecução de qualquer ação no mercado mobiliário. Tal informação pré-contratual tem por objetivo:

*“prestar, relativamente aos serviços que ofereça, que lhe sejam solicitados ou que efetivamente preste, todas as informações necessárias para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada” (n.º 1 do Artigo 312.º do Código dos Valores Mobiliários)*

Denote-se, assim, que é dever dos agentes de intermediação, esclarecer os investidores com todas as informações necessárias ao mesmo, de forma que este consiga tomar uma decisão autónoma e consciente no investimento. Na prestação desta informação devem constar todos os elementos relevantes ao investimento, toda a informação relativa aos instrumentos financeiros disponíveis, aos riscos e aos custos inerentes a cada um dos produtos, aos sistemas de garantia e restantes garantias fornecidas ao investidor (Artigo 323.º do Código dos Valores Mobiliários).

Para além da informação mencionada, cabe ainda aos agentes de informação informar acerca da atividade efetivamente disponibilizada por si a prestar, detalhando e esclarecendo o cliente acerca dos detalhes do contrato de intermediação financeira, nomeadamente no que respeita aos deveres de informação dos intermediários financeiros durante o processo contratual, deveres estes que se encontram igualmente explícitos no contrato (Artigo 85.º do Código dos Valores Mobiliários). Os termos da responsabilidade contratual dos agentes de intervenção encontram-se ainda especificados no artigo 324.º do Código dos Valores Mobiliários (Antunes, 2017).

#### **4.1.2 - Entidades gestoras de mercado**

Uma das principais preocupações dos mercados mobiliários passa por garantir a existência e o cumprimento de regras que assegurem o normal funcionamento dos

## *Regulamentação e fraude no Mercado Financeiro*

mercados, garantindo a proteção dos consumidores, e assegurando a transparência do mercado. Para tal, a definição destas regras que regem o mercado mobiliário ficam a cargo das entidades gestoras de mercado, as quais estabelecem as normas, submetendo-as, de seguida, junto à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, para posterior aprovação (CMVM, 2005).

Para além destas, é ainda função das entidades gestoras de mercado, de acordo com o Artigo 18.º do Decreto-Lei n.º 357-C/2007:

- a) A aprovação das regras relacionadas com o funcionamento geral do mercado mobiliário, assim como a aprovação, suspensão, ou exclusão dos membros participantes no mercado;
- b) A aprovação das regras relativas aos instrumentos financeiros em circulação no mercado e ao seu funcionamento, podendo os mesmos serem suspensos ou excluídos de acordo com a sua decisão;
- c) A fiscalização da qualidade dos instrumentos financeiros;
- d) A definição de normas que estabeleçam limites quantitativos às posições de cada participante no mercado mobiliário;
- e) A aceitação dos integrantes do mercado e a sua fiscalização;
- f) A supervisão das operações que decorrem no mercado, garantindo que não se verifiquem práticas proibidas;
- g) A monitorização da obediência dos deveres de informação por parte de todos os participantes no mercado, tendo o dever de informar a CMVM em caso de deteção de incumprimento dos mesmos (n.º2 do Artigo 17.º do Código dos Valores Mobiliários).

Simultaneamente a estas funções, as entidades gestoras de mercado têm também de cumprir com o seu dever de informação perante os investidores, onde lhes encabe a função de informar os mesmos acerca dos valores mobiliários aprovados para negociação, das operações realizadas, dos seus preços, e das tabelas de comissões que afetem diretamente os investidores.

Relativamente aos emitentes, a entidade gestora de mercado tem, de acordo com o Artigo 93.º do Código dos Valores Mobiliários, o dever de fornecer informação sobre a conversão dos valores mobiliários escriturais; tem o dever de informar os emitentes sobre os constituintes indispensáveis para o usufruto dos direitos

patrimoniais intrínsecos aos valores mobiliários registados; e ainda, tem o dever de prover os emitentes com todas as informações relativas à identidade dos acionistas.

No desempenho da sua função de fiscalização do mercado mobiliário, as entidades gestoras do mercado têm também de cumprir com os seus deveres de informação para com a CMVM, conforme dita o Artigo 211.º do Código dos Valores Mobiliários. Neste encontra-se estabelecido que, no caso das entidades gestoras encontrarem qualquer situação de incumprimento das regras, no controlo das operações efetuadas, tal situação deve ser imediatamente comunicada à CMVM. A mesma obrigação de informação se aplica no caso de identificação de operações suspeitas de constituir abuso de mercado. A entidade gestora do mercado tem ainda o dever de informar a CMVM acerca da sua situação financeira.

No que concerne ao público, as entidades gestoras de mercado devem também cumprir com determinados deveres de informação, conforme detalha o Artigo 212.º do Código dos Valores Mobiliários, que considera que as entidades gestoras de mercado têm o dever de informar o público acerca dos instrumentos financeiros aceites para negociação, assim como acerca das operações efetuadas e dos respetivos preços. Também os detalhes da informação relativa aos sistemas de negociação multilateral ou negociação organizada devem estar disponíveis para consulta pública. Por fim, as entidades gestoras de mercado têm ainda o dever de: publicar um boletim sumário quando desenvolvem sessões normais; fornecer informação estatística acerca do funcionamento dos mercados sob a sua gestão; e disponibilizar as regras atualizadas que servem de guia para o cumprimento do seu papel de gestão.

No que respeita à divulgação de informação acerca dos mercados mobiliários, cabe às entidades gestoras do mercado comunicar as características e o preço dos instrumentos financeiros disponíveis; a rentabilidade e o risco de cada ativo financeiro; assim como determinar o custo dos serviços prestados e restantes comissões relativas ao funcionamento do mercado (Ferreira, 2016).

#### **4.1.3 – Emitentes**

No sentido de cumprir com o princípio da transparência no mercado mobiliário, encabe às empresas/sociedades emitente o dever de informar acerca dos valores que emitem. No que respeita à informação que as sociedades emitentes devem prestar aos

investidores, é possível agrupar as informações em dois grupos: as informações econômico-financeiras, que são disponibilizadas periodicamente; e as informações de carácter contínuo.

No que respeita às primeiras, isto é, às informações econômico-financeiras, estas têm em vista relatar de forma detalhada a atividade da empresa, através da descrição da mesma e da publicação das suas contas. Estas informações são disponibilizadas periodicamente, anualmente, semestralmente ou trimestralmente, conforme segue.

No que respeita às informações econômico-financeiras publicadas anualmente, estas consistem em relatórios de gestão; relatórios de contas; o relatório elaborado por auditor externo; a declaração de cada um dos responsáveis da empresa emitente, detalhando nome e funções desempenhadas, declarando que as informações divulgadas cumprem os princípios de serem “completas, verdadeiras, atuais, claras, objetivas e lícitas”; e a certificação legal de contas. Estas informações devem ser divulgadas no prazo máximo de quatro meses após o encerramento do exercício, mantendo-se disponíveis para acesso público durante o período mínimo de 10 anos (Artigo 245.º do Código dos Valores Mobiliários). Adicionalmente, os emitentes devem ainda disponibilizar relatórios anuais sobre o governo das sociedades, conforme as indicações do Artigo 245.º - A, assim como um relatório sobre as remunerações, de acordo com as diretrizes definidas no Artigo 245.º - C.

Relativamente às informações econômico-financeiras publicadas semestralmente, estas respeitam a demonstrações financeiras condensadas; um relatório de gestão intercalar; e as respetivas declarações de responsabilidade por parte dos responsáveis da sociedade emitente. A estas publicações acresce ainda a necessidade de detalhar um acontecimento de destaque que tenha ocorrido no período em causa, descrevendo os principais riscos e incertezas que a entidade emitente prevê para o semestre seguinte. As informações semestrais devem ser publicadas no período máximo de três meses após o fim do semestre às quais se referem, devendo permanecer publicamente disponíveis por um prazo mínimo de 10 anos (Artigo 246.º do Código dos Valores Mobiliários).

Por fim, os emitentes têm ainda o dever de publicação de informações trimestrais, conforme o Artigo 246.º - A do Código dos Valores Mobiliários, na qual

deve constar informação relativa à atividade da sociedade e o relatório do balanço de contas e resultados.

Para além do dever de prestar informações periódicas, acresce ainda o dever de carácter contínuo de prestar informações relevantes, quer em termos dos negócios, assim como de todos os restantes fatores que de alguma forma influenciam a empresa e possam ser relevantes para a tomada de decisão consciente por parte dos investidores (CMVM, 2005).

Neste sentido, cabe aos emitentes o dever de fornecer toda a e qualquer informação que, não sendo publicamente conhecida, possa ter impactos patrimoniais, financeiros, ou nos negócios, afetando, conseqüentemente, o preço das ações. Assim, toda a informação que possa de alguma forma impactar a procura ou a oferta no mercado mobiliário tem de ser fornecida à CMVM. Essa obrigação de informação encontra-se detalhada no Artigo 249.º do Código dos Valores Mobiliários, que descreve outras informações a serem fornecidas pelas entidades, de entre as quais a calendarização de todas as reuniões e respetivas atas; possíveis alterações dos direitos sobre os valores mobiliários; alterações dos direitos dos obrigacionistas; a emissão de ações; a aquisição e a alienação de ações próprias; entre outras informações.

A esta informação, soma-se ainda o dever de informação relativamente às transações efetuadas entre as sociedades emitentes e as suas partes relacionadas, conforme consta no Artigo 249.º - A do Código dos Valores Mobiliários, sendo que, no caso dos valores negociados forem iguais ou superiores a 2,5% do ativo consolidado da entidade emitente, tais transações têm o dever de ser informadas publicamente, conforme explicita o Artigo 249.º - B do Código dos Valores Mobiliários.

#### **4.1.4 – Auditores**

O papel dos auditores no mercado mobiliário tem por principal objetivo fortalecer o nível de confiança dos investidores no mercado, aumentando a credibilidades das demonstrações financeiras através da constante auditoria às contas (Regulamento da CMVM n.º 1/2014).

De acordo com o mesmo regulamento, constituem deveres dos auditores registados na CMVM: o dever de legalidade, sobre o qual o auditor deve garantir o cumprimento de todas as regras que regulamentam a atividade de revisor oficial de

contas (Artigo 10.º do Regulamento da CMVM n.º 1/2014); o dever de independência, que dita o cumprimento das normas estabelecidas no Estatuto e no Código de Ética da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas (Decreto-Lei n.º 487/99, de 16 de Novembro), assim como no Código de Ética do IESBA (International Ethics Standards Board for Accountants) (Artigo 11.º do Regulamento da CMVM n.º 1/2014).

O Artigo 12.º do regulamento em análise faz ainda menção aos deveres de informação do auditor para com a CMVM, que dita que:

- As sociedades de revisores oficiais de contas têm o dever de comunicar à CMVM qualquer alteração que ocorra no contrato de sociedade ou relativamente à sua constituição em termos de sócios. Tal comunicação deve ocorrer no prazo máximo de cinco dias a partir do seu acontecimento (alíneas a) e b) do n.º 1 do Artigo 12.º);
- Relativamente aos revisores oficiais de contas, qualquer variação em termos profissionais, deve ser comunicada à OROC no prazo máximo de cinco dias (alínea c) do n.º 1 do Artigo 12.º).

Para além destas comunicações excepcionais, as sociedades de revisores oficiais de contas, bem como os que atuam a título independente, têm o dever de apresentar relatórios anuais à CMVM. Estes devem ser entregues num prazo máximo de cinco meses após o fim do período. No que respeita às sociedades, tais declarações devem conter o relatório e as contas anuais; a certificação legal das contas; a ata da aprovação dos mesmos. Já os auditores que trabalham a título individual, devem entregar a cópia do Anexo B das suas declarações de IRS (Artigo 12.º do Regulamento da CMVM n.º 1/2014).

Demais deveres de comunicações por parte dos auditores encontram-se explícitos no Artigo 304.º - C do Código dos Valores Mobiliários, relativo ao dever de comunicação dos auditores, e ainda no Artigo 9.º - A do Código dos Valores Mobiliários que decreta os deveres dos auditores. O Anexo A detalha os deveres de informação dos auditores no desempenhar da sua função de supervisores de auditoria, descrevendo em que âmbito da legislação cada função se enquadra; a natureza da função prestada; e o prazo de submissão da informação.

#### **4.2 - Medidas de prevenção ao abuso de informação**

A reforma do abuso de mercado de 2006 reforçou os mecanismos de prevenção do abuso de informação privilegiada, regulando, a comunicação de transações de dirigentes de entidades emitentes (e de algumas pessoas com eles relacionadas) criando o dever de elaboração de listas de insiders, ou seja, criando o dever de criar listas de pessoas com acesso a informação privilegiada no âmbito das entidades emitentes ou de pessoas que atuem por sua conta. O primeiro aspeto, diz respeito à comunicação de transações de dirigentes, que já vinha do regime anterior; o segundo ponto é relativo às listas de insiders, foram introduzidas em 2006, embora algumas práticas de supervisão a antecipassem ao nível da investigação de crimes contra o mercado.

O artigo 248-B.º n.º 2 do Código dos Valores Mobiliários exige que os dirigentes societários informem a CMVM, no prazo de cinco dias úteis, sobre todas as transações efetuadas por conta própria, de terceiro ou por estes por conta daqueles que tenham como objeto ações dessa entidade emitente ou instrumentos financeiros com elas relacionados. A violação do dever de comunicar transações de dirigentes e pessoas com eles relacionadas constitui uma contra-ordenação muito grave (art. 248.º-B e 389.º n. 3, al. c) do Código dos Valores Mobiliários). As entidades emitentes e as pessoas que atuem em seu nome ou por sua conta têm, desde 2006, de elaborar uma lista de pessoas que têm acesso a informação privilegiada, (lista de insiders) prevendo a lei um conjunto de deveres específicos associados a esta obrigação (art. 248.º, n.º 6 e 7, do Código dos Valores Mobiliários), a saber:

- Dever de elaborar a lista de pessoas com acesso a informação privilegiada;
- Dever de informar a pessoa cujo nome é referido na lista da sua inclusão na mesma e das consequências legais previstas para a divulgação ou utilização abusiva de informação privilegiada;
- Dever de incluir nessa lista a identidade das pessoas, os motivos da sua inclusão na listagem, a data da inclusão dessa pessoa na lista e qualquer outra atualização relevante;
- Dever de manter essa lista rigorosamente atualizada e de enviar à CMVM sempre que esta o solicitar;
- Dever de conservar essa lista pelo prazo de cinco anos.

### *Regulamentação e fraude no Mercado Financeiro*

A elaboração regular das listas de pessoas com acesso a informação privilegiada tem um valor preventivo do abuso de informação, bem como tem igualmente valor para a investigação dos casos. A inclusão do nome de alguém numa lista desta natureza não a converte automaticamente em suspeito, mas constitui uma garantia, para a própria entidade emitente, de controlo sobre o circuito subjetivo da informação privilegiada quanto aos insiders primários.

A violação de dever de elaborar a lista de insiders constitui uma contra -ordenação muito grave, nos termos do art. 394.º, n.º1 al. i) do Código dos Valores Mobiliários. O não cumprimento do dever de envio de uma lista de insiders à CMVM constitui também uma contra -ordenação grave, nos termos do art. 389.º, n.º 3, al. c) do Código dos Valores Mobiliários, sem prejuízo de lhe poder corresponder uma infração mais grave em função das particularidades do caso concreto.

## **Capítulo 5 - Análise da jurisprudência em Portugal**

Até aqui analisamos o funcionamento do mercado de valores mobiliários bem como as medidas que visam proteger o investidor e a natureza do crime de abuso de informação privilegiada e de manipulação de mercado.

Cabe agora proceder ao estudo de alguns casos em concreto cuja análise considere pertinente, de forma a analisar as normas legais vigentes e a sua concreta aplicabilidade em Portugal.

### **5.1 – Crime abuso de informação privilegiada**

**Jorge Leitão Ricciardi** - Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, Processo n.º 964/14.7TDLSB.L <sup>7</sup>

Em 2016, o Tribunal da Relação de Lisboa condenou Jorge Ricciardi pela prática do crime de abuso de informação privilegiada, depois de este ter obtido para si um ganho de cerca de 60.454,42€, através da utilização de informação que ainda não teria sido divulgada.

No decorrer do ano de 2012 Ricciardi adquiriu de forma faseada uma série de ações da empresa Brisa, durante cerca de um mês, a um preço bastante reduzido. Mais tarde ficou provado indiretamente, que Ricciardi teria obtido a informação de que, pouco tempo depois, iria ocorrer uma OPA sobre a Brisa, o que iria provocar um aumento exponencialmente do valor das ações desta empresa e, conseqüentemente permitindo-lhe obter mais valias com uma posterior venda.

Após o anúncio da OPA sobre a Brisa, o valor das ações desta disparou, gerando uma mais-valia de cerca de 60.454,42 € para Jorge Ricciardi. Depois de ser condenado pela prática do crime de abuso de informação privilegiada, o mesmo apresentou mais tarde recurso ao Tribunal da Relação, argumentando que, não existia, qualquer prova direta de que este tivesse tido conhecimento prévio da OPA que iria ocorrer, à data da aquisição das ações, uma vez que ele não constava na lista de insiders, nem ficou provado que este tivesse tido algum tipo de contacto com os

---

<sup>7</sup>-Disponível para consulta em:

<https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Documents/161207%20Ac%C3%B3rd%C3%A3o%20TRL.pdf>

insiders identificados.<sup>8</sup>

No entanto, embora não tivesse ficado provado, com clareza, que o arguido teria obtido a informação quando esta ainda não era pública, quer o tribunal de primeira instância, quer posteriormente o Tribunal da Relação de Lisboa julgaram como suficiente o facto de as operações em causa serem pouco usuais, bem como a mais-valia que daí resultou, ficando então provado o conhecimento da informação da OPA por parte de Ricciardi.

A defesa de Ricciardi alegou que a data das transações e o momento em que estava a ser negociada uma OPA que influenciaria significativamente os preços das ações tratou-se apenas de uma “coincidência temporal”. Quanto às mais-valias que dali resultaram, a defesa alega que *“ao fechar a posição que detinha sobre a BRISA após o anúncio do lançamento da OPA, o arguido atuou da mesma forma que teriam atuado (...) quaisquer outros investidores (...) que por força dessa notícia, viram os seus títulos valorizar, o que nada tem de anormal”*<sup>9</sup>

Quanto aos fundamentos de direito da parte da defesa, esta optou por pôr em causa a verificação do pressuposto do carácter preciso que deve fazer parte de uma informação para que esta possa ser considerada como privilegiada, considerando que, à data das transações, a negociação ainda se encontrava numa *“fase embrionária, preliminar, eventual, imprecisa e difusa”*.

Jorge Ricciardi acabou por ser condenado a uma pena de 180 dias de multa, à taxa diária de € 100,00, perfazendo num total de € 18.000,00 ou, em alternativa, em 120 dias de prisão subsidiária, tendo sido gerada uma mais valia no valor de 60.454,42 €, tendo sido declarada perdida a favor do Estado.

---

<sup>8</sup> - Rodrigues, Sara Vieira, (2019), Informação Privilegiada e a Responsabilidade dos Administradores, p.52.

<sup>9</sup><https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Documents/161207%20Ac%C3%B3rd%C3%A3o%20TRL.pdf>, p.4

Vejamos, aquando da aquisição das ações por Ricciardi, a informação relativa à OPA sobre a Brisa ainda se mantinha confidencial e como prova disso, existia a lista de insiders que identificava quem teria acesso a esta informação, não estando portanto divulgada ao público, fazendo com que este, seja considerado, segundo o n.º3 do artigo 378.º do Código dos Valores Mobiliários um insider secundário, pelo que não restam dúvidas quanto ao carácter não-público da informação, bem como ao carácter de precisão, pois, não obstante de ainda se encontrarem a decorrer as negociações sobre esta OPA, os factos já ocorridos e dos quais Ricciardi tinha conhecimento, demonstravam uma grande probabilidade de concretização do negócio.

Na minha opinião e face ao exposto, concluo que quer o doutro tribunal de primeira instância quer o tribunal da relação julgaram corretamente ao condenar Ricciardi pela prática de um crime de abuso de informação privilegiada, pois este detinha informação que era confidencial e privilegiada e aproveitou-se dela para ordenar a aquisição de ações, com vista a obtenção de uma mais valia para si.

**JORGE OLIVEIRA - Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, Processo n.º 1288/15.8TDLSB <sup>10</sup>**

Jorge Oliveira era um trabalhador da MOTA-ENGIL que foi condenado em 2018 pelo Tribunal da Relação de Lisboa pela prática de quatro crimes de abuso de informação privilegiada na empresa onde exercia funções de adjunto de administração entre novembro de 2012 e fevereiro de 2016 e onde também foi diretor operacional do departamento de obras portuárias <sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> - Disponível para consulta em:

<https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Pages/DecCrimesMercado.aspx>.

<sup>11</sup> – Fernandes, Ana Rita da Silva, (2020), *Os crimes contra o Mercado de Valores Mobiliários: O abuso de Informação Privilegiada e a Manipulação de Mercado*, p. 34

## *Regulamentação e fraude no Mercado Financeiro*

Durante o ano de 2013, Jorge Oliveira teve acesso a diversas informações privilegiadas relativas a adjudicação de projetos e distribuição de dividendos que diziam respeito à MOTA-ENGIL, devendo guardá-los em sigilo profissional, de acordo com o artigo n.º 354º do Código dos Valores Mobiliários e abster-se de praticar qualquer ato que tenha como base a informação que detinha, Jorge decidiu adquirir para si, em quatro momentos diferentes, ações da empresa onde exercia funções. A aquisição das ações foi sempre efetuada previamente à divulgação ao mercado das respetivas adjudicações de projetos, bem como da distribuição de dividendos. Contudo a venda das ações ocorreu sempre muito pouco tempo depois de as informações serem divulgadas ao público, vejamos:

- A Mota Engil comunicou no dia 29/08/2013 ao mercado, a adjudicação feita pelo Estado do México de um novo projeto de construção, logo de seguida as suas ações valorizaram cerca de 0.55%, neste dia o arguido tomou conhecimento e, com base nela, adquiriu 8000 ações no intuito de as alienar posteriormente à divulgação da informação ao mercado, (como se veio a verificar no dia 09-10-2013) o que gerou um benefício no valor de 7.743,39 €.

- No dia 21/11/2013 a Mota Engil divulgou ao mercado um comunicado onde informava que iria proceder à distribuição de um dividendo em espécie aos seus acionistas, através da entrega gratuita de ações representativas de 20% do capital da MOTA-ENGIL África. No dia 01-11-2013, Jorge Oliveira tomou conhecimento desta informação e decidiu, assim, adquirir ações da MOTA-ENGIL, com intenção de as vender quando a informação fosse tornada pública obtendo deste modo, uma mais-valia no valor de 11.131,64 €.

- No dia 07/01/2014 a Mota Engil emite um comunicado ao mercado, relativo à adjudicação de diversos contratos nomeadamente na Europa, África e América Latina, sendo que a venda destas ações ocorreu no dia seguinte à divulgação desta informação. Assim desta forma, o arguido volta novamente a transacionar com base em informação que ainda não era pública, adquirindo ações da empresa, com a finalidade de obter mais-valias quando a divulgação ao mercado fosse feita. Com esta transação obteve uma mais-valia no valor de 5.008,04 € com a venda das ações após a divulgação da informação.

## *Regulamentação e fraude no Mercado Financeiro*

- Ainda no mesmo ano a 27 de maio, a Mota Engil faz novamente uma divulgação ao mercado da celebração de diversos contratos de concessão bem como adjudicação de diversas obras a esta empresa. Jorge Oliveira volta a ter conhecimento destas negociações na América Latina antes da sua divulgação, e no dia 12/05/2014 adquiriu ações desta sociedade, e a 07/07/2014, ordenou a sua venda, originando uma mais valia no montante de 9.896,45 €.

Com isto, Jorge Oliveira adquiriu em quatro momentos distintos, diversas ações da empresa onde desempenhava funções, perfazendo um total de 52.500 ações da Mota Engil, tendo, com a sua venda, gerado um benefício pessoal no montante total de 33.779,52 €.

Após a análise dos requisitos legais que se impõem à verificação do crime do abuso de informação privilegiada, quer em primeira instância, quer depois no recurso do Tribunal da Relação, este conclui-o que se encontravam reunidos todos os elementos legais pela prática de quatro crimes de abuso de informação privilegiada, tendo-lhe sido aplicada uma pena de multa de 230 dias, à taxa diária de 30.00 €, perfazendo um montante global no valor de 6.900,00 €, sendo ainda o produto da mais valia gerada no valor de 33.770,52 € sido declarado perdido a favor do Estado.

Jorge Oliveira recorreu para o Tribunal da Relação de Lisboa, alegando que as transações não teriam sido feitas por ter obtido informações privilegiadas, mas sim porque se apercebeu que as ações da Mota Engil estavam em constante crescimento, aproveitando assim para investir.

Neste caso, o tribunal de primeira instância, aplicou ainda a pena acessória de publicação da sentença condenatória em jornal diário e especializado na matéria económica ou financeira, ficando os custos desta publicação a cargo do arguido. Contudo o Tribunal da Relação de Lisboa, veio revogar esta condenação, uma vez que Jorge, à data da condenação, já não exercia funções na Mota Engil, justificando não ser necessária a aplicação desta pena como medida preventiva, bastando apenas a pena de multa e apreensão do benefício.

Atendendo aos pressupostos estudados para a verificação de um crime de abuso de informação, e de acordo com o artigo 378,º do Código dos Valores Mobiliários, na minha opinião verificam-se todas os pressupostos.

Vejamos... a aquisição das ações, em qualquer um dos momentos ainda se mantinham confidencias e restritas apenas á empresa e aos estados adjudicantes, e, portanto, a informação não se encontrava assim divulgada ao público, pelo que não restam dúvidas quanto ao carácter não-público da informação e também não restam dúvidas quanto ao carácter preciso, uma vez que, embora ainda em negociações, era previsível que as contratações se viessem a realizar, e se as informações fossem divulgadas antes da aquisição das ações, este teria pago um valor muito mais elevado. Quanto à idoneidade da informação, não restam dúvidas, uma vez que foi notória a valorização das cotações sempre que foi divulgada alguma das quatro comunicações em causa e, atendendo à sua profissão, uma grande certeza do seu grau de concretização e efetivação, Jorge conseguiu, não só reduzir o risco associado a uma compra normal de ações de uma empresa, como também conseguiu ainda gerar uma mais valia elevada a seu favor.

Posto isto, na minha opinião quer o doutro tribunal de primeira instância quer posteriormente o tribunal da relação julgaram corretamente ao condenar Jorge pela prática de um crime de abuso de informação privilegiada.

## **5.2 – Crime manipulação de mercado**

Tal como para o abuso da informação privilegiada, irei abordar dois casos que na minha opinião se consideram mediáticos na jurisprudência portuguesa na área do crime de manipulação de mercado.

**Jorge Augusto Fazendeiro** - Acórdão do Tribunal Judicial da Comarca de Lisboa, Processo n.º 408/11.6TDLSB <sup>12</sup>

Em 2018, Jorge Augusto Martins Fazendeiro foi condenado pelo Tribunal Judicial da Comarca de Lisboa pela prática do crime de manipulação de mercado.

---

<sup>12</sup>-Acórdão disponível para consulta em:

<https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Documents/Se nte n%C3%A7a%2006.04.2018.pdf>

Os factos de que Jorge Fazendeiro foi acusado ocorreram durante o ano de 2009, quando este ainda era administrador da empresa Albano Alves SA, uma empresa dedicada à comercialização e distribuição de artigos de papelaria, equipamentos de escritório e de prestação de serviços a empresas

A empresa Albano Alves SA era detida pela Amplivértice Consultoria e Gestão Unipessoal, Lda. e pela Albano Alves, SGPS, S.A. Jorge Fazendeiro foi o criador e o único sócio da empresa Amplivértice.

Em julho de 2008, a INAPA divulgou um comunicado que informava o mercado que a Albano Alves SA era detentora de uma participação de cerca de 2,06% no capital social da mesma.

Mais tarde, a INAPA veio através de uma informação complementar, esclarecer que essa participação de 2,06% detida por Albano Alves SA era, na realidade, detida pelo arguido a título pessoal em 2.02%, sendo apenas os restantes 0,03% efetivamente detidos pela Albano Alves SA <sup>13</sup>. Sendo que Jorge Fazendeiro era o terceiro maior acionista da INAPA a esta data.

A 21 de julho de 2008, Jorge Fazendeiro deu uma entrevista ao Diário Económico na qual manifestou intenção em adquirir a posição ocupada pelo BCP na INAPA numa primeira fase o controlo, pelo menos até 10% do capital da INAPA, sendo os 2,06% “uma participação financeira que pode evoluir para uma posição estratégica”.

A 16 de abril de 2009 Jorge Fazendeiro foi entrevistado pelo Diário Económico e depois de confrontado com a grande liquidez que se verificava nas ações da INAPA nas últimas sessões, o arguido disse que não era a Albano Alves que estava a intervir e que considerava que essa liquidez era fruto das normais condições de mercado. O arguido aproveitou ainda a entrevista para informar que estava perto de deter 5% das ações da INAPA, mas que mantinha o seu objetivo de chegar aos 10%. Fazendo acreditar aos investidores que a Albano Alves futuramente iria adquirir mais ações da INAPA, o que fez com que as cotações destes títulos no mercado subissem de imediato.

---

<sup>13</sup> - Fernandes, Ana Rita da Silva, (2020), *Os crimes contra o Mercado de Valores Mobiliários: O abuso de Informação Privilegiada e a Manipulação de Mercado*, p. 51

## *Regulamentação e fraude no Mercado Financeiro*

Logo após a entrevista, o arguido deu ordem telefónica para ser efetuada a compra de mais de 400 mil ações da INAPA e solicitou que não fosse feita qualquer comunicação à CMVM, mesmo sabendo que a aquisição deste montante de ações implicava obrigatoriamente a comunicação à CMVM. Posto isto, o tribunal considerou provado que Jorge Fazendeiro agiu com o intuito de adquirir as ações antes de a cotação subir com a publicação das suas declarações.

Jorge Fazendeiro, ainda no mesmo telefonema, e com o claro propósito de obter mais-valias ordenou que, mais tarde se procedesse à venda das ações que tinha acabado de comprar. Essa alienação veio a ocorrer no dia seguinte, ficando provado que o arguido ao comprar e vender as respetivas ações, posteriormente á sua entrevista, tinha clara intenção de obter proveitos, de forma fraudulenta, estando a incorrer num crime.

No início de maio o arguido deu uma nova entrevista ao Diário Económico onde reforçou que a posição da Albano Alves poderia atingir os 5%. No entanto, entre maio de 2009 e até ao final do mês de setembro do mesmo ano, o arguido continuou a vender as ações dessa empresa, até ter a sua posição (direta ou indireta) diminuída para 2% do capital social, tirando proveitos próprios da cotação da INAPA, em consequência das suas declarações.

Na análise da matéria de direito, e observando a legislação em vigor à data, o tribunal realça a diferença entre esta e o regime atual, especialmente no que diz respeito à pena aplicada. O anterior regime, para além de prever uma pena de prisão até 3 anos (enquanto o atual foi alargado para 5), não prevê o agravamento que se constata atualmente no n.º2 do artigo 379.º caso a conduta ilícita provoque ou contribua para uma alteração do normal funcionamento do mercado, como se verificou ter ocorrido no caso em análise. Assim sendo, e tal como consta do Código Penal, foi aplicado o regime mais favorável ao arguido.<sup>14</sup>

Posto isto, o tribunal considerou então estarem reunidos os elementos típicos fundamentais para que se considerasse que a prática do arguido constituía manipulação de mercado, nos termos do n.º 3 do artigo 379.º do Código dos Valores Mobiliários. Sendo condenado a uma pena de 250 dias de multa à taxa diária de

---

<sup>14</sup>- Artigo 2º n.º1 e 4 do Código Penal.

5,00€, perfazendo um total de € 1.250,00. Quanto à mais-valia obtida com a prática ilícita, na quantia de € 17.125,73, foi considerada perdida a favor do Estado.

Na minha opinião e face ao supra exposto, concluo que o tribunal julgou corretamente ao condenar o arguido, pela prática do crime de manipulação de mercado, pelos factos considerados provados em tribunal, bem como o tribunal da Relação julgou corretamente ao considerar o recurso interposto totalmente improcedente. Jorge Fazendeiro deu mais do que uma entrevista aos órgãos de comunicação social, e deu a entender diversas vezes aos investidores do mercado que se preparava para adquirir uma posição qualificada na INAPA, pretendendo alcançar entre os 5 e os 10% de ações daquela entidade, tendo perfeita consciência de que a divulgação dessas declarações iria automaticamente fazer subir o preço dos títulos em causa. O arguido adquiriu um elevado número de ações antes das suas declarações serem tornadas públicas, no entanto, essa aquisição não teve como finalidade obter a desejada posição qualificada na empresa, mas sim a intenção de aliená-las logo de seguida a um preço mais alto, obtendo mais-valias e ocultando, intencionalmente, esse facto, tanto aos investidores, como à CMVM.

**Caso Jardim Gonçalves** Processo nº 7327/07.9 TDLSB da 8ª Vara Criminal de Lisboa <sup>15</sup>

Entre 1999 e 2004, o Banco Comercial Português (BCP), organização liderada por Jardim Gonçalves, manteve ativas 21 sociedades *offshore*. Destas, 17 estavam registadas nas Ilhas Caimão e as restantes em Gibraltar, Ilhas Virgens Britânicas e na Ilha de Man. Todas estas sociedades respondiam apenas a um titular, Goes Ferreira, e tinham como missão única comprar e vender ações do próprio banco.

Através da instigação sobre os empregados de balcão das várias dependências, estes eram pressionados para fazer com que os clientes comuns adquirissem ações do

---

15- Disponível para consulta em:

<https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Documents/20140502%20ACORD%C3%83O-BCP%20-%20Vara%20criminal%20de%20Lisboa.pdf>

banco, com a promessa de elevados lucros, sempre numa base de aproveitamento da total relação de confiança criada ao longo de alguns anos.

Quando o mercado baixava, as contas eram mais compradoras, e quando o mercado subia, eram mais vendedoras. Uma das principais ilegalidades, surgiu quando as mesmas contas, e de forma regular, eram vendedoras e compradoras entre si, o que constitui um crime. Entre 8 e 12 de janeiro de 2002, as ações sofrem uma queda abrupta de 11%, situação à qual o banco vai responder com a compra de 4.000.000 de ações, mas por contas dos próprios administradores em *offshore*.

Esta tentativa tem como finalidade reverter essa queda das ações através da utilização de meios de manipulação dos mercados. Constitui um caso de manipulação, segundo o artigo 379.º do Código dos Valores Mobiliários uma vez que efetuar essa aquisição através de contas *offshore* é uma espécie de compra disfarçada. A 4 de dezembro de 2002, a liquidez do título na bolsa de valores de Lisboa é anormalmente alta, tendo sido o mais expressivo do ano em causa, alcançando cerca de 114 milhões de ações. O que levantou logo as suspeitas foi a particularidade de uma única entidade, a Goes Ferreira, liderar um volume de negócios de 90%, num título como é o caso da instituição BCP, que tinha o capital mais distribuído em bolsa em relação aos seus pares.

No ano anterior, em 2001, o Banco de Portugal começa a apertar as malhas às contas tidas em *offshore*, e percebe que o BCP concedia créditos avultados aos seus principais clientes, com a intenção de estes comprarem ações do próprio banco. A garantia entregue para o pagamento das ações, era o valor das mesmas, o que significava uma mão cheia de nada. Caso estas entrassem em queda, a dívida não tinha como ser paga e o valor teria que ser assumido pelo banco, como viria a acontecer.

As debilidades de regulação do Banco de Portugal também foram bem reveladas por este caso, uma vez que nos relatórios anuais do BCP a concessão desses créditos não era mencionada. A obrigação legal do Banco de Portugal era requerer essa menção, mas nunca o fez permitindo a continuidade das práticas de manipulação.

No final de 2007, duas denúncias chegaram ao supervisor dos mercados, a CMVM, e aí começa a investigação. No ano seguinte, o ministro das Finanças, Teixeira dos Santos declara, na Assembleia da República, que durante anos tinha sido

montada uma operação bem urdida para escapar à supervisão do Banco de Portugal e da CMVM, no BCP. Durante vastos períodos, chegou-se à conclusão de que sociedades em paraísos fiscais mediante recurso a financiamento concedido pelo banco, pertenciam ao BCP e não tinham sido declaradas. O não reconhecimento, por parte da administração de Jardim Gonçalves, dos prejuízos das operações realizadas por estes veículos, influenciou a cotação e a evolução da bolsa de valores (Ferreira, 2014).

Esta prática de manipulação de mercados, foi herdada das manigâncias do Banco Português do Atlântico, grupo dos anos 90 e que o BCP absorveu.

Em tribunal, Jardim Gonçalves justificou a constituição das sociedades *offshore*, como “erros operacionais”, mas que nunca chegaram a ser debelados. Face às autoridades, o BCP presta informações falsas e adulterou as suas contas, impedindo os acionistas de fazer um juízo exato sobre a situação primordial e financeira da instituição, incorrendo num crime de manipulação de mercado punido pelo artigo 379.º do Código dos Valores Mobiliários.

Em 2014, Jorge Jardim Gonçalves é condenado a dois anos de prisão, nos termos do n.º 1 do artigo 379.º pela prática de um crime de manipulação de mercado ou a sua pena podia ser suspensa, caso o mesmo no prazo de 6 meses, procedesse ao pagamento de 600.000 € a duas instituições, nos termos do n.º 1 do art 51.º alínea c) do código Penal.

Foi também condenado de acordo com o disposto no art. 380º al. b) do Código dos Valores Mobiliários na pena acessória de interdição, pelo período de quatro anos, do exercício de profissão cujo conteúdo se traduzisse no desempenho de funções de administração, direção, chefia ou fiscalização em quaisquer instituições de crédito, públicas ou privadas, ou quaisquer sociedades financeiras. Foi condenado também na pena acessória de publicação do presente acórdão com a sua identificação e as respetivas condenações num jornal diário e especializado em matéria económica ou financeira e com maior tiragem a nível nacional, bem como numa publicação oficial do mercado de valores mobiliários, sendo que tal publicação teve que ser efetuada no prazo de trinta dias após a decisão do tribunal sob pena de não o fazendo, incorrerem na prática de um crime de desobediência qualificada, previsto e punido pelas

disposições conjugadas do art.381º nº1, do referido Código dos Valores Mobiliários e 348º, nº2, do Código Penal.<sup>16</sup>

---

16-Disponível para consulta em:

<https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Documents/20140502%20ACORD%C3%83O-BCP%20-%20Vara%20criminal%20de%20Lisboa.pdf>

## **CONCLUSÃO**

O Mercado de Valores Mobiliários surgiu devido ao desejo dos investidores em deterem um ativo que fosse divisível e como tal pudesse ser transferido, permitindo dessa forma a obtenção de retornos financeiros que possibilitem a valorização de capitais detidos. Em Portugal, este mercado vivenciou um período de estagnação, mas retomou o crescimento, facto que originou problemas em termos de operações complexas e especulativas, originando crimes no seio das mesmas.

Os valores mobiliários incluem as ações, obrigações, os títulos de participação, as unidades de participação em instituições de investimento coletivo, os warrants autónomos e os restantes instrumentos idênticos que possam ser transferidos, devido ao facto de serem detidos por pessoas ou entidades, de forma conjunta, podendo ser alvo de negociação. Estes valores mobiliários devem ser representativos, dado que devem apresentar-se sob a forma de títulos. Por outro lado, é importante serem homogéneos dado que incorporam diversas situações, sendo relevante uniformizar as mesmas em termos jurídicos. Conclui-se ainda que os valores mobiliários nunca podem ser emitidos de forma singular, sendo importante garantir o agrupamento dos mesmos. Por outro lado, estes devem ser negociáveis, na medida em que deve ser possível transacionar os mesmos de forma simplificada.

O Mercado a Contado negocia todos os valores mobiliários, quer através de negociações em contínuo como de negociações por chamadas. Nas primeiras verifica-se a ocorrência de sucessivas operações de compra e venda, as quais introduzem alterações nas cotações, facto que torna o preço indeterminado. Nestas operações são priorizadas as ofertas com melhor preço. Quando o preço é idêntico, as ofertas são priorizadas de acordo com a antiguidade. O mercado de derivados caracteriza-se pelo facto de as transações ocorrerem em momentos diferentes, existindo o pagamento posteriormente à negociação, ao invés do verificado no Mercado a Contado. O primeiro mercado apresenta um risco superior para o investidor, mas ainda assim tem maior rentabilidade do que o segundo mercado descrito.

Em Portugal conclui-se existir um mercado de cotações oficiais da bolsa de valores de Lisboa, a Eurolist by Euronext Lisbon, gerido pela Euronext Lisbon - Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A. Além deste existe o mercado de futuros e opções, gerido pela Euronext Lisbon - Sociedade Gestora de Mercados

Regulamentados, S.A. Existe ainda o Mercado Especial de Dívida Pública, tal como descrito no trabalho desenvolvido. Na atualidade, o Mercado de Valores Mobiliários caracteriza-se pela sua autonomia perante o governo, sendo importante ser regulado devido à sua complexidade.

A CMVM tem as funções de supervisão, fiscalização e regulamentação dos mercados primários e secundários de valores mobiliários, com o objetivo de garantir a transparência e evitar irregularidades. Assim, tenta-se promover o funcionamento eficiente, equitativo e transparente do Mercado de Valores Mobiliários, pelo que se define um conjunto de mecanismos que asseguram a transparência do mercado, nomeadamente no que se refere à divulgação de toda a informação relevante aos investidores.

A legislação portuguesa proíbe a transmissão e o uso indevido de informações confidenciais, enquanto a mesma não for tornada pública. Esta proibição garante que a utilização da informação apenas possa ocorrer quando todas as partes tenham conhecimento da mesma, garantindo uma igualdade de oportunidades na sua utilização. Por outro lado, assegura-se a transparência e integridade do mercado.

O abuso na utilização de informação privilegiada é proibido porque cria uma vantagem desleal para quem tem acesso antecipado a essa informação, gerando benefícios ilegítimos, desregulando o funcionamento dos mercados e colocando em causa as operações a decorrer. Neste sentido, toda a informação privilegiada deve permanecer confidencial, não podendo ser utilizada nem transmitida além do âmbito de funções normais de quem desta tem conhecimento.

A CMVM exige uma maior transparência nas operações realizadas pelo que estabelece a obrigação dos dirigentes e das pessoas diretamente relacionadas comunicarem as suas transações. A violação desta obrigação cria uma contraordenação grave, existindo o crime de abuso de informação privilegiada, o qual é punível com uma pena de prisão de até 5 anos ou com uma pena de multa. Também a manipulação de mercado é considerada um crime que coloca em causa a integridades dos mercados financeiros.

Os intermediários financeiros encontram-se sujeitos a um conjunto de princípios detalhados, tais como o dever de agir no sentido de proteger os legítimos interesses dos clientes, o princípio de atuação para proteção da eficiência do mercado,

o princípio da boa-fé, cumprindo-se a lealdade e transparência, o dever de conhecer o cliente e o dever de sigilo profissional. Além disso existe o dever de informação, o dever de categorização e o dever de adequação.

Uma das preocupações dos mercados mobiliários é garantir a existência e o cumprimento de regras que assegurem o normal funcionamento dos mercados, garantindo a proteção dos consumidores, e assegurando a transparência. Para tal, existem regras a reger o mercado mobiliário. Para cumprir o princípio da transparência no mercado mobiliário, as empresas emitentes possuem dever de informar acerca dos valores que emitem.

O papel dos auditores no mercado mobiliário tem por principal objetivo fortalecer o nível de confiança dos investidores no mercado, aumentando a credibilidades das demonstrações financeiras através da constante auditoria às contas. Contudo, existe subjetividade associada à tarefa de auditoria e a mesma pode ser influenciada por interesses particulares. Assim, é importante que os auditores sejam externos à empresa para que não exista qualquer possibilidade de interesses próprios, julgamento próprio ajustado ou outro tipo de manipulação.

Dada a importância da temática, em Portugal, diversos crimes associados ao não cumprimento dos deveres estabelecidos, detetados devido à supervisão, foram investigados e alguns julgados devido às provas documentais concretas existentes. Neste sentido, conclui-se que mesmo que não seja possível definir com clareza a intencionalidade dos factos associados ao uso indevido da informação, o facto das operações serem menos usuais pode ser suficiente, em Portugal, para concluir que existiam informações vantajosas na posse das entidades que obtiveram as mais valias associadas às operações. Assim, a casualidade de uma operação associada ao ganho elevado da mesma torna-se motivo para condenar os indivíduos responsáveis por uma operação.

O abuso de informação privilegiada é um crime punível de acordo com o artigo 378.º do Código dos Valores Mobiliários e de acordo com o artigo 449.º do Código das Sociedades Comerciais, sendo as formas de punição cada vez mais gravosas para que tal prática seja desencorajada. Em situações de ausência de crise financeira ou social, a existência de sanção tende a minimizar o número de crimes desta natureza, dado que intimida muitos possíveis autores de tais crimes. Contudo, em situações de

crise social ou financeira, o crime desta natureza tende a ser cometido, na medida em que existem prejuízos financeiros para diversos indivíduos e a forma de os colmatarem passa pelo recurso a atos de natureza ilícita como o abuso das informações detidas, sendo estas de uso proibido.

Os crimes desta natureza são de difícil investigação. Contudo, devem ser definidos critérios de materialidade para ganhos extraordinários conseguidos de forma regular por alguns indivíduos. Sempre que estes ganhos extraordinários existam, torna-se necessário investigar o processo inerente aos mesmos e a informação possivelmente utilizada para conseguir atingir tal finalidade. Apesar da dificuldade, a mesma pode ser possível, sendo importante realizar qualquer investigação num período de tempo extenso, para verificar os contornos do caso e eliminar a possibilidade de coincidência.

Na minha opinião a prevenção destes ilícitos passa, acima de tudo, pela divulgação da informação que seja importante para os investidores formarem as suas decisões e, também, pela não criação de boatos ou falsas interpretações que possam induzir todo o mercado em erro. Esta garantia está assegurada pela atividade da CMVM (em Portugal) em cooperação com a ESMA (a nível internacional). Também com o aumento da pressão pública para mais e uma melhor informação financeira, com o aumento do controlo e auditoria a que as entidades estão diariamente sujeitas, à conformidade dos procedimentos institucionais de reportes a serem feitos com periodicidade regular às entidades superiores, vai permitir que as práticas de abuso não sejam continuadas no horizonte temporal, uma vez que serão detetadas em tempo oportuno e devidamente tratadas no tempo da justiça corporativa e penal.

A análise financeira e a elaboração de estudos de investimento ou outras recomendações genéricas relacionadas com operações em instrumentos financeiros é um serviço auxiliar dos serviços de investimento, nos termos da alínea c) do artigo 291.º do Código dos Valores Mobiliários é uma atividade com valor para o mercado de capitais na medida em que os estudos elaborados pelos analistas financeiros, enquanto análise do valor dos emitentes, contribuem para o aumento da visibilidade dos mesmos e do próprio mercado onde os instrumentos financeiros estão admitidos à negociação, pois a informação contida em relatório de análise financeira e as recomendações para investimento dele constantes são suscetíveis de influenciar as

decisões do público investidor, uma vez que a informação é completa, verdadeira, objetiva e lícita.

Dada a importância da atividade destes mercados, que se reflete diretamente na economia, não só nos mercados mas também nos seus investidores e intervenientes, podemos constatar que a preocupação com a regulamentação adequada dos mesmos tem crescido nos últimos anos e existe um otimismo na construção de uma sociedade mais justa e equitativa, promovida pelo avanço das normas de conduta e de controlo institucional (interno e externo), por um reporte financeiro e corporativo mais correto e inclusivo para os potenciais utilizadores da informação, desincentivando práticas abusivas, por as mesmas serem altamente suscetíveis de descoberta e/ou denúncia, em que o regime sancionatório conduza o potencial infrator a uma conduta mais correta e controlada. A garantia de que os mercados funcionam de forma transparente é essencial à captação da confiança dos investidores que, sem ela, vão preferir não arriscar no investimento.

No futuro é necessário continuar a dar provas que a jurisprudência portuguesa funciona e é justa, e seria importante na minha opinião haver uma maior celeridade em todo o processo até o julgamento, contratando mais profissionais, também seria útil uma melhoria no recurso à informática, para permitir que o processo eletrónico fosse mais abrangente. E seria também útil, na minha opinião o Ministério da Educação introduzir de forma obrigatória, uma disciplina onde fosse instituindo algumas noções de fraudes existentes, e das respetivas punições de forma a alertar os jovens.

**BIBLIOGRAFIA:**

Alvares, J. S. d. B. (2006). O atual conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, industrial, econômico e financeiro*, 142.

Antunes, J. E. (2008). Os valores mobiliários: conceito, espécies e regime jurídico. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto*, 87-142.

Antunes, J. E. (2017). Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro: Alguns Aspetos. In F. Santos (Ed.), *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* (Vol. 56, pp. 31-52): CMVM.

Bernhardt, D., & Davies, R. J. (2005). Painting the tape: Aggregate evidence. *Economics Letters*, 89(3), 306-311. doi:<https://doi.org/10.1016/j.econlet.2005.06.015>

Câmara, P. (1998). Os Deveres de Informação e a Formação de Preços no Mercado de Valores Mobiliários. In F. Santos (Ed.), *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários* (Vol. 2, pp. 79-93): CMVM.

CDG. (2020). O que distingue o mercado a contado e o mercado de derivados? Acedido a 24 Janeiro 2021. Retirado de <https://www.cgd.pt/Site/Saldo-Positivo/o-banco-e-eu/Pages/mercado-a-contados-e-derivados.aspx>

CMVM. (2002). CMVM disponibiliza Linha Verde para Apoio a Investidores. Acedido a 30 Janeiro 2021. Retirado de <https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20020114.aspx>

CMVM. (2005). Guia do Investidor. Acedido a 05 Fevereiro 2021. Retirado de <https://www.bancobem.pt/resources/SiteBancoBem/documentos/institucional/mercados/banco-bem-guia-investidor.pdf>

CMVM. (2007). Valores Mobiliários. Acedido a 24 Janeiro 2021. Retirado de [https://www.todoscontam.pt/sites/default/files/taxonomy\\_file/brochuracmvmvaloresmobiliarios.pdf](https://www.todoscontam.pt/sites/default/files/taxonomy_file/brochuracmvmvaloresmobiliarios.pdf)

CMVM. (2008). Novas Medidas de Prevenção e Combate ao Abuso de Mercado: Documentos Aprovados Após Consulta Pública. Retrieved from <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Documents/7af3acc579f94ed1b11c6197aa93564bNovasMedidasdePrevencaoCombateaoAM.pdf>

## *Regulamentação e fraude no Mercado Financeiro*

CMVM. (2009). Relatório da Consulta Pública N.º 3/2009 sobre Proposta de Alteração ao Regulamento da CMVM N.º 2/2007 (Intermediação Financeira). Acedido a 30 Janeiro 2021. Retirado de <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/RelConsPublica32009.pdf>

CMVM. (2012). CMVM Publica “Risk Outlook” sobre o Mercado de Instrumentos Financeiros. Acedido a 30 Janeiro 2021. Retirado de <https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Pages/CMVMPublica%E2%80%9CRiskOutlook%E2%80%9DsobreMercadodeInstrumentosFinanceiros.aspx>

CMVM. (2015). Contraordenações e Crimes no Mercado de Valores Mobiliários: O Sistema Sancionatório, a Evolução Legislativa e as Infrações Imputadas. Coimbra: Edições Almedina, S.A.

CMVM. (2017). Quadro Síntese dos Deveres de Informação Previstos no Regulamento da CMVM n.º 4/2015 - Supervisão de Auditoria. Acedido a 06 Fevereiro 2021. Retirado de [https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidoDocuments/faq\\_Actualiz\\_auditoriaReg4\\_-2015.pdf](https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidoDocuments/faq_Actualiz_auditoriaReg4_-2015.pdf)

CMVM. (2020a). Glossário de termos relativos a Instrumentos Financeiros. Acedido a 20 Janeiro 2021. Retirado de <https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/literacia/Pages/Gloss%C3%A1riodetermosrelativosaInstrumentosFinanceiros.aspx>

CMVM. (2020b). Perguntas e Respostas destinadas às empresas sobre o EMIR e respetiva taxa de supervisão. Acedido a 28 Janeiro 2021. Retirado de Perguntas e Respostas destinadas às empresas sobre o EMIR e respetiva taxa de supervisão

CMVM. (2020c). Sistema de difusão de informação: Mercados regulamentados. Acedido a 28 Janeiro 2021. Retirado de [http://www.cmvm.pt/pt/SDI/Mercados/Pages/Merc\\_regulamentados\\_ext.aspx](http://www.cmvm.pt/pt/SDI/Mercados/Pages/Merc_regulamentados_ext.aspx)

CMVM. (2021a). Abuso de Informação Privilegiada – Conceitos, Comportamentos Proibidos, Consequências Legais, Linhas de Orientação e Decisões Judiciais. Acedido a 01 Fevereiro 2021. Retirado de <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Anexos/Pages/Abuso-de Informa%C3%A7%C3%A3o-Privilegiada.aspx>

CMVM. (2021b). Entendimentos da CMVM Relativos ao Dever Legal de Divulgação de Informação Privilegiada pelos Emitentes de Valores Mobiliários Admitidos à

Negociação em Mercado Regulamentado. Acedido a 03 Fevereiro 2021. Retirado de <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Entendimentos/Anexos/Pages/Entendimentos-da-CMVM-Relativos-ao-Dever-Legal-.aspx>

CMVM. (2021c). Publicações periódicas. Acedido a 30 Janeiro 2021. Retirado de [http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/rel\\_reclamacoes/Pages/list\\_rclm.aspx?pg](http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/rel_reclamacoes/Pages/list_rclm.aspx?pg)

CMVM. (2021d). Relação com o investidor. Acedido a 30 Janeiro 2021. Retirado de <https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/relacaoinvestidor/Pages/Apoio-ao-investidor-introducao.aspx>

CMVM. (2021e). Sistema de indemnização aos investidores. Acedido a 01 Fevereiro 2021. Retirado de <https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/SistemaDeIndemnizacaoAosInvestidores/FAQSII/Pages/Respostas-as-perguntas-mais-frequentes.aspx#1>

Code de commerce, République Française (2019)

Ferreira, C. (2016). A importância do dever de informação no Mercado dos Valores Mobiliários. Luanda: Departamento de Comunicação e Apoio ao Investidor da Comissão do Mercado de Capitais.

Filho, A. O. M. (1985). O conceito de valor mobiliário. *Revista de Administração de Empresas*, 25(2), 37-51.

Grinblatt, M., & Keloharju, M. (2004). Tax-loss trading and wash sales. *Journal of Financial Economics*, 71(1), 51-76. doi:[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00180-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00180-6)

Imisiker, S., & Tas, B. K. O. (2018). Wash trades as a stock market manipulation tool. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 20, 92-98. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jbef.2018.08.004>

Michie, R. C. (2006). *The Global Securities Market: A History*: Oxford University Press.

Novas medidas de prevenção e combate ao abuso de mercado - CMVM (Agosto 2018) - Acedido em 16/07/2020 disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Documents/7af3acc579f94ed1b11c6197aa93564bNovasMedidasdePrevencaoCombateaoAM.pdf>

*Regulamentação e fraude no Mercado Financeiro*

Pereira, J. N. (2000). O Novo Código dos Valores Mobiliários e a Protecção dos Investidores. In F. T. d. Santos (Ed.), *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* (Vol. 7).

Salgueiro, A. C. (2016). Abuso de Informação Privilegiada - O Especial Caso dos Instrumentos de Remuneração dos Administradores. In CMVM (Ed.), *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* (Vol. 53, pp. 37-56).

Securities Exchange Act of 1934, Release No. 39133/September 25, 1997 (1997).  
Acedido a 04 Fevereiro 2021. Disponível em <https://www.sec.gov/litigation/admin/3439133.txt>

Soares, A. (2000). Mercado Regulamentados e Mercados Não Regulamentados. In F. T. d. Santos (Ed.), *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* (Vol. 7, pp. 272-287).

## Anexo A – Quadro Síntese dos Deveres de Informação dos Auditores

Normativo legal	Anexo do Regulamento	Quem envia	Natureza da informação prestada	Forma de comunicação	Prazo de envio
Art. 5.º e 6.º Reg. 4/2015	Anexo 1	ROC/ SROC; Auditores e entidades auditoria EM <sup>(1)</sup>	Requerimento do interessado, para registo ou alterações ao mesmo	Presencialmente, por correio eletrónico para auditores@cmvm.pt ou para a morada da CMVM	5 dias após a ocorrência dos factos
Art. 7.º Reg. 4/2015	Anexo 2 Anexo 3 Anexo 4 Anexo 5	OROC	Documentação para instrução de processo de registo ou alterações ao mesmo de ROC e SROC	Submissão pela <i>extranet</i>	Registo inicial: 5 dias
Art. 8.º, n.º 1 Reg. 4/2015; Art. 31.º RJSA	Anexo 6	ROC/ SROC, Auditores e entidades auditoria EM de EIP(1)	Lista de EIP objeto de revisão legal de contas		Averbamento: 3 dias Até 30 de abril de cada ano
Art. 8.º, n.º 2a Reg. 4/2015; Art. 12.º, n.º 1 Reg. UE (Auditoria)	Anexo 7		Comunicação de infrações, dúvidas quanto à continuidade e reservas		Imediatamente após a tomada de conhecimento
Art. 79.º, n.º 2 EOROC			Comunicação de irregularidades não investigadas pela entidade auditada		Imediatamente após a tomada de conhecimento
Art. 8.º, n.º 2b Reg. 4/2015; Art. 23.º RJSA; Art. 13, n.º 1 Reg UE (Auditoria)	Anexo 8		Relatório de transparência		Após a sua publicação, a qual deverá ocorrer até quatro meses após o termo de cada exercício económico
Art. 8.º, n.º 2c Reg. 4/2015; Art. 77.º, n.º 12 EOROC	Anexo 9 - A	ROC/ SROC, Auditores e entidades auditoria EM <sup>(1)</sup>	Comunicação de serviços distintos da auditoria (e respetiva fundamentação)		Imediatamente após a aprovação do serviço pelo órgão de fiscalização
Art. 9.º Reg. 4/2015	Anexo 9	ROC/ SROC, Auditores e entidades auditoria EM <sup>(1)</sup>	Comunicação trimestral dos relatórios emitidos	Até 5º dia útil seguinte ao final de cada trimestre	
Art. 10.º Reg. 4/2015; Art. 16º, n.ºs 6 Reg UE (Auditoria)	-	EIP <sup>(1)</sup>	Tentativa de terceiros para influenciar indevidamente a seleção do ROC.	Por correio eletrónico para auditores@cmvm.pt	Imediatamente após a tomada de conhecimento
N.º 3, art. 10.º Reg.4/2015	Anexo 10		Solicitação de número de EIP na CMVM (Código CCCCCC) das entidades EIP cujo reporte é da sua responsabilidade	Por correio eletrónico para auditores@cmvm.pt ou para a morada da CMVM	Em data prévia à obrigação do primeiro reporte e com a antecedência necessária a permitir a sua inclusão na <i>extranet</i> mas nunca após dois meses após a EIP assumir essa qualidade.
			Comunicação do Auditor (e, quando aplicável, do ROC responsável), bem como da informação relativa ao mandato.	Submissão pela <i>extranet</i>	Imediatamente após a sua designação (ou recondução) e sempre que existam alterações
Al. a) art. 18.º Reg.	-	OROC	Denúncias recebidas contra Auditores de EIP	Por correio eletrónico para auditores@cmvm.pt	3 dias após a sua receção
Al. b) art. 18.º Reg.			Início de procedimentos de suspensão ou cancelamento da sua iniciativa		Imediatamente
Al. c) art. 18.º Reg.			Indícios, facto ou circunstância suscetível de relevar na apreciação de idoneidade		5 dias úteis a contar da data em que tomaram conhecimento

<sup>(1)</sup> Ou entidades responsáveis pelos respetivos deveres de reporte nos termos dos n.ºs 2 e 6 do artigo 3.º do Regulamento.

Fonte: CMVM (2017)