

# **Contraordenações e Crimes no Mercado de Valores Mobiliários**



# **Contraordenações e Crimes no Mercado de Valores Mobiliários**

**O SISTEMA SANCIONATÓRIO, A EVOLUÇÃO LEGISLATIVA  
E AS INFRAÇÕES IMPUTADAS**

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários  
**2015**

**CONTRAORDENAÇÕES E CRIMES  
NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS  
O SISTEMA SANCIONATÓRIO, A EVOLUÇÃO LEGISLATIVA  
E AS INFRAÇÕES IMPUTADA**

AUTOR

CMVM

EDITOR

EDIÇÕES ALMEDINA, S.A.

Rua Fernandes Tomás, nºs 76-80

3000-167 Coimbra

Tel.: 239 851 904 · Fax: 239 851 901

www.almedina.net · editora@almedina.net

DESIGN DE CAPA

FBA.

PRÉ-IMPRESSÃO

EDIÇÕES ALMEDINA, SA

IMPRESSÃO E ACABAMENTO

Setembro, 2015

DEPÓSITO LEGAL

Apesar do cuidado e rigor colocados na elaboração da presente obra, devem os diplomas legais dela constantes ser sempre objeto de confirmação com as publicações oficiais.

Toda a reprodução desta obra, por fotocópia ou outro qualquer processo, sem prévia autorização escrita do Editor, é ilícita e passível de procedimento judicial contra o infrator.



GRUPOALMEDINA

---

BIBLIOTECA NACIONAL DE PORTUGAL – CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO  
PORTUGAL. Comissão do Mercado de  
Valores Mobiliários  
Contraordenações e crimes no mercado de  
valores mobiliários : o sistema sancionatório,  
a evolução legislativa e as infrações  
imputadas / Comissão do Mercado de Valores  
Mobiliários. – 2ª ed. rev. e actualizada  
ISBN 978-972-40-6186-3  
I – COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES  
MOBILIÁRIOS  
CDU 343

## ÍNDICE

SUMÁRIO	7
CAPÍTULO I. O SISTEMA SANCIONATÓRIO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS	15
A. A tutela sancionatória: contraordenações e crimes	15
B. O sistema contraordenacional substantivo	18
C. O sistema processual das contraordenações	20
D. Averiguações preliminares em crimes contra o mercado	23
E. Regime sancionatório internacional: abuso de mercado, mercados e intermediação financeira, prospetos e transparência	24
CAPÍTULO II. EVOLUÇÃO LEGISLATIVA DO SISTEMA SANCIONATÓRIO	45
A. Os poderes de autoridade da CMVM	45
B. Novas contraordenações da competência da CMVM	46
C. Evolução das coimas e sanções acessórias	51
D. Aspetos de natureza criminal	52
E. Perspetivas de evolução à luz do Direito da União Europeia	54

CAPÍTULO III. O CONCRETO FUNCIONAMENTO DO SISTEMA SANCIONATÓRIO	67
A. Breve caracterização da evolução do mercado de valores mobiliários	67
B. Ilícitos contraordenacionais imputados: tipologia e frequência	79
C. Sanções aplicadas em processos de contraordenação	102
D. A experiência judicial em processos de contraordenação	106
E. A análise de operações e o Sistema de Vigilância dos Mercados	141
F. Averiguações preliminares e participações criminais	146
G. A experiência judicial em crimes contra o mercado	164
H. Cooperação com reguladores e autoridades judiciais	190
 CAPÍTULO IV. PERSPETIVAS DE EVOLUÇÃO DO REGIME SANCIONATÓRIO DO SISTEMA FINANCEIRO	 199
A. Matrizes de evolução do sistema sancionatório	199
B. Cinco pilares de uma reforma legislativa	204
C. Possíveis soluções e propostas em debate	207
 SÍNTESE FINAL	 215

## SUMÁRIO

### NOTA DE APRESENTAÇÃO DA 2ª EDIÇÃO

1. O presente livro corresponde à 2ª edição, revista e atualizada, do estudo com o mesmo título publicado pela CMVM, em 2009. Nessa altura reuniram-se diversos elementos que permitiam ter uma imagem global do funcionamento do sistema sancionatório vigente no mercado de valores mobiliários entre 1991 e 2009. Agora, nesta nova edição, esse período é estendido a 2014 (até julho), identificando-se novas tendências e os elementos estatísticos que as sustentam. Para além disso são apresentados novos casos de crimes e contraordenações sujeitos à apreciação dos tribunais portugueses, são descritas várias reformas legislativas – umas já realizadas e outras em curso –, é atualizada toda a informação de direito comparado sobre matérias sancionatórias, identificam-se novas práticas negociais ilícitas e os instrumentos informáticos usados para as detetar e termina-se com um conjunto de novas propostas legislativas que podem reforçar a eficiência do sistema sancionatório do sector financeiro.

No ano em que a CMVM celebra o seu 24º aniversário, esta publicação documenta uma parte significativa da sua atividade durante mais de duas décadas, através de um esforço coletivo que reuniu múltiplos contributos de técnicos, diretores, assessores e membros do Conselho de Administração.

Trata-se, em si mesmo, de um estudo singular no panorama nacional, por diversas razões. Desde logo, porque uma parte significativa

da informação aqui apresentada só é acessível através de um intenso trabalho de investigação e, em especial, não se encontra organizada de forma conjunta, enquadrada e articulada como acontece neste livro. Mas também porque, deste modo, se documenta a atividade sancionatória de uma entidade pública, no exercício da missão que lhe está legalmente confiada, o que é feito num quadro de transparência informativa de que todos podem beneficiar. Com isso espera-se oferecer aos agentes do mercado, aos juristas, aos economistas, aos investigadores, aos magistrados, aos reguladores e ao poder político-legislativo um contributo para o conhecimento e para a reflexão sobre a supervisão do sistema financeiro na sua dimensão sancionatória, isto é, no domínio das contraordenações e dos crimes contra o mercado de valores mobiliários.

2. As contraordenações são factos ilícitos de direito público cominados com sanções pecuniárias (coimas) e sanções acessórias, a que acrescem consequências jurídicas específicas como a perda de vantagens económicas obtidas com a infração. Pela prática de contraordenações são suscetíveis de serem responsabilizadas quer pessoas coletivas quer pessoas singulares, em conjunto ou separadamente, consoante o seu envolvimento nos factos.

As contraordenações vigentes no mercado de valores mobiliários são da competência exclusiva da CMVM, que tem a seu cargo a instauração do processo, a sua instrução e decisão, bem como o acompanhamento judicial subsequente.

No período analisado de 1991-2014 a CMVM **abriu 1787 processos de contraordenação e decidiu 1661**. Os processos relativos à prestação de informação periódica, à qualidade e oportunidade de informação e à gestão coletiva de poupanças assumiram a maior preponderância neste período. Em termos de valor das coimas aplicadas assumiram maior peso as áreas de intermediação financeira e da qualidade e oportunidade de informação. A coima média aplicada neste período foi de cerca de 30.000 euros (ano de decisão do processo). A coima média aplicada entre 1991 e 1999 foi da ordem dos 8.500 euros (ano de decisão do processo). No período de 2000-2014, o valor médio por coima aumentou de forma muito significativa para 43.000 euros. O número de



arquivamentos em percentagem do número total de processos decidido foi de cerca de 27% no período 1991-2014.

Os processos relativos à defesa da integridade e da equidade do mercado, bem como à gestão coletiva de poupanças, tiveram uma importância crucial no período 1995-2002. Cerca de 70% dos processos instaurados e decididos pela CMVM sobre estas matérias ocorreu neste período. Aproximadamente 40% do valor das coimas aplicadas entre 1995 e 2002 respeitaram a estas duas áreas temáticas.

Já o período 2002-2008 caracterizou-se pela prevalência dos processos sobre intermediação financeira, qualidade e oportunidade de informação e deveres de divulgação de participações qualificadas. Neste período, estes processos representaram cerca de 65% (ano de abertura do processo) do total dos processos abertos e decididos pela CMVM e 63% do total das coimas aplicadas (ano de abertura ou de decisão).

O período 2009-2014 caracterizou-se pelo predomínio dos processos relativos à qualidade e oportunidade de informação e deveres dos intermediários financeiros (mais de 50% dos processos decididos no período), registando-se um aumento significativo das coimas aplicadas. Com efeito, cerca de dois terços das coimas aplicadas pela CMVM entre 1991 e 2014 (25 milhões) concentraram-se no período 2009-2014 (ano de decisão).

**3. As decisões finais da CMVM em processos de contraordenação tornam-se definitivas se o arguido não as impugnar. Caso o arguido o faça inicia-se uma fase de tramitação judicial, na qual se realiza um julgamento perante um tribunal, cuja decisão é ainda passível de recurso para o Tribunal da Relação. A CMVM tem igualmente assumido, através dos seus próprios juristas, o acompanhamento de todos os processos que instaurou também nesta fase judicial (impugnação, julgamento e recursos).**

No período 1991-1998, cerca de dois terços dos recorrentes foram entidades emitentes e as matérias relativas à prestação de informação periódica e à qualidade e oportunidade de informação foram as que deram origem ao maior número de processos impugnados.

Porém, entre 1999 e 2002 o número de processos impugnados reduziu-se significativamente. Os processos relativos à violação da

integridade e equidade do mercado foram objeto de um maior número de impugnações neste período.

Pelo contrário, no período 2003-2008 assistiu-se a um aumento do número de processos impugnados relativamente ao número de processos decididos, particularmente a partir de 2006, em domínios onde a CMVM intensificou a supervisão. As áreas temáticas da intermediação financeira e da qualidade e oportunidade de informação tiveram um crescimento significativo do número de processos impugnados.

A mesma tendência de aumento da percentagem de processos impugnados em relação ao número de processos decididos foi registada durante o período 2009-2014 (sobretudo em 2009 e 2012). Com efeito, neste período, somente em 2011 a percentagem de processos impugnados (9%) ficou abaixo da percentagem geral de impugnações em todo o período de atividade da CMVM (12%). Nos demais anos do período 2009-2013 a percentagem de impugnações variou entre 13% e 29%. Esta tendência é congruente com o facto de ter sido este o período em que foram aplicadas as coimas mais elevadas.

No período 1991-2014, os resultados judiciais obtidos em processos de contraordenação em que existiu decisão de mérito indicam que em 89,4% dos casos o Tribunal manteve a decisão da CMVM (51,9%) ou apenas a alterou (33%). Os casos em que o tribunal alterou a decisão traduziram-se, sobretudo, em descida do valor das coimas aplicadas e não em revogação da decisão por errado enquadramento jurídico ou deficiência de prova pela CMVM. Nestes 23 anos, apenas em 16 processos a decisão da CMVM foi revogada. A maioria das situações em que não houve decisão de condenação fundamentou-se na respetiva prescrição dos processos.

**4.** Os factos com relevância criminal são punidos com penas desta natureza, sendo a prisão e a multa penal as penas principais, acompanhadas de penas acessórias previstas no Código dos Valores Mobiliários (CdVM) e da perda de vantagens económicas do crime, enquanto consequência jurídica do mesmo. Pelos crimes de abuso de informação privilegiada e de manipulação de mercado respondem criminalmente apenas as pessoas singulares que tenham praticado os factos ou colaborado nos mesmos.

Em matéria criminal a CMVM tem competências apenas para realizar averiguações preliminares que podem dar origem a uma participação criminal fundamentada quando obtenha o conhecimento de factos que possam vir a ser qualificados como crime contra o mercado (o CdVM prevê dois crimes contra o mercado: o abuso de informação e a manipulação de mercado).

O objetivo do processo de averiguações preliminares é o de possibilitar uma análise especializada em matéria de crimes de mercado, que permita identificar uma suspeita suficientemente fundamentada para justificar a abertura de inquérito criminal por factos que possam vir a enquadrar um dos dois crimes contra o mercado previstos no CdVM.

Após a participação criminal todo o processo é da competência das autoridades judiciais, a quem cabe fazer o inquérito, a instrução (se tiver sido requerida) e o julgamento, existindo a possibilidade de recurso da decisão final do tribunal nos termos gerais.

No período que vai de 1997 ao fim do primeiro semestre de 2014, a CMVM abriu **509 processos de averiguação**, sendo preponderantes os temas do abuso de informação, da manipulação de mercado e da intermediação financeira não autorizada. Na sequência destes processos, foram **efetuadas 79 participações** criminais ao Ministério Público, **59 das quais relativas a crimes de mercado** (abuso de informação e manipulação de mercado) e **20 relativas a outras irregularidades** (intermediação financeira não autorizada, burla, entre outros).

Desses 59 casos, 29 encontram-se definitivamente resolvidos, tendo dado origem a oito decisões condenatórias já transitadas. As restantes 30 participações por crimes contra o mercado deram origem a processos ainda em curso: em junho de 2014, 15 processos encontravam-se em fase de inquérito, 13 processos tinham acusação já deduzida pelo Ministério Público e dois foram objeto de suspensão provisória na fase de inquérito.

As 59 participações criminais apresentadas pela CMVM deram lugar a 13 julgamentos por crimes contra o mercado, sendo oito por abuso de informação privilegiada e cinco por manipulação do mercado. No final do primeiro semestre de 2014, estão em curso quatro julgamentos por crimes desta natureza participados pela CMVM.

Dos oito casos de abuso de informação privilegiada que foram a julgamento, seis terminaram com condenação dos arguidos e dois com declarações de prescrição. As seis condenações já transitaram em julgado, tendo sido executadas.

Os cinco casos de manipulação do mercado deram lugar a uma absolvição e quatro condenações: duas condenações transitaram em julgado e as penas foram executadas; o terceiro processo em que houve condenação foi declarado prescrito e o quarto processo encontra-se em recurso. A absolvição, por alegadas dúvidas quanto aos factos, foi objeto de recurso pelo Ministério Público, tendo a decisão sido confirmada pelo Tribunal da Relação de Lisboa, por considerar decisiva a valoração da prova feita em primeira instância.

5. Os resultados apresentados ao longo deste livro (e acima sumariados) evidenciam que o sistema sancionatório do sector financeiro funciona em todas as suas dimensões, tem efetividade real e envolve, de forma consequente, a entidade reguladora, os agentes económicos e as instâncias judiciais, que têm por missão aferir o fundamento e a legalidade das imputações realizadas nos processos. Simultaneamente, verifica-se que o quadro legal desse sistema sancionatório tem sido objeto de ajustamentos pontuais e reformas ao longo dos anos, num exercício que procura conciliar uma matriz de estabilidade (absolutamente essencial) com alguma inovação adaptada ao mercado e à realidade judicial portuguesa. Por isso mesmo, algumas reformas legislativas introduzidas na legislação do mercado de valores mobiliários (como a configuração dos poderes processuais do regulador, o regime de divulgação de decisões sancionatórias ou a adoção duma forma sumaríssima no processo de contraordenação) acabaram depois por ser acolhidas na legislação de outros sectores da regulação económica e financeira.

A reflexão interna (na CMVM) sobre a adequação das soluções e a eficiência do sistema sancionatório não se limita a evidenciar o trabalho realizado nas últimas décadas: ela estende-se, igualmente, à reflexão crítica e construtiva (concretizada, designadamente, em debates internos, em grupos de trabalho, em participações em organismos internacionais, em atividades de cooperação institucional, em conferências proferidas ou em estudos publicados) sobre o que foi feito e os caminhos a seguir,

quer no plano da transposição do direito europeu mais recente, quer na formulação de propostas de reforma legislativa que podem induzir alguma celeridade, justiça e eficiência à tramitação processual. E, por isso mesmo, o presente livro termina com um capítulo onde se traça um conjunto de reflexões dessa natureza e se apresenta um elenco de 20 propostas de alteração legislativa, que se deixam à boa consideração dos interessados.



# Capítulo I

## **O sistema sancionatório do mercado de valores mobiliários**

### **A. A tutela sancionatória: contraordenações e crimes**

1. A reorganização do mercado de valores mobiliários português em 1991 incluiu, desde o primeiro momento, uma opção clara do legislador pela tutela sancionatória pública das regras acolhidas, como forma de garantir as condições essenciais para o bom funcionamento deste sector do sistema financeiro, em detrimento de mecanismos de autorregulação que pudessem ter um efeito prejudicial da intervenção sancionatória. Uma avaliação feita à luz do que aconteceu nas últimas duas décadas confirma que esta foi uma opção inteiramente acertada: quer pela atividade sancionatória efetivamente exercida pela CMVM e documentada neste estudo, quer pelos problemas criados noutros sistemas que adotaram modelos mais intensos de autorregulação.

O sistema sancionatório então criado pelo Código do Mercado de Valores Mobiliários (CdMVM) (cfr. artigos 666º e ss, do Código de 1991) foi organizado a partir de uma extensa malha de contraordenações e apenas três crimes: abuso de informação privilegiada, manipulação do mercado e desobediência, tendo os dois primeiros revogado as incriminações equivalentes que tinham sido adotadas pelo Código das

Sociedades Comerciais de 1987. O modelo adotado em 1991 manteve-se em vigor até hoje (agora no texto do Código dos Valores Mobiliários (CdVM) de 1999, com as revisões posteriores), não tendo sido criados novos tipos incriminadores para este sector do sistema financeiro (cfr. artigos 378º e ss, do CdVM de 1999). Na verdade, a reforma de 2009 (Lei nº 28/2009, de 19 de junho) agravou as sanções quer dos crimes, quer das contraordenações, mas não alterou o elenco de tipos incriminadores.

A opção por esta estrutura infracional dualista (que corresponde à concretização de uma solução acolhida pela Constituição e desenvolvida depois pelo legislador na década de oitenta) permitiu assumir uma clara separação entre as infrações a deveres cujo acatamento se revela necessário para garantir o funcionamento correto e adequado do mercado (contraordenações) e os factos com um nível de danosidade mais intenso e intolerável que, por agredirem bens jurídicos essenciais à organização, estrutura e funcionamento deste sector do sistema financeiro, mereceram a tutela penal conferida pelos crimes contra o mercado (abuso de informação privilegiada e manipulação do mercado). Assim, todos os deveres legais e regulamentares que disciplinam a atuação dos agentes no mercado passaram, quando infringidos, a constituir contraordenações, numa escala tripartida de acordo com a sua gravidade abstrata (contraordenações menos graves, graves e muito graves) (cfr. artigos 388º e ss do CdVM). Os factos com relevância criminal – que o legislador entre nós classifica como «crimes contra o mercado» – são apenas os que correspondem à transmissão e uso de informação privilegiada e a práticas manipuladoras (artigos 378º e 389º do CdVM). Os factos que estas incriminações contemplam não constituem apenas uma perturbação ocasional do mercado, antes acabam por minar as estruturas do sistema em que se inserem, pois adulteram o seu modelo de funcionamento (são mesmo a antítese desse modelo) e põem em causa a confiança de todos os agentes económicos que neles participam: usar informação privilegiada é a negação do modelo de eficiência baseado na avaliação da decisão de investimento a partir da informação pública disponível e manipular o mercado implica o exercício de um domínio individual sobre as estruturas da negociação, que constitui negação do livre jogo da oferta e da procura enquanto modelo



de formação de preços públicos. São, por isso, práticas merecedoras de uma censura sócio-jurídica mais intensa, através da resposta penal.

2. A esta dicotomia de infrações corresponde um elenco de sanções diferentes, processadas e aplicadas por entidades distintas.

As contraordenações são factos ilícitos cominados com sanções pecuniárias (coimas) e sanções acessórias (por exemplo, a interdição temporária de uma certa atividade), a que acrescem consequências jurídicas específicas como a perda de vantagens económicas obtidas. Diversamente, os factos com relevância criminal são punidos com penas desta natureza, sendo a prisão e a multa penal as penas principais (o Código Penal contempla outras penas alternativas), acompanhadas de penas acessórias previstas no Código dos Valores Mobiliários (interdição profissional temporária e publicação da sentença a expensas do arguido) e da perda de vantagens económicas do crime enquanto consequência jurídica do mesmo. As coimas quando não são pagas geram um processo de execução de bens para viabilizar o seu cumprimento. Diversamente, as multas penais quando não são liquidadas pelo arguido são convertidas em penas de prisão a cumprir pelo arguido.

As competências que correspondem a estas infrações são igualmente distintas. As contraordenações no mercado de valores mobiliários são da competência exclusiva da CMVM, que tem a seu cargo a instauração do processo, a sua instrução e a decisão do mesmo (artigo 408º e ss do CdVM). Esta decisão pode tornar-se definitiva se o arguido não a impugnar. Caso o arguido o faça, inicia-se uma fase de tramitação judicial, na qual se realiza um julgamento perante um tribunal, cuja decisão é ainda passível de recurso para o Tribunal da Relação. A CMVM acompanha o processo na fase judicial, tendo poderes autónomos de intervenção processual. Diversamente, em matéria criminal a CMVM tem apenas competências para realizar averiguações preliminares que podem dar origem a uma participação criminal fundamentada (artigos 382º e ss do CdVM). Após a participação criminal todo o processo é da competência das autoridades judiciais, a quem cabe fazer o inquérito, a instrução (se tiver sido requerida) e o julgamento, existindo a possibilidade de recurso da decisão final do tribunal nos termos gerais. A CMVM nestes processos criminais não tem poderes autónomos de intervenção, limi-

tando-se a oferecer às autoridades judiciais a colaboração solicitada, seja através da prestação de prova testemunhal pelos seus técnicos, seja através de informações técnicas ou periciais úteis ou necessárias para a exata compreensão das operações em causa.

Com a adoção deste modelo sancionatório bipartido o legislador conseguiu articular de forma eficaz três níveis distintos da supervisão: uma atuação administrativa permanente de acompanhamento da atividade dos agentes e das operações no mercado, uma disciplina sancionatória imediata, dissuasora e alargada a todos os segmentos de atividade do mercado (através das contraordenações) e uma intervenção penal subsidiária (ou de *ultima ratio*) limitada aos casos mais graves que representam a negação funcional do mercado.

## **B. O sistema contraordenacional substantivo**

1. As contraordenações no mercado de valores mobiliários correspondem, de uma forma geral, a ilícitos de carácter profissional ou a práticas de mercado perigosas, disfuncionais ou danosas. Os ilícitos podem consistir na infração a deveres previstos no Código dos Valores Mobiliários, na sua regulamentação ou em legislação específica avulsa (e sua regulamentação), seja a mesma de origem nacional ou comunitária (artigos 388º, nº 2, e 389º e ss, do CdVM).

Pela prática de contraordenações são suscetíveis de serem responsabilizadas quer pessoas coletivas quer pessoas singulares, em conjunto ou separadamente, consoante o seu envolvimento nos factos (artigo 401º do CdVM). Diversamente, pelos crimes de abuso de informação privilegiada e manipulação de mercado respondem criminalmente apenas as pessoas singulares que tenham praticado os factos ou colaborado nos mesmos (artigos 11º, 26º e 27º do Código Penal).

As contraordenações previstas no Código dos Valores Mobiliários geram responsabilidade para os agentes quer as tenham praticado a título doloso, quer a título meramente negligente (artigo 402º, do CdVM). Diversamente, os crimes contra o mercado são apenas ilícitos dolosos (artigo 13º do Código Penal).

Para saber se um certo facto é uma contraordenação e que tipo de sanção lhe pode caber é necessário identificar a norma de dever de natureza substantiva e a norma de sanção que contempla a consequência da infração à primeira. No Código dos Valores Mobiliários essa identificação está facilitada pela organização das normas de sanção de acordo com as matérias em causa e pela existência de um tipo residual que garante a tutela sancionatória onde ela não exista de forma específica (cfr. artigos 389º a 400º do CdVM).

2. O Código dos Valores Mobiliários prevê para as contraordenações que contempla dois tipos de sanções: coimas e sanções acessórias específicas (artigos 388º, nº 1, e 404º do CdVM).

As coimas estão organizadas de acordo com três níveis de gravidade abstrata dos factos: contraordenações muito graves, graves e menos graves (artigo 388º). A qualificação da gravidade abstrata da infração é feita pela norma de sanção aplicável ao caso, ou seja, é de origem legislativa, não dependendo por isso de uma decisão livre do aplicador do Direito.

Até 2009, as sanções que lhes correspondiam eram as seguintes: para contraordenações muito graves a sanção ia de um mínimo de 25.000 euros a 2.500.000 euros; as contraordenações graves tinham uma moldura sancionatória de 12.500 euros a 1.250.000 euros; as contraordenações menos graves eram sancionadas com uma coima de 2.500 euros a 250.000 euros (artigo 388º, nº 1, do CdVM).

A Lei nº 28/2009, de 19 de junho, veio atualizar as sanções aplicadas no âmbito do sistema financeiro (valores mobiliários, banca e seguros), agravando os limites máximos para o dobro. Assim, as contraordenações muito graves são objeto de coimas de 25.000 e 5.000.000 de euros; as contraordenações graves têm uma moldura sancionatória de 12.500 euros a 2.500.000 euros; e as contraordenações menos graves passam a ser sancionadas com coima entre 2.500 euros a 500.000 euros. Estas são as sanções atualmente em vigor.

Para além da gravidade da sanção que está associada à distinta gravidade abstrata das contraordenações, a classificação tem ainda relevância para o regime de divulgação das decisões condenatórias em processo de contraordenação, criado em 2006 e previsto no artigo 422º do Código, que contempla atualmente (depois do alargamento às

contraordenações graves, introduzido pela Lei nº 28/2009, de 19 de junho) a divulgação das decisões que tenham como objeto contraordenações graves e muito graves.

As sanções acessórias previstas na lei são cinco: apreensão e perda do objeto da infração, incluindo o benefício obtido; a interdição temporária da atividade, que pode ir até um máximo de cinco anos; a inibição do exercício de cargos em intermediários financeiros, igualmente até um limite máximo de cinco anos; a publicação da decisão a expensas do arguido em locais determinados pela CMVM; e a revogação de autorizações ou cancelamento de registos necessários para o exercício de atividades de intermediação. As sanções acessórias podem aplicar-se em cumulação com as coimas e independentemente da gravidade abstrata da contraordenação (ou seja, aplicam-se a qualquer uma das três modalidades de contraordenações descritas), mas são de aplicação facultativa (artigo 404º do CdVM).

## **C. O sistema processual das contraordenações**

**1.** A tramitação dos processos de contraordenação da competência da CMVM é regulada, em primeira linha, pelo disposto no Código dos Valores Mobiliários, depois pelo Regime Geral das Contraordenações e, subsidiariamente, pelo disposto no Código do Processo Penal, devidamente adaptado e se a sua eventual aplicação não se revelar contrária ao regime do processo de contraordenação (o que acontecerá quando, por exemplo, se tratar de ponderar a intervenção de fases ou de sujeitos processuais do processo criminal que não existam no processo de contraordenação) (cfr. artigos 407º, 408º e ss, do CdVM e artigo 41º do Regime Geral das Contraordenações).

Trata-se de competências exclusivas da CMVM, ou seja, as contraordenações previstas no Código dos Valores Mobiliários não podem ser aplicadas por mais nenhuma entidade, sem prejuízo da intervenção dos tribunais na fase de impugnação e recurso de um processo iniciado e decidido pela CMVM. Estes processos têm por isso uma fase organicamente administrativa, que é obrigatória, e uma fase judicial, que é

facultativa. Esta só existe se o arguido impugnar a decisão condenatória da CMVM proferida na primeira fase (artigo 416º do CdVM).

2. Os processos de contraordenação da competência da CMVM podem seguir uma forma comum ou uma forma especial, designada como forma sumaríssima.

Na forma comum imputa-se indiciariamente a infração ao arguido, garante-se o direito de audição e defesa antes de ser proferida a decisão (artigo 50º do Regime Geral das Contraordenações), realiza-se a atividade instrutória que ao caso possa caber e profere-se a decisão final. O arguido pode aceitar (expressa ou tacitamente) esta decisão ou, pelo contrário, pode impugná-la junto dos tribunais judiciais. Se o fizer a CMVM pode juntar alegações de resposta e depois intervém no processo durante a fase judicial com poderes autónomos (artigo 416º do CdVM). Isto não exclui a intervenção do Ministério Público, que representará a pretensão sancionatória do Estado, completada com a intervenção técnico-jurídica da autoridade de supervisão, a quem cabe a defesa dos interesses e valores associados ao regular funcionamento do mercado.

A forma sumaríssima (criada em 1999) está prevista para infrações de reduzida gravidade e permite uma razoável economia processual, pois a autoridade de supervisão formula uma proposta sancionatória concreta (uma admoestação ou uma coima que não exceda o triplo do limite mínimo legalmente previsto) que, se for aceite pelo arguido, põe fim ao processo, sendo irrecorrível. Caso contrário, se o arguido não aceitar tal proposta sancionatória, o processo continuará a tramitação na forma comum (artigo 414º do CdVM).

Em qualquer uma das formas de processo podem ser aplicadas medidas cautelares (artigo 412º do CdVM), de finalidade preventiva (suspensão de atividade, respeito por condições específicas das mesmas ou cumprimento de deveres de informação ou apreensão e congelamento de valores).

O processo de contraordenação está em segredo de justiça até à decisão da autoridade administrativa (artigo 371º, nº 2, al. a) do Código Penal), embora exista acesso pleno aos autos pelo arguido após a dedução de acusação.

3. O processo de contraordenação visa repor de forma expedita a legalidade violada pela prática da infração e não comporta um segmento autónomo para decisão da responsabilidade civil dos intervenientes. Diversamente, em processos criminais o lesado pode reclamar no processo uma indemnização por danos sofridos em consequência do crime (artigos 71º e ss, do CPP) e as pessoas coletivas, não sendo criminalmente responsáveis por abuso de informação ou manipulação do mercado, podem, contudo, responder civilmente no plano da reparação de danos ou ser visadas pelo estorno das vantagens obtidas com o crime (artigos 378º, nº 7 e 379º, nº 5 do CdVM). Não significa isto que a reparação dos danos causados seja indiferente para o processo de contraordenação, pelo contrário: a reparação dos danos pelo arguido será sempre uma circunstância a ter em conta na determinação da responsabilidade (determinação da sanção) e pode, inclusivamente, ser ponderada como condição do processo sumaríssimo ou da suspensão da execução da sanção.

4. Apesar de as garantias constitucionais do processo criminal não se aplicarem todas e da mesma forma ao processo de contraordenação (pois o legislador distingue claramente as duas formas de processo quanto ao nível de garantias, ao enunciar as segundas autonomamente no nº 10 do artigo 32º da Constituição), este é igualmente uma modalidade de processo de Direito sancionatório Público estruturado sobre direitos processuais fundamentais do arguido, nomeadamente o direito de audição, de defesa, de impugnação e de recurso, a presunção de inocência do arguido e o correspondente ónus de provar a culpabilidade do mesmo a cargo da entidade pública. Em algumas matérias, o processo de contraordenação acaba por contemplar inclusivamente níveis de garantias mais intensos do que o processo criminal (*v.g.* quanto às oportunidades de defesa e de recurso do arguido ou quanto à possibilidade de ser retirada a acusação em juízo), embora a opção do legislador constitucional não vá nesse sentido.

## **D. Averiguações preliminares em crimes contra o mercado**

1. Nos termos do disposto no artigo 383º do CdVM, a CMVM tem competência para determinar a abertura de processo de averiguações preliminares, quando obtenha o conhecimento de factos que possam vir a ser qualificados como crime contra o mercado.

O CdVM prevê, nos seus artigos 378º e 379º, dois crimes contra o mercado: o abuso de informação e a manipulação de mercado.

No âmbito do referido processo de averiguações preliminares a CMVM desenvolve as diligências dirigidas ao apuramento de indícios que fundamentem a remessa dos elementos relevantes à autoridade judiciária, nos termos do disposto no artigo 386º do CdVM.

Para o desenvolvimento dessas averiguações, a CMVM dispõe das prerrogativas elencadas no artigo 385º do CdVM. Essas prerrogativas são, regra geral, exercidas autonomamente pela CMVM, mas, no caso da possibilidade de obtenção dos registos de contactos telefónicos e de transmissão de dados junto das entidades prestadoras desses serviços, é necessária autorização prévia da autoridade judiciária. O mesmo sucede no que respeita à possibilidade de aplicação das medidas de combate à criminalidade organizada e económico-financeira, tal como se refere no nº 4 do artigo 385º.

O objetivo do processo de averiguações preliminares é, assim, o de possibilitar uma análise especializada em matéria de crimes de mercado que permita determinar a existência de uma suspeita suficientemente fundamentada para justificar a abertura de inquérito criminal por factos que possam vir a enquadrar um dos dois crimes contra o mercado previstos no CdVM.

2. Não obstante a CMVM poder desenvolver averiguações preliminares apenas em relação aos crimes de mercado previstos no CdVM, pode suceder que, no âmbito dessas averiguações ou no exercício das suas demais competências de supervisão, a CMVM venha a apurar factos susceptíveis de ter outro enquadramento criminal. É o que tem sucedido, por exemplo, quando a CMVM supervisiona o exercício não autorizado de atividades de intermediação financeira ou a sua publicação por entidades não registadas, casos em que a CMVM tem algumas

vezes identificado indícios da prática dos crimes de burla, atividade ilícita de receção de depósitos e outros fundos reembolsáveis ou de branqueamento de capitais. Nestes casos a CMVM deve, nos termos do disposto no nº 2 do artigo 364º do CdVM, participar os factos às entidades competentes. Por esse motivo, no elenco de participações referidas no presente texto, consta também a indicação das participações realizadas por factos que enquadram outros ilícitos criminais.

## **E. Regime sancionatório internacional: abuso de mercado, mercados e intermediação financeira, prospetos e transparência**

1. O enquadramento internacional da legislação vigente no âmbito do mercado de valores mobiliários é marcado essencialmente por quatro conjuntos de diplomas comunitários que regulam os seguintes temas:

- Abuso de Mercado (Regulamento (UE) nº 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, Diretiva 2014/57/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de janeiro de 2003, Diretiva 2003/124/CE da Comissão, de 22 de dezembro de 2003, Diretiva 2003/125/CE da Comissão, de 22 de dezembro de 2003 e Diretiva 2004/72/CE da Comissão, de 29 de abril de 2004);
- Mercados e Instrumentos Financeiros (Regulamento (UE) nº 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativo aos mercados de instrumentos financeiros e Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros);
- Prospetos (Regulamento Delegado (UE) nº 382/2014 da Comissão de 7 de março de 2014, Regulamento Delegado (UE) nº 759/2013 da Comissão, de 30 de abril de 2013, Regulamento Delegado (UE) nº 862/2012 da Comissão, de 4 de junho de 2012, Regulamento Delegado (UE) nº 486/2012 da Comissão, de 30 de março de 2012, Diretiva 2010/73/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010, Diretiva 2003/



/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de novembro de 2003, Regulamento (CE) n.º 809/2004 da Comissão, de 29 de abril de 2004, Regulamento (CE) n.º 1787/2006 da Comissão, de 4 de dezembro de 2006, Regulamento (CE) n.º 211/2007 da Comissão, de 27 de fevereiro de 2007, Regulamento (CE) n.º 1569/2007 da Comissão, de 21 de dezembro de 2007 e Regulamento (CE) n.º 1289/2008 da Comissão, de 12 de dezembro de 2008);

- Transparência (Diretiva 2013/50/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de outubro de 2013, Diretiva 2007/14/CE da Comissão, de 8 de março de 2007, e Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de dezembro de 2004).

Os regimes contidos naqueles diplomas comunitários consagram conjuntos de regras, transpostas nos vários ordenamentos jurídicos nacionais, cuja violação pode ter como consequência, dependendo do Estado-Membro, nuns casos, a aplicação de sanções contraordenacionais, noutros, de sanções de natureza criminal e, ainda, medidas de natureza administrativa (como, por exemplo, o cancelamento da autorização para o exercício de atividade).

Tendo por finalidade a concretização do mercado único europeu, a legislação comunitária visa a maior harmonização possível entre os regimes jurídicos aplicáveis nos diversos Estados-Membros, quer ao nível da definição das regras, quer ao nível da sua aplicação. Para a efetiva execução deste objetivo é realizado, a nível comunitário, um trabalho permanente, não só de definição de entendimentos e de práticas comuns, como também de avaliação da aplicação da legislação comunitária pelos vários Estados-Membros.

2. A CMVM solicitou às autoridades de supervisão do mercado de valores mobiliários dos outros Estados-Membros informação atualizada sobre o regime sancionatório vigente em cada um dos respetivos países, relativamente à violação das regras que resultam da transposição comunitária dos diplomas relativos ao mercado de valores mobiliários, tendo em vista obter uma visão geral das sanções aplicáveis nos diversos Estados-Membros.

Assim, em julho de 2014, foi solicitado às entidades de supervisão dos Estados-Membros que prestassem informação sobre o regime contraordenacional e/ou penal aplicável ao **(1)** abuso de mercado. Em resposta ao pedido de informações da CMVM foram recolhidas 27 respostas (nestas se incluindo informação referente a Portugal) durante os meses de julho, agosto e setembro de 2014.

Das respostas recebidas resulta o panorama que seguidamente se descreve, o qual não reflete a transposição da legislação europeia de 2014 cujo prazo ainda se encontra em curso:

### **(1) Abuso de mercado**

No que respeita ao tipo de sanções aplicáveis à prática de infrações de abuso de mercado, a maioria dos Estados-Membros (96%) pode aplicar sanções contraordenacionais e criminais, tanto em casos de abuso de informação privilegiada, como de manipulação de mercado. A única exceção é a Suécia, onde apenas são aplicadas sanções criminais.

Apesar de na maioria dos Estados-Membros ser possível a aplicação de sanções contraordenacionais e criminais, na verdade, as sanções contraordenacionais e criminais são aplicadas alternativamente, tendo em conta diversos critérios. Como tal, nesses Estados-Membros, o abuso de informação privilegiada e a manipulação de mercado não estão, na prática, sujeitos à aplicação cumulativa de ambos os tipos de sanções.

Em 25 dos 26 Estados-Membros nos quais o abuso de mercado pode dar origem a um processo de contraordenação podem ser aplicadas sanções contraordenacionais, tanto a pessoas singulares, como a pessoas coletivas. A única exceção é a Lituânia, onde as sanções contraordenacionais apenas podem ser aplicadas a pessoas singulares.

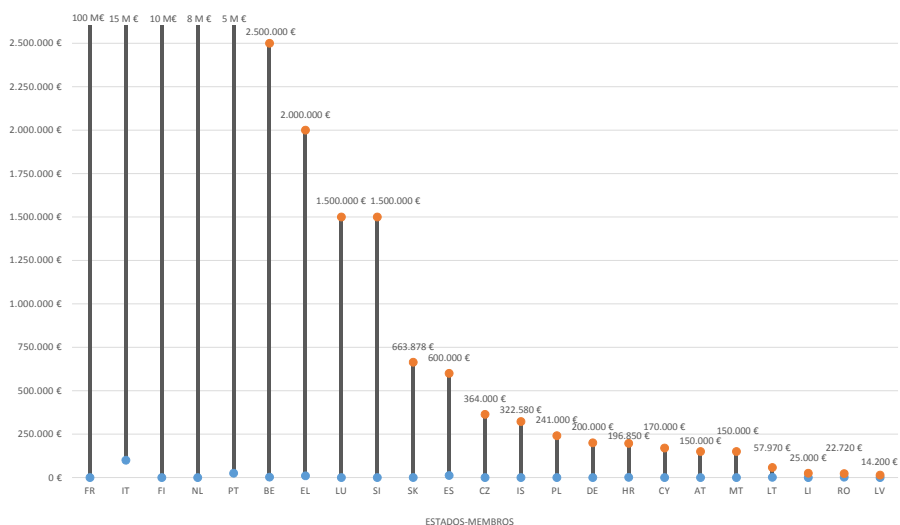
Contudo, apesar de a maioria dos Estados-Membros poder, em abstrato, aplicar sanções contraordenacionais, tanto a pessoas singulares, como a pessoas coletivas, existem certas restrições nalguns Estados-Membros, fazendo com que a punição de uma das pessoas dependa da verificação de determinados requisitos (por exemplo, na Áustria, as pessoas singulares apenas são puníveis na ausência de norma legislativa que permita a punição da pessoa coletiva, enquanto em Itália, se a pessoa singular tiver agido no interesse da pessoa coletiva ou para

benefício desta, a pessoa coletiva é também punida na mesma medida em que tenha sido a pessoa singular).

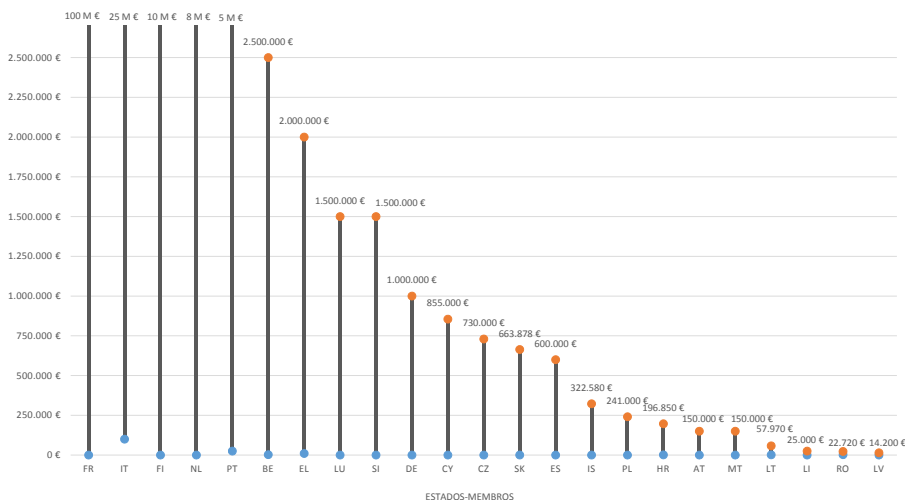
No que se refere ao montante das coimas aplicáveis às situações de abuso de mercado, conforme se mostra nos gráficos 1 e 2, verifica-se uma significativa disparidade nos montantes das coimas aplicáveis nos diferentes Estados-Membros. Com efeito, o montante máximo da coima pode variar entre 14.200 euros (Letónia) e 100.000.000 euros (França). Relativamente ao montante mínimo, a legislação nacional da maioria dos Estados-Membros não fixa um valor mínimo para as coimas. No entanto, em alguns países (Itália e Portugal), o valor mínimo da coima que se encontra fixado na legislação nacional é superior ao valor máximo da coima aplicável noutros Estados-Membros (Letónia, Roménia e Lituânia).

Destaca-se ainda que as legislações nacionais de quatro Estados-Membros (Dinamarca, Noruega, Suécia e Reino Unido) não preveem a aplicação de coimas em casos de abuso de informação privilegiada e de manipulação de mercado.

**GRÁFICO 1 – Montantes das coimas  
(Abuso de informação privilegiada)**



**GRÁFICO 2 – Montante das coimas  
(Manipulação de mercado)**



As autoridades de supervisão dos Estados-Membros têm ainda à sua disposição muitas outras medidas administrativas de natureza sancionatória que podem ser aplicadas às pessoas e/ou entidades por violação das regras de abuso de informação privilegiada e manipulação de mercado (cf. gráficos 3 e 4).

De entre aquelas medidas administrativas destaca-se que cerca de 80% das autoridades de supervisão dos Estados-Membros têm poderes para interditar temporariamente o exercício de profissão ou atividade do agente ou revogar a autorização à pessoa coletiva para o exercício de atividade.

Muito comum é, também, a possibilidade de aplicar uma inibição para o exercício de cargos de administração ou direção em entidades supervisionadas e de apreensão das vantagens obtidas com a prática da infração.

*Notas:*

*BE – Valor máximo pecuniário de 2.500.000 euros para o mesmo ato ou série de atos. Quando da prática da infração resultar um benefício económico para o infrator, aquele valor máximo será aumentado para o dobro do benefício obtido e, se houver repetição da infração, será aumentado para o triplo do benefício obtido;*

*CY – No que respeita à manipulação de mercado, o valor máximo pode atingir os 1.710.000 euros em caso de reincidência, ou o dobro do benefício económico obtido pelo infrator em resultado da infração;*

*DE – No que respeita à manipulação de mercado, o valor máximo aplicável às pessoas coletivas é de 100.000 euros;*

*DK – A Dinamarca não aplica sanções pecuniárias;*

*EL – O valor pecuniário máximo pode triplicar em caso de prática reiterada da infração;*

*ES – No que respeita ao abuso de informação privilegiada, o montante máximo da coima pode ir até ao valor mais elevado equivalente a cinco vezes o benefício obtido ou as perdas evitadas; 5% dos fundos próprios da empresa infratora; 5% do total dos recursos utilizados na infração ou 600.000 euros. Nos casos de abuso de mercado, a CNMV aplica geralmente a sanção referida em primeiro lugar;*

*ES – No que respeita à manipulação de mercado, o montante máximo da coima pode ir até cinco vezes o benefício económico obtido ou prejuízos evitados; 5% dos fundos próprios da empresa infratora; 5% dos fundos totais usados pela empresa na prática da infração; ou 600.000 euros. Para os casos de abuso de mercado, a CNMV aplica, por norma, a sanção correspondente a 5 vezes o benefício económico obtido ou os prejuízos evitados;*

*FI – para pessoas singulares, o valor máximo é de 10% do lucro tributável, não superior a 100.000 euros; para pessoas coletivas, o montante máximo é de 10% da receita do ano anterior, não superior a 10.000.000 euros;*

*FR – Para as pessoas singulares que atuem em nome de pessoas coletivas (tais como intermediários financeiros ou infraestruturas de mercado) a sanção máxima é de 15.000.000 euros; o valor máximo pode atingir 100 milhões EUR ou 10 vezes o valor dos lucros obtidos;*

*HR – Para as pessoas singulares, a sanção pecuniária é de 50.000 HRK (6.561 euros) até 1.500.000 HRK (196.850 euros); para as pessoas singulares, a sanção pecuniária é de 10.000 HRK (1.312 euros) até 50.000 HRK (6.561 euros);*

*IS – Para as pessoas singulares, a sanção é de 10.000 ISK (64,52 euros) até 20.000.000 ISK (129.032 euros); para as pessoas coletivas, a sanção é de 50.000 ISK (322,50 euros) até 50.000.000 ISK (322.580 euros);*

*IT – No que respeita ao abuso de informação privilegiada, se o máximo de 15.000.000 euros não for considerado suficiente, face ao lucro obtido, o valor pode chegar até aos 45.000.000 euros ou, se superior, até 10 vezes o lucro;*

*IT – No que respeita à manipulação de mercado, se o máximo de 25.000.000 euros não for considerado suficiente, face ao lucro obtido, o valor pode chegar até aos 75.000.000 euros ou, se superior, até 10 vezes o lucro;*

*LT – Para as pessoas singulares, a sanção é de 1.450 euros até 17.390 euros; para as pessoas coletivas, a sanção é de até 57.970 euros o dobro do montante do rendimento recebido ilegalmente, outra vantagem pecuniária, prejuízos evitados ou despesas incorridas;*

*LU – No que respeita à manipulação de mercado, se houver benefício económico, o valor da coima pode ser até 10 vezes o lucro obtido e nunca inferior ao lucro;*

*NL – No que respeita à manipulação de mercado, o montante máximo da coima é de 8.000.000 euros;*

*NO – A congénere norueguesa (Finanstilsynet) não tem poderes para aplicar sanções pecuniárias por violação dos regimes de manipulação de mercado ou manipulação de mercado;*

*PL – No que respeita ao abuso de informação privilegiada, o limite máximo de 241.000 euros aplica-se à falta de comunicação de operação suspeita ou comunicação de operação suspeita em violação das regras;*

*PL – No que respeita à manipulação de mercado, o montante máximo da coima é de 241.000 euros ou 10 vezes o lucro obtido;*

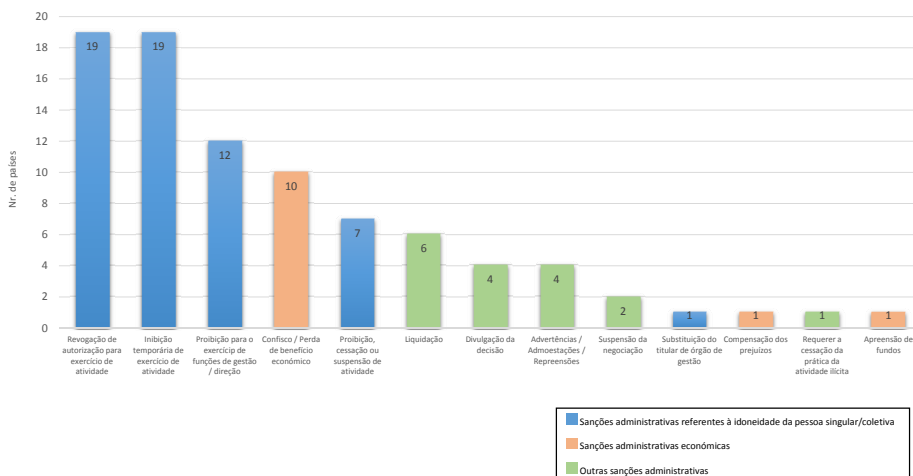
*RO – O intervalo de 10,000 RON (2.272 euros) a 100,000 RON (22.720 euros) aplica-se quando as transações não foram concluídas; se foram concluídas, a sanção mínima é uma soma equivalente a metade do valor das transações efetuadas e a sanção máxima é uma soma equivalente à totalidade das transações efetuadas;*

*SE – A legislação administrativa no sistema jurídico sueco não regula sanções pecuniárias;*

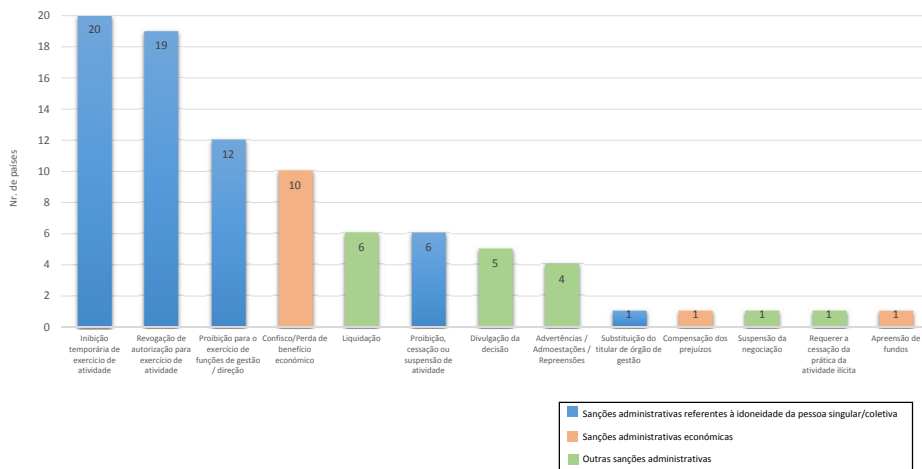
*SI – Para as pessoas singulares, o valor da sanção pode variar entre 130 euros e 30.000 euros; para as pessoas coletivas, o valor da sanção pode variar entre 25.000 euros e 1.500.000 euros;*

*UK – Não foi indicado qualquer valor mínimo ou máximo.*

**GRÁFICO 3 – Sanções administrativas não pecuniárias  
(Abuso de informação privilegiada)**



**GRÁFICO 4 – Sanções administrativas não pecuniárias  
(Manipulação de mercado)**



No que se refere à possibilidade de aplicação de sanções criminais destaca-se que o abuso de informação privilegiada e a manipulação de mercado podem dar origem a processos-crime em todos os 27 Estados-Membros.

Na maioria dos Estados-Membros (80%), as sanções criminais podem ser aplicadas quer a pessoas singulares, quer a pessoas coletivas. Contudo, apesar de a maioria dos Estados-Membros poder, em abstrato, aplicar sanções criminais tanto a pessoas singulares, como a pessoas coletivas, em alguns Estados-Membros, a punição de uma das pessoas obedece a certas restrições ou encontra-se dependente da verificação de determinados requisitos (por exemplo, em Itália, se a pessoa singular tiver agido no interesse ou em benefício da pessoa coletiva, esta é também punida na mesma medida em que o tenha sido a pessoa singular, enquanto na Polónia as pessoas coletivas apenas podem ser punidas se ficar provado que a entidade obteve um benefício decorrente da conduta do agente que cometeu a infração, sendo necessário que este último também tenha sido condenado pelo tribunal).

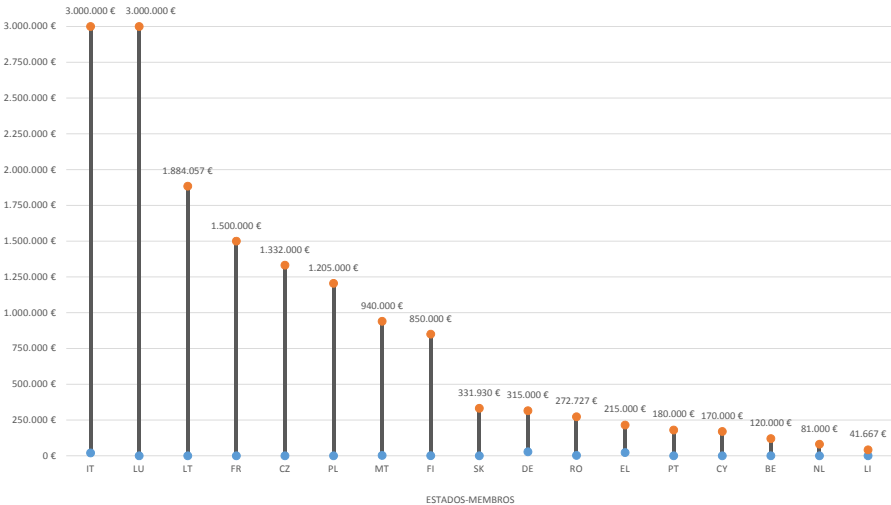
Existe ainda um número significativo de jurisdições (República Checa, Alemanha, Grécia, Portugal e Suécia), correspondente aos restantes 20%, onde a responsabilidade criminal por abuso de informação privilegiada e manipulação de mercado só é apurada relativamente às pessoas singulares, inexistindo, por conseguinte, responsabilidade criminal das pessoas coletivas.

Já quanto ao montante das multas aplicáveis às situações de abuso de mercado, conforme se mostra nos gráficos 5 e 6, verifica-se uma significativa disparidade nos montantes das multas aplicáveis nos diferentes Estados-Membros. Com efeito, o montante máximo da multa pode variar entre 41.667 euros (Lituânia) e 3.000.000 euros (Itália e Luxemburgo), nos casos de abuso de informação privilegiada, e entre 41.667 euros (Lituânia) e 5.000.000 euros (Itália), nos casos de manipulação de mercado. Relativamente ao montante mínimo, a legislação nacional da maioria dos Estados-Membros não fixa um valor mínimo para as multas ou fixa um valor muito baixo.

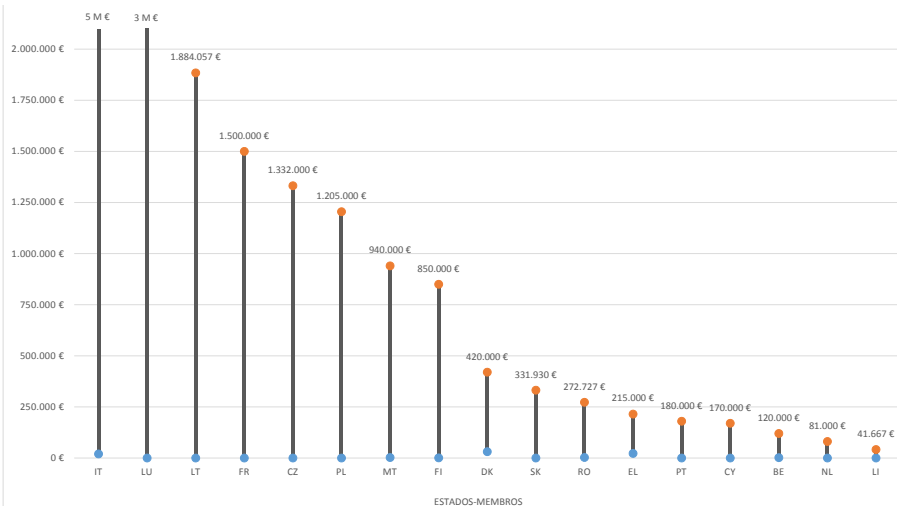
Chama-se a atenção para o facto de as legislações nacionais de oito Estados-Membros (Áustria, Eslovénia, Espanha, Hungria, Islândia, Letónia, Noruega e Suécia) não preverem um limite máximo nem mínimo para as multas aplicáveis a casos de abuso de informação e de manipulação de mercado. Além dos referidos Estados-Membros, o mesmo acontece nos casos de abuso de informação privilegiada em mais dois Estados-Membros (Dinamarca e Finlândia) e relativamente a

situações de manipulação de mercado noutros dois Estados-Membros (Alemanha e Reino Unido).

**GRÁFICO 5 – Montantes das multas  
(Abuso de informação privilegiada)**



**GRÁFICO 6 – Montantes das multas  
(Manipulação de mercado)**





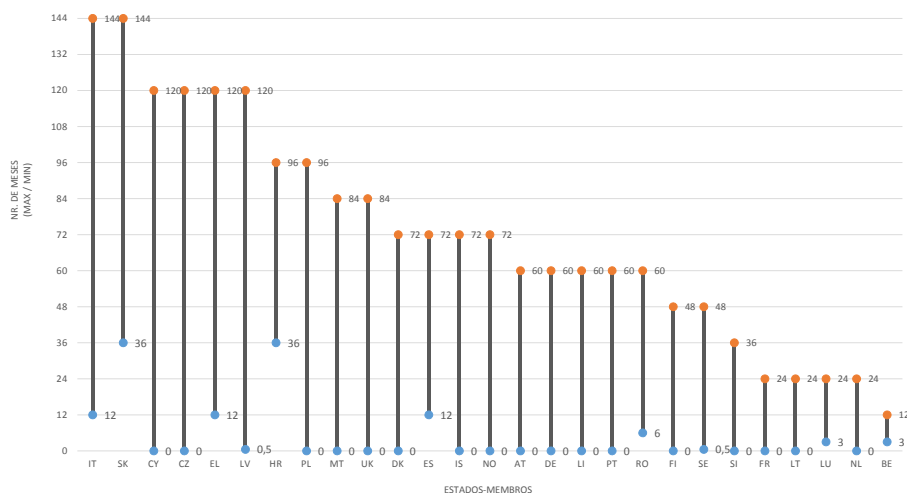
*Notas:**AT – Sanção máxima de 360 Tagessätze (valor diário);**BE – No que respeita ao abuso de informação privilegiada, para as pessoas singulares, a sanção pecuniária mínima é de 300 EUR e a máxima é de 60.000 euros; para as pessoas coletivas, a sanção pecuniária mínima é de 1.500 euros e a máxima é de 120.000 euros. Além disso, tanto para as pessoas singulares como coletivas, o infrator pode ser condenado a pagar um montante correspondente, no máximo, ao triplo do capital obtido, direta ou indiretamente, com a infração;**BE – No que respeita a manipulação de mercado, para as pessoas singulares, a sanção pecuniária máxima é de 60.000 euros; para as pessoas coletivas, a sanção pecuniária máxima é de 120.000 euros;**DE – Sanção pecuniária de cinco unidades diárias completas a 360 unidades diárias completas;**DK – A Dinamarca não tem um valor mínimo ou máximo para sanções pecuniárias criminais;**ES – No que respeita ao abuso de informação privilegiada, para as pessoas singulares, o valor da sanção pecuniária criminal varia entre o valor do benefício obtido e até três vezes esse valor; para as pessoas coletivas, o valor da sanção pecuniária criminal varia entre 2 vezes o valor do benefício obtido e até quatro vezes esse valor;**FI – Para as pessoas singulares, o tribunal pode ordenar o pagamento de uma multa sem valor mínimo ou máximo;**FR – Um valor máximo de 1,5 milhões euros ou 10 vezes o valor dos lucros;**IT – No que respeita ao abuso de informação privilegiada, se o máximo de 3.000.000 euros não for considerado suficiente, face ao lucro obtido, o valor máximo pode chegar até aos 9.000.000 euros ou, se superior, até 10 vezes o lucro;**IT – No que respeita a manipulação de mercado, se o máximo de 5.000.000 euros não for considerado suficiente, face ao lucro obtido, o valor máximo pode chegar até aos 15.000.000 euros ou, se superior, até 10 vezes o lucro;**LT – Para as pessoas singulares, o valor máximo é de 18.840 euros;**LU – No que respeita ao abuso de informação privilegiada, para as pessoas singulares, a sanção varia entre 125 euros e 1.500.000 euros (125 euros e 150.000 euros para os casos relacionados com os artigos 3 e 4 da Diretiva sobre o Abuso de Mercado); para as pessoas coletivas, a sanção varia entre 500 euros e 3.000.000 euros (500 euros a 300.000 euros para os casos relacionados com os artigos 3 e 4 da Diretiva sobre o Abuso de Mercado);**LU – No que respeita a manipulação de mercado, para as pessoas singulares, o valor máximo é de 1.500.000 euros; para as pessoas coletivas, o valor máximo é de 500 euros;**LV – De 1.600 euros até ao confisco de propriedade;**MT – Valor máximo de 940.000 euros ou até 3 vezes o lucro obtido ou a perda evitada em virtude da prática da infração**NO – Sem indicação de sanção pecuniária mínima/máxima**PL – No que respeita a manipulação de mercado, em caso de cumplicidade, a sanção máxima é de 482.000 euros;**PT – O tribunal pode ordenar uma multa de 10 unidades diárias completas a 360 unidades diárias completas; cada unidade diária pode corresponder a um montante entre 5 euros e 500 euros;**SE – Dependendo das situações, pode ser imposta uma sanção pecuniária em detrimento de uma pena de prisão*

Em todos os Estados-Membros inquiridos, além da pena de multa, quem cometer o crime de abuso de informação privilegiada ou de manipulação de mercado está sujeito ao cumprimento de pena de prisão. Contudo, conforme pode ser observado nos gráficos 7 e 8, existem variações significativas no que respeita aos limites mínimo e máximo da pena de prisão aplicável nos diferentes Estados-Membros pela prática dos crimes de abuso de informação privilegiada e de manipulação de mercado.

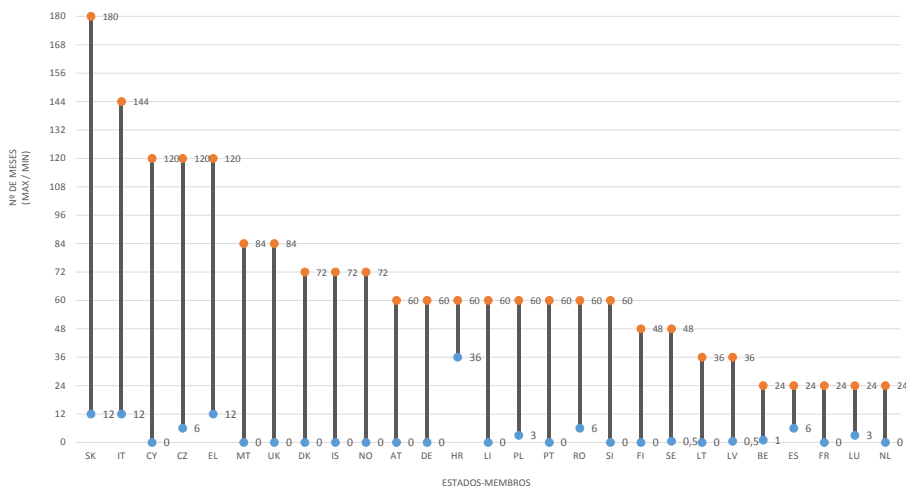
Com efeito, alguns Estados-Membros aplicam penas severas em ambos os tipos de crime, com penas máximas de prisão iguais ou superiores a 10 anos (Chipre, Eslováquia, Grécia, Itália e República Checa) (no caso da Letónia, a pena máxima de prisão de 10 anos apenas é aplicável a casos de abuso de informação privilegiada), enquanto noutros Estados-Membros a pena máxima de prisão não ultrapassa os dois anos relativamente a nenhum dos crimes de abuso de mercado (Bélgica, França, Holanda e Luxemburgo).

No que se refere ao limite mínimo, a legislação nacional da maioria dos Estados-Membros não estabelece um período mínimo de pena de prisão. Em duas jurisdições (Hungria, relativamente aos dois tipos de crime, e Eslováquia, apenas relativamente ao crime de abuso de informação privilegiada), o limite mínimo da pena de prisão (três anos) é superior à pena máxima aplicável nos Estados-Membros em que esse limite é mais baixo (Bélgica, França, Holanda e Luxemburgo).

**GRÁFICO 7 – Penas de prisão  
(Abuso de informação privilegiada)**



**GRÁFICO 8 – Penas de prisão  
(Manipulação de mercado)**



**Notas:**

*EL – O período máximo aplica-se quando o valor da transação excede um milhão de euros ou a pessoa ganha (para conta própria ou de terceiros) um benefício económico superior a 300.000 euros.*

*FI – O período máximo de prisão é de dois anos; contudo, nas situações em que o crime é especialmente qualificado, o período de pena de prisão pode variar entre um mínimo de quatro meses e um máximo de quatro anos;*

*LI – Se tiver sido provocado um prejuízo superior a 75.000 CHF, a pena de prisão pode variar entre 36 e 60 meses;*

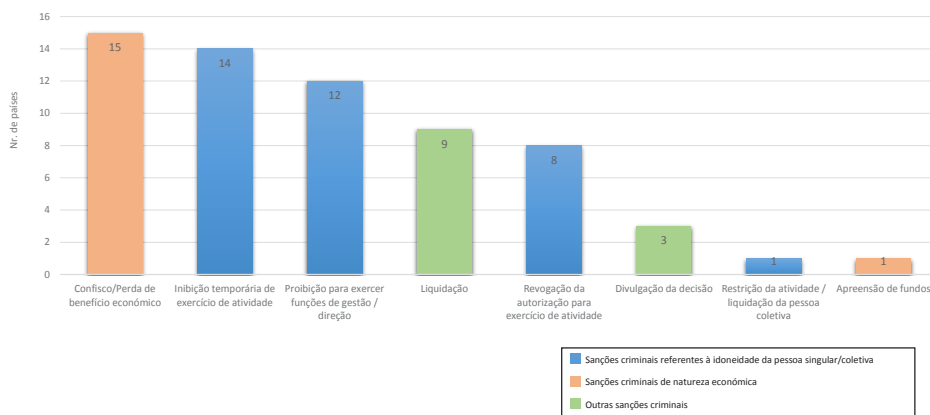
*PL – Máximo de três anos de prisão pela transmissão de informação privilegiada e por incitar outra pessoa para executar uma operação, enquanto estiver na posse de informação privilegiada; de três meses a cinco anos por abuso de informação privilegiada; de seis meses a cinco anos pela divulgação de informação falsa relativa a informação privilegiada; seis meses a oito anos por abuso de informação privilegiada por parte dos designados “primary insiders”*

Além da sanção pecuniária (multa) e da sanção privativa da liberdade (pena de prisão), os tribunais podem impor uma grande variedade de sanções criminais nos diversos Estados-Membros conforme se ilustra nos gráficos 9 e 10. Essas sanções criminais traduzem-se, em regra, numa correspondência às medidas administrativas de natureza sancionatória (não pecuniária) aplicáveis nos processos contraordenacionais (com exceção da sanção “trabalhos forçados” prevista na Letónia para casos de manipulação de mercado).

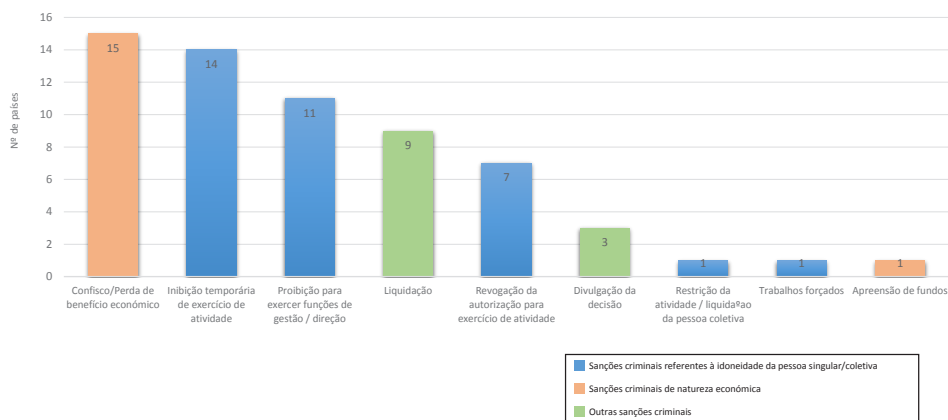
Por um lado, podem ser aplicadas outras sanções de carácter económico (como o confisco ou a perda do benefício económico e a apreensão

de fundos) e, por outro, sanções que limitam a atividade do infrator (interdição temporária do exercício de profissão ou atividade, inibição para o exercício de cargos de administração ou direção, revogação da autorização à pessoa coletiva para o exercício de atividade e até restrição da atividade/liquidação da própria entidade).

**GRÁFICO 9 – Sanções criminais não pecuniárias  
(Abuso de informação privilegiada)**



**GRÁFICO 10 – Sanções criminais não pecuniárias  
(Manipulação de mercado)**



**(2) Prospetos:**

- 1) Na Alemanha são aplicáveis coimas até 500.000 euros.
- 2) Na Áustria são aplicáveis coimas até 50.000 euros.
- 3) Na Bélgica são aplicáveis coimas de 2.500 euros a 2.500.000 euros.
- 4) No Chipre são aplicáveis coimas de 25.000 libras cipriotas a 200.000 libras cipriotas, ou então uma fração da oferta ilegal (até  $\frac{1}{3}$  na primeira vez ou  $\frac{1}{2}$  se a conduta for repetida).
- 5) Na Dinamarca são aplicáveis coimas até 1.350 euros.
- 6) Na Eslovénia são aplicáveis coimas de 2.500 euros até 375.500 euros.
- 7) Na Estónia são aplicáveis coimas até 18.000 coroas da Estónia para pessoas singulares e até 50.000 coroas da Estónia para pessoas coletivas.
- 8) Na Finlândia<sup>1</sup> são aplicáveis coimas de 50 euros até 1.000 euros para pessoas singulares e de 500 euros até 10.000 euros para pessoas coletivas.
- 9) Em França são aplicáveis coimas até 2.500.000 euros.
- 10) Na Grécia são aplicáveis coimas de 3.000 euros a 1.000.000 euros.
- 11) Na Holanda são aplicáveis coimas de 87.125 euros.
- 12) Na Hungria são aplicáveis coimas de 200.000 forints a 10.000.000 forints.
- 13) Na Irlanda são aplicáveis coimas até 2.500.000 euros.
- 14) Em Itália são aplicáveis coimas de 25.825 euros até 516.455 euros.
- 15) Na Letónia são aplicáveis coimas até 14.200 euros.
- 16) Na Lituânia são aplicáveis coimas até 100.000 litas.
- 17) No Luxemburgo são aplicáveis coimas de 125 euros a 125.000 euros.

<sup>1</sup> Na Finlândia, existe ainda a possibilidade de aplicar “*penalty payments*” (sanção administrativa aplicada pelo Tribunal sob proposta da Autoridade) cujos limites são de 100 euros a 10.000 euros para as pessoas singulares e de 500 euros a 20.000 euros para pessoas coletivas e de multas a aplicar em processo-crime cujos valores são de um a 120 dias de multa para pessoas singulares (o montante do valor diário da multa varia em função dos rendimentos, património e solvência da pessoa) e de 850 euros a 850.000 euros para pessoas coletivas.

- 18) Na Noruega são aplicáveis coimas de 110.000 coroas norueguesas até 1.000.000 coroas norueguesas.
- 19) Na Polónia são aplicáveis coimas até 1.000.000 zlotych (em alguns casos até 5.000.000).
- 20) Em Portugal, até 19 de junho de 2009, eram aplicáveis coimas de 2.500 euros até 2.500.000 euros; após essa data, são aplicáveis coimas de 2.500 euros até 5.000.000 euros.
- 21) No Reino Unido são aplicáveis coimas de 5.000 libras esterlinas até montante ilimitado.
- 22) Na República Checa são aplicáveis coimas até 356.300 euros.
- 23) Na Suécia são aplicáveis coimas de 50.000 coroas suecas até 10.000.000 coroas suecas.

**(3) Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF)<sup>2</sup>:**

País	Medidas de natureza administrativa		Medidas criminais	
	Coimas	Medidas de outra natureza	Multas	Prisão
Alemanha	Sim	Sim	Sim	Sim
Áustria	Sim	Sim	Não	Não
Bélgica	Sim	Sim	Sim	Sim
Bulgária	Sim	Sim	Sim	Sim
Chipre	Sim	Sim	Sim	Sim
Dinamarca	Sim	Sim	Sim	Sim
Eslováquia	Sim	Sim	Sim	Sim
Eslovénia	Sim	Sim	Não	Não
Espanha	Sim	Sim	Não	Não
Estónia	Sim	Sim	Sim	Não
Finlândia	Sim	Sim	Sim	Sim
França	Sim	Sim	Sim	Sim
Grécia	Sim	Sim	Não	Sim
Holanda	Sim	Sim	Sim	Sim
Hungria	Sim	Sim	Sim	Sim
Irlanda	Sim	Sim	Sim	Sim
Islândia	Sim	Sim	Sim	Sim
Itália	Sim	Sim	Sim	Sim
Letónia	Sim	Sim	Sim	Sim
Lituânia	Sim	Sim	Sim	Sim
Luxemburgo	Sim	Sim	Sim	Sim
Malta	Sim	Sim	Sim	Sim
Noruega	Não	Sim	Sim	Sim
Portugal	Sim	Sim	Não	Não
Reino Unido	Sim	Sim	Sim	Sim
República Checa	Sim	Sim	Sim	Sim
Roménia	Sim	Sim	Não	Não
Suécia	Sim	Sim	Não	Não

<sup>2</sup> A análise só considera 28 dos 29 atuais Estados membros do CESR uma vez que foi efetuada quando a Polónia ainda não transpusera a DMIF.

Em relação à aplicação de sanções (coimas, pena de prisão e de multa):

- 1) Na Noruega há apenas punição criminal (prisão até um ano; multa).
- 2) Há países que apenas aplicam sanções de natureza administrativa:
  - a. Áustria (coimas até 50.000 euros),
  - b. Eslovénia (coimas até 370.000 euros),
  - c. Espanha (coimas até 600.000 euros, cinco vezes o lucro, 5% dos fundos próprios da empresa infratora ou do total dos fundos usados na infração),
  - d. Portugal (até 19 de junho de 2009, eram aplicáveis coimas até 2.500.000 euros; após essa data, são aplicáveis coimas até 5.000.000 euros),
  - e. Roménia (coimas até 13.545 euros para pessoas singulares, até 5% do capital social realizado para pessoas coletivas), e
  - f. Suécia (coimas até 5.352.990 euros).
- 3) Há países em que são aplicáveis sanções de natureza administrativa e penais (multa e prisão):
  - a. Na Estónia são aplicáveis coimas (até 32.000 euros) e multa.
  - b. Na Grécia são aplicáveis coimas (até 3.000.000 euros ou o dobro do benefício) e prisão (até um ano).
  - c. Nos demais países são aplicáveis coimas, prisão e multa:
    - (i) Alemanha (coimas até 500.000 euros; prisão até três anos; multa ilimitada),
    - (ii) Bélgica (coimas até 2.500.000 euros, podendo o máximo ser elevado até ao dobro do benefício ou até ao triplo do benefício em caso de infração repetida, ou 50.000 euros por cada dia de atraso (*non compliance penalties*); prisão até um ano; multa até 10.000 euros, podendo o limite ser multiplicado por cinco),
    - (iii) Bulgária (coimas até 100.000 euros – em caso de infrações repetidas por uma pessoa coletiva; prisão até 10 anos em alguns casos; multa até 5.000 euros; também é aplicável como medida criminal o confisco da propriedade do infrator),
    - (iv) Chipre (coimas até 700.000 euros em caso de infração repetida; prisão até cinco anos; multa até 350.000 euros; também



são aplicáveis como medidas criminais a suspensão e a proibição da prestação de serviços de investimento ou do exercício de atividade de investimento e a suspensão e a proibição de operar sistema de negociação),

- (v) Dinamarca (coimas; prisão até quatro meses; multa),
- (vi) Eslováquia (coimas até 664.000 euros – até 12 vezes a média mensal do rendimento, no caso de diretores de/em órgãos estatutários, com funções de supervisão ou com funções chave; prisão até oito anos; multa até 332.000 euros),
- (vii) Finlândia (coimas até 10.000 euros; prisão até um ano; multa dependente do rendimento do infrator),
- (viii) França (coimas até 1.500.000 euros ou 10 vezes o benefício/capital mínimo do infrator; prisão até três anos, em alguns casos até sete anos; multa até 1.500.000 euros ou 10 vezes o benefício; são também aplicáveis como medidas criminais a desqualificação da atividade profissional ou empresarial, o encerramento das instalações da empresa, o confisco, a inibição de direitos cívicos, civis e familiares [pessoas singulares], a dissolução, a proibição do exercício da atividade, a colocação sob supervisão judicial, o encerramento, a desqualificação, a proibição de passar cheques/usar cartões de pagamento, o confisco [pessoas coletivas], a suspensão do exercício de direitos de voto),
- (ix) Holanda (coimas até 96.000 euros; prisão até dois anos; multa até 16.750 euros; também são aplicáveis como medidas criminais a privação do lucro ilegal, o encerramento do negócio, o congelamento de bens e a publicação da decisão),
- (x) Hungria (coimas até 79.350 euros; prisão até três anos; multa – aplicável apenas quando é aplicada pena de prisão – até 40.000 euros),
- (xi) Irlanda (coimas até 5.000.000 euros; prisão até 10 anos; multa até 10.000.000 euros),
- (xii) Islândia (coimas até 421.384 euros; prisão até dois anos; multa; também é aplicável como medida criminal a apreensão do lucro),

- (xiii) Itália (coimas até 1.000.000 euros; prisão até oito anos; multa até 619.748 euros – limite pode ser aumentado em 1/3; também é aplicável como medida criminal a proibição da atividade profissional),
- (xiv) Letónia (coimas até 29.000 euros; prisão até dois anos; multa até 100 vezes o salário mínimo – aproximadamente 23.000 euros; também são aplicáveis como medidas criminais a privação do direito de envolvimento na atividade por um período não superior a três anos e a prestação de serviço comunitário),
- (xv) Lituânia (coimas até 29.000 euros ou dobro do benefício; prisão até quatro anos; multa até 1.882.530 euros),
- (xvi) Luxemburgo (coimas até 12.500 euros; prisão até cinco anos; multa até 125.000 euros),
- (xvii) Malta (coimas até 93.175 euros; prisão até quatro anos; multa até 465.875 euros),
- (xviii) Reino Unido (coimas ilimitadas; prisão até dois anos; multa ilimitada) e
- (xix) República Checa (coimas até 800.000 euros; prisão até um ano e três anos em alguns casos; multa até ao montante do dano causado).

#### **(4) Transparência:**

- 1) Em alguns países são apenas aplicáveis coimas: Alemanha (coima até 200.000 euros), Áustria (coima até 30.000 euros), Bulgária (coima até 2.556 euros para pessoas singulares, ou 5.112 euros em caso de várias infrações; até 5.112 euros para pessoas coletivas ou 10.225 euros em caso de várias infrações), Eslováquia (coima até 663.878 euros), Eslovénia (coima até 125.000 euros), Grécia (coima até 1.000.000 euros), Hungria (coima até 400.000 euros), Irlanda (coima até 2.500.000 euros), Letónia (coima até 14.230 euros), Lituânia (coima até 28.985 euros), Portugal (coima até 2.500.000 euros), Reino Unido (coima sem limite máximo) e Suécia (coima até 4.500.000 euros).
- 2) Existem países em que, além das sanções administrativas, são aplicáveis sanções criminais:

- a. Em alguns países são aplicáveis penas de prisão, multa e coimas: Bélgica (coima até 2.500.000 euros), Chipre (coima até 170.000 euros ou 340.000 euros em caso de várias infrações, ou até ao dobro do valor ganho em virtude da infração), Espanha (coima até ao mais elevado dos seguintes valores: cinco vezes o lucro bruto, 5% dos fundos próprios, 5% dos fundos utilizados ou 600.000 euros), Estónia (coima até 32.000 euros), Finlândia (coima até 10.000 euros para pessoas singulares e 200.000 euros para pessoas coletivas), França (coima até 10.000.000 euros), Holanda (coima até 120.000 euros), Islândia (coima até 347.964 euros), Itália (coima até 2.500.000 euros), Malta (coima até 93.175 euros) e Polónia (coima até 278.000 euros).
- b. Noutros países são aplicáveis coimas e multa: Luxemburgo (coima até 125.000 euros), Noruega (coima sem limite máximo) e República Checa (coima até 400.000 euros).
- c. Na Roménia são aplicáveis coimas e prisão (coima até 50.000 euros para pessoas singulares e até 5% do capital social para pessoas coletivas).
- d. Na Dinamarca é apenas aplicável multa.

**Códigos dos países e acrónimos das respetivas autoridades de supervisão**

Países		Autoridades de supervisão	
AT	Áustria	Financial Market Authority	FMA
BE	Bélgica	Financial Services and Market Authority	FSMA
BG	Bulgária	Financial Supervision Commission	FSC
CY	Chipre	Cyprus Securities and Exchange Commission	CySEC
CZ	República Checa	Czech National Bank	CNB
DE	Alemanha	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht	BaFin
EL	Grécia	Capital Market Commission	HCMC
ES	Espanha	Comision Nacional del Mercado de Valores	CNMV
FR	França	Autorité des Marchés Financiers	AMF
IE	Irlanda	Central Bank of Ireland	CBoI
IS	Islândia	Financial Supervisory Authority	FME
LI	Liechtenstein	Financial Market Authority Liechtenstein	FMA
MT	Malta	Malta Financial Services Authority	MFSA
RO	Roménia	Romanian National Securities Commission	CNVMR
SE	Suécia	Finansinspektionen	Finansinspektionen
SI	Eslovénia	Securities Market Agency	SMA
SK	Eslováquia	National Bank of Slovakia	NBS

## Capítulo II

### Evolução legislativa do sistema sancionatório

#### A. Os poderes de autoridade da CMVM

1. Além dos poderes gerais de acusação e de decisão em matéria contraordenacional (artigo 408º, nº 1 CdVM) foram atribuídos à CMVM poderes específicos.

Em primeiro lugar, poderes de natureza conservatória (artigo 408º, nº 2) e poderes cautelares (artigo 412º). São igualmente consagradas duas formas processuais especiais, a advertência (artigo 413º) e o processo sumaríssimo (artigo 414º), que implicam o exercício de poderes específicos pelo regulador. Em sede de sanções a lei consagra sanções acessórias próprias (artigo 404º) e a possibilidade de suspensão total ou parcial da sanção (artigo 415º). É de igual forma previsto um regime próprio de impugnação judicial das decisões em contraordenações, que reforça os poderes da CMVM em relação ao regime comum das autoridades administrativas (artigos 416º e 417º).

Em relação ao Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991, o atual CdVM de 1999 trouxe inovações de monta. A lei de 1991 não previa poderes de natureza conservatória<sup>3</sup>, nem medidas cautelares, que visassem a proteção do mercado ou dos investidores antes de

<sup>3</sup> Cf. o artigo 16º do Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991.

proferida a decisão final do processo. Se já estava prevista a advertência<sup>4</sup>, o processo sumaríssimo é novo, e instrumento fundamental, dado que permite uma forma expedita de sanção do arguido, desde que com o seu acordo. É igualmente novo o instituto da suspensão da sanção.

2. Sob o ponto de vista da atuação em juízo, o CdVM de 1999 trouxe igualmente inovações: a CMVM passa a ter plena legitimidade para intervenção em juízo, a desistência do recurso pelo Ministério Público depende da concordância da CMVM e concentrou-se num único tribunal a competência para todas as contraordenações do CdVM. Ao abrigo do anterior Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991 esta competência estava distribuída nos termos gerais, pelo tribunal do lugar da prática do facto (artigo 61º do Regime Geral das Contraordenações). Esta tendência de concentração territorial de competências foi reforçada com a Lei nº 46/2011, de 24 de junho, que criou o Tribunal da Concorrência, Regulação e Supervisão, instalado em Santarém. Uma solução muito importante para a qualidade da justiça no domínio da regulação, que reforça o saber e a experiência judicial na área sancionatória dos setores regulados, porque se trata de um tribunal de competência especializada sem o expediente diário e as pendências dos tribunais de competência genérica.

## **B. Novas contraordenações da competência da CMVM**

1. O CdVM, ao contrário do anterior Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991, adotou uma técnica de conexão material. Daí que as alterações ocorridas no regime das contraordenações respeitem apenas a aspetos em que foi estritamente necessário alterar o âmbito das contraordenações ou dos poderes da CMVM na matéria.

Assim, a maioria das alterações foi pontual. Foi o que ocorreu com o Decreto-Lei nº 66/2004, de 24 de março, que alterou os artigos 388º (alargando a conexão às sociedades de capital de risco, aos fundos de capital de risco ou a entidades legalmente habilitadas a administrar

<sup>4</sup> Artigo 681º do Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991.

fundos de capital de risco) e 392º (decorrente da supressão da técnica de reconhecimento administrativo de valores mobiliários). O mesmo se passou com o Decreto-Lei nº 219/2006, de 2 de novembro, que alterou o artigo 393º (regime das ofertas públicas) e o Decreto-Lei nº 211-A/2008, de 3 de novembro, que modificou o artigo 401º (responsabilidade das pessoas coletivas).

2. As duas principais alterações do CdVM em sede sancionatória ocorreram com a transposição da Diretiva do Abuso de Mercado e da Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros.

Transpondo a primeira diretiva, o Decreto-Lei nº 52/2006, de 15 de maio, opera significativas alterações ao regime. Em sede substantiva, é clarificada a conexão com o regime da informação (artigo 388º), é consagrada como grave a violação do regime das recomendações financeiras (artigo 389º), reforçada a proteção das ofertas públicas (artigo 393º), das formas organizadas de negociação, sobretudo em sede de informação privilegiada (artigo 394º), consagra-se a sanção por violação de segredo sobre atividade de supervisão da CMVM (artigo 400º, al. c).<sup>5</sup> Em sede processual, são reforçados os poderes conservatórios da CMVM (artigo 408º, nº 2), as medidas cautelares (artigo 412º) e é prevista a publicação de decisões sobre contraordenações muito graves (artigo 422º).<sup>6</sup>

Transpondo a segunda Diretiva, o Decreto-Lei nº 357-A/2007, de 31 de outubro, tem igualmente incidência em sede substantiva. Dá-se o alargamento da conexão aos contratos de seguro ligados a fundos de investimento, aos contratos de adesão individual a fundos de pensões abertos e ao regime da publicidade e de sistemas de negociação multi-lateral (artigo 388º), o reforço do regime da informação (artigo 389º), das sociedades abertas (artigo 390º)<sup>7</sup>, dos mercados (artigo 394º), das operações (artigo 395º), da contraparte central e sistemas de liquidação (396º) e das atividades de intermediação (artigo 397º).

<sup>5</sup> A alteração do artigo 397º é substancialmente uma mera retificação.

<sup>6</sup> A alteração ao artigo 420º decorre da alteração do regime da informação privilegiada.

<sup>7</sup> A alteração do artigo 392º decorre da extinção da figura do mercado registado.

**3.** Entre 2009 e 2014, o Código dos Valores Mobiliários foi objeto de várias alterações legislativas. A maioria dessas alterações incidiu sobre as normas materiais do Código, sem que se tenha procedido a alterações substantivas e de fundo ao regime sancionatório. Em especial, no referido período salientam-se as alterações introduzidas pelo Decreto-Lei nº 18/2013, de 6 de fevereiro (transpondo as Diretivas nº 2010/73/EU e 2010/78/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro, sobre, respetivamente, alterações ao regime do prospeto de oferta pública de valores mobiliários e sobre a articulação e cooperação com as autoridades europeias do setor financeiro – EBA, ESMA e EIOPA); as introduzidas pelo Decreto-Lei nº 63-A/2013, de 10 de maio, que aprovou também o novo Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo; e as introduzidas pelo Decreto-Lei nº 40/2014, de 18 de março, ao Título V do Código.

Relativamente ao direito sancionatório, os diplomas mais relevantes neste período foram a Lei nº 28/2009, de 19 de junho, e o Decreto-Lei nº 40/2014, de 18 de março.

A Lei nº 28/2009, de 19 de junho, introduziu alterações na parte substantiva do regime sancionatório do Código dos Valores Mobiliários, tendo procedido, em geral, a uma revisão (pontual) dos regimes sancionatórios dos diplomas conformadores do setor financeiro. Nos termos do artigo 7º da Lei nº 28/2009, de 19 de junho, o regime sancionatório do CdVM foi alterado nos seguintes aspetos:

- a.** As molduras máximas das coimas foram elevadas para o dobro.
- b.** A omissão de comunicação ou a prestação de informação à CMVM sem qualidade foi qualificada como contraordenação muito grave.
- c.** O âmbito da contraordenação prevista no artigo 390º, nº 1 do CdVM foi estendido, punindo também a omissão de comunicação de detenção de participação por sociedades abertas em sociedades sediadas em Estados não membros da União Europeia.
- d.** Procedeu-se ao agravamento da qualificação da contraordenação por omissão de constituição de fundos de garantia obrigatórios. Após a alteração, o tipo contraordenacional passou também a punir como contraordenação muito grave o incumprimento do dever de contribuição.



Além das alterações de índole substantiva ao Código dos Valores Mobiliários, os artigos 2º e 3º da Lei nº 28/2009, de 19 de junho, preveem um conjunto de regras sobre a política de remunerações e a respetiva divulgação. Assim, as entidades de interesse público têm de submeter à assembleia geral uma declaração sobre a política de remuneração dos membros dos respetivos órgãos de administração e de fiscalização. Prevê-se ainda o dever de divulgação, nos documentos de prestação de contas, da política de remuneração e dos montantes de remuneração anual auferidos pelos membros dos órgãos de administração e fiscalização.

Tais deveres são objeto de tutela sancionatória por força do artigo 4º da referida lei que, relativamente às sociedades abertas, aos emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação, às sociedades de capital de risco, às sociedades gestoras de fundos de capital de risco e às sociedades de titularização de créditos, pune como contraordenação muito grave o incumprimento desses deveres.

O Decreto-Lei nº 40/2014, de 18 de março, que regula as medidas de aplicação do Regulamento UE nº 648/2012, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de julho de 2012, sobre as contrapartes centrais e os repositórios de transações no âmbito da negociação de instrumentos financeiros derivados OTC, prevê novas contraordenações, um regime sancionatório substantivo e processual aplicável aos ilícitos previstos e altera o Código dos Valores Mobiliários em sede sancionatória.

Relativamente ao regime sancionatório previsto, o diploma atribui competência à CMVM para processar as contraordenações por violação dos deveres impostos pelo regulamento às contrapartes financeiras, nos casos dos organismos de investimento coletivo e das empresas de investimento exclusivamente sujeitas à supervisão da CMVM, nos termos do artigo 2º, nº 1, al. b). Atribui também à CMVM competência para processar contraordenações por violação dos deveres previstos quando praticados por contrapartes não financeiras, nos termos do artigo 2º, nº 2.

Em matéria de ilícitos de mera ordenação social, o Decreto-Lei nº 40/2014 tipifica um elenco de contraordenações graves e muito graves:

- a.** As contraordenações graves punem a inobservância dos deveres:

- i.* de comunicação e conservação de dados;
  - ii.* de avaliação diária do saldo dos contratos em curso;
  - iii.* de divulgação pública de informações sobre a isenção concedida;
  - iv.* impostos na regulamentação emitida pelas entidades supervisoras para assegurar supervisão do cumprimento dos deveres impostos pelo regulamento.
- b.** As contraordenações muito graves punem a inobservância dos deveres:
  - v.* de compensação de contratos de derivados de balcão;
  - vi.* decorrentes da assunção de posições em contratos de derivados OTC que excedam o limiar de compensação aplicável;
  - vii.* de assegurar o estabelecimento de procedimentos e mecanismos apropriados de medição, acompanhamento e atenuação de riscos operacionais e de risco de crédito de contraparte em caso de celebração de contratos de derivados OTC sem compensação através de uma contraparte central;
  - viii.* de estabelecer procedimentos de gestão de risco relativamente aos contratos OTC celebrados a partir de 16 de agosto de 2012;
  - ix.* de estabelecer procedimentos de gestão de risco relativamente aos contratos OTC celebrados a partir da data em que o limiar de compensação seja excedido;
  - x.* de detenção de um montante de capital adequado e proporcional para gerir o risco não coberto por trocas de garantias adequadas.

O Decreto-Lei nº 40/2014, de 18 de março, procedeu ainda a alterações pontuais aos tipos contraordenacionais previstos no Código dos Valores Mobiliários, nomeadamente aos artigos 389º (informação), 395º (operações), 396º (sistema de liquidação e contraparte central) e 400º.

## C. Evolução das coimas e sanções acessórias

1. A estrutura do sistema de coimas e sanções acessórias tem revelado uma considerável estabilidade em mais de duas décadas de supervisão exercida pela CMVM, mas a sua gravidade teve ajustamentos importantes, primeiro com a aprovação do CdVM de 1999 e, depois, com uma revisão especial realizada em 2009.

A primeira mudança significativa deu-se em relação ao Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991. A coima máxima prevista neste diploma era de 1.500.000 euros<sup>8</sup> e em 1999 passou a ser de 2.500.000 euros (artigo 388º do CdVM). Às antigas sanções acessórias de publicação, inibição de cargos e funções, apreensão e perda do benefício, interdição temporária do exercício de atividades<sup>9</sup> foi acrescentada de forma sistemática a sanção de revogação da autorização ou de cancelamento do registo de atividades (artigo 404º do CdVM).<sup>10</sup>

Em 2009 estes montantes máximos estavam relativamente desatualizados, pela evolução da realidade e perante os níveis de danosidade socioeconómica de alguns factos conhecidos a partir da crise de 2007. Por isso, a Lei nº 28/2009, de 19 de Junho, agravou as sanções aplicadas (em todo o sistema financeiro), incluindo as coimas das contraordenações e as penas cominadas para os crimes contra o mercado. Assim, o valor máximo das coimas foi elevado para o dobro (artigo 388º do CdVM): as contraordenações muito graves passaram a ter coimas de 25.000 euros a 5.000.000 de euros; as contraordenações graves ficam com uma moldura sancionatória de 12.500 euros a 2.500.000 euros; e as contraordenações menos graves mantiveram o limite mínimo e viram agravado o limite máximo, passando a ser sancionadas com coima entre 2.500 euros e 500.000 euros. Passou ainda a ser consagrada uma regra extraordinária de elevação da medida legal da sanção por referência ao dobro do benefício económico obtido pelo agente se o mesmo for superior à coima legal máxima (artigo 388º, nº 2, do CdVM).

<sup>8</sup> Artigo 670º do Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991

<sup>9</sup> Artigo 673º do Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991.

<sup>10</sup> Estava antes consagrada de forma não adequada no artigo 679º do Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991.

2. A divulgação das decisões em processo de contraordenação foi também alargada em 2009: a reforma de 2006 tinha criado um regime de divulgação das decisões relativas a processos pela prática de contraordenações muito graves e a Lei 28/2009, de 19 de junho, passou a exigir também a divulgação das decisões relativas a contraordenações graves (artigo 422º do CdVM).

3. Desde junho de 1999 que o produto das coimas e os benefícios apreendidos reverterem integralmente para o Sistema de Indemnização dos Investidores e não para a CMVM<sup>11</sup>, o que foi mantido pelo artigo 406º do CdVM.

#### **D. Aspetos de natureza criminal**

1. A estabilidade das matérias de natureza criminal que se verifica no nosso sistema desde 1991 não significa que os regimes legais que lhes correspondem tenham sido imunes às alterações legislativas que incidiram sobre este sector do sistema financeiro, em especial na última década.

A primeira alteração significativa nesta matéria ocorreu com a reforma de 1999, na qual se procedeu a uma simplificação da estrutura dos tipos incriminadores de abuso de informação e de manipulação do mercado, em relação ao texto de 1991, eliminando elementos desnecessários na previsão legal e que geravam problemas supérfluos de prova, sem que no entanto se tenham criado novas incriminações.

As penas previstas para os crimes foram ligeiramente agravadas e flexibilizadas: no código de 1991 previam-se penas máximas até dois anos de prisão cumuladas obrigatoriamente com multas (no máximo até 180 dias); com a reforma de 1999 as penas foram elevadas para um máximo de três anos de prisão e a multa foi elevada para um máximo de 360 dias, mas passou a ser alternativa. Deste modo, as sanções abstratas passaram a estar adequadas à diversidade de factos concretos com distinta gravidade que os tipos incriminadores contemplam.

<sup>11</sup> Artigo 17º, al. d), do Decreto-Lei nº 222/99, de 22 de junho.

Em 2009 as sanções criminais foram novamente alteradas. As penas até três anos de prisão para os crimes contra o mercado estavam alinhadas com as penas dos crimes patrimoniais na forma simples, previstos no Código Penal (v.g. furto, burla, abuso de confiança). Em 2009 as penas previstas para aqueles crimes foram elevadas para um máximo de prisão até cinco anos (por força da Lei nº 28/2009, de 19 de junho) mantendo-se as penas de multa em alternativa. A agravação das penas nivela a gravidade dos crimes contra o mercado pela gravidade dos crimes patrimoniais na forma qualificada (intermédia), previstos no Código Penal, pelo que se mantém uma adequada proporcionalidade dentro do sistema sancionatório.

2. O âmbito dos tipos incriminadores tem-se mantido estável. Foram criadas novas incriminações apenas em 2006 no crime de abuso de informação privilegiada, por força da transposição da Diretiva do Abuso de Mercado. Neste crime passou a estar contemplado o uso de informação relacionada com a prática de crimes ou obtida de forma criminosa e foi alargado o âmbito do uso proibido de informação privilegiada por *insiders* secundários, que deixou de estar obrigatoriamente associada a *insiders* primários qualificados.

Os agentes dos crimes contra o mercado são, desde 1991 até à atualidade, apenas pessoas singulares. As pessoas coletivas podem responder no plano das contraordenações por factos próprios (artigos 248º, 389º, nº 1, al. a), 394º, nº 1, al. i) e 395º, nº 1, al. b) do CdVM) e, desde a reforma de 2006, podem responder no processo criminal como parte civil, para efeito da reparação de danos ou da apreensão da vantagem obtida com a prática do crime, se as transações em causa a envolverem (artigos 378º, nº 7, e 379º, nº 5, do CdVM de 1999, após a reforma de 2006).

3. A partir da reforma de 2006, o CdVM passou a prever regras específicas sobre a determinação, apreensão e perda das vantagens do crime (artigo 380º-A), que constituem normas especiais relativamente às regras gerais previstas no Código Penal sobre a matéria (artigo 111º deste diploma).

No domínio dos instrumentos de prevenção, a reforma de 2006 introduziu a obrigatoriedade de envio à CMVM de listas de *insiders*

(artigo 248º, nº 6 e 7) e criou um regime específico para a comunicação de operações suspeitas, cobertas por um regime especial de anonimato (cfr. artigo 382º, todos do CdVM)

4. Em matéria criminal a CMVM tem apenas poderes ao nível das averiguações preliminares, como se referiu. No essencial estes poderes vêm do Código de 1991, onde se encontravam dispersos por diversas normas, tendo sido reorganizados com coerência normativa pela reforma de 1999 e enquadrados num regime especial, funcionalmente articulado com a participação criminal a dirigir às autoridades judiciais competentes (artigos 382º a 387º do CdVM). A reforma de 2006 atribuiu novos poderes à CMVM, em cumprimento do disposto na Diretiva do Abuso de Mercado, para requerer e obter registos de contactos telefónicos e de transmissão de dados, relacionados com a eventual prática de crimes contra o mercado (artigo 385º, nº 1, al. c), d), 6, 7 e 8 do CdVM).

## **E. Perspetivas de evolução à luz do Direito da União Europeia**

### ***O novo regime europeu do abuso de mercado***

1. Em junho de 2014 foram publicadas a nova Diretiva 2014/57/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16/4/2014, sobre o abuso de mercado e o Regulamento (UE) nº 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16/4/2014, também sobre o abuso de mercado.

O regulamento entrará em vigor, no geral, em julho de 2016. Até lá deverão ser elaborados e publicados regulamentos delegados e de execução da Comissão Europeia que o concretizem, os quais deverão também entrar em vigor em simultâneo. Embora o regulamento seja de aplicação direta, os Estados-Membros deverão estabelecer as normas internas que se revelem necessárias à harmonização dos poderes mínimos das autoridades de supervisão para supervisionarem e para sancionarem a violação das normas do regulamento.

A diretiva deve ser transposta pelos Estados-Membros até julho de 2016. As normas internas de transposição só nessa data entrarão em vigor, em simultâneo com o regulamento.

2. O regulamento consagra algumas alterações de âmbito de aplicação, ampliando-o em vários domínios: no geral, o regime do abuso de mercado passa a aplicar-se também aos mercados de licenças de emissão (mas apenas em janeiro de 2017), a operações realizadas sobre instrumentos financeiros negociados apenas em sistemas de negociação multilaterais (o que já vinha acontecendo entre nós) ou, também depois de janeiro de 2017 e em linha com a nova DMIF, aos instrumentos financeiros negociados apenas em sistemas de negociação organizada; passa a aplicar-se a contratos de mercadorias à vista, cujo preço ou valor tenha efeitos ou se baseie no preço ou valor de um instrumento financeiro; passa igualmente a aplicar-se a índices de referência (habitualmente designados *benchmarks*), incluindo índices sobre índices e índices de referência sobre *credit default swaps* (CDS). A proibição de manipulação abrange quer os próprios índices, quer qualquer ato ou transmissão de elementos que possa afetar a metodologia de cálculo do índice.

Também em domínios particulares se verifica um alargamento do âmbito de aplicação: nas regras sobre elaboração e disseminação de recomendações de investimento que passam a aplicar-se a qualquer pessoa independentemente da sua qualidade, exceção feita aos jornalistas desde que reunidas determinadas condições como, *v.g.*, não existir intenção de fornecer informação falsa ao mercado ou não resultarem da disseminação vantagens para o jornalista ou para pessoas com ele relacionadas.

De forma a refletir o facto de a negociação de instrumentos financeiros assentar cada vez mais em procedimentos automatizados, a definição de manipulação de mercado passa a incluir exemplos de estratégias abusivas que podem ser realizadas também (mas não apenas) através de negociação algorítmica e de alta frequência.

O regulamento impõe que os Estados-Membros confirmem às autoridades de supervisão um conjunto mínimo de poderes de supervisão e de investigação (poderes de que, no geral, a CMVM já dispõe), recursos adequados e lhes garantam processos de tomada de decisão autónomos.

**3.** Dois novos temas passam a ser regulados pelo novo regime do abuso de mercado.

Um deles é o das sondagens de mercado, que consistem nos contactos prévios à divulgação de uma operação ao mercado – ou das suas condições de realização – entre o colocador dos instrumentos financeiros e um ou alguns potenciais investidores que podem ser sondados sobre a oportunidade de realização da operação, a sua dimensão, preço ou estruturação. Reconhece-se que estes contactos prévios são necessários ao bom funcionamento do mercado, particularmente em condições de maior volatilidade ou em ofertas iniciais, e que é nestes casos legítimo poder transmitir informação privilegiada sobre as operações a alguns potenciais investidores. São, em contrapartida, disciplinadas as condições em que essas sondagens de mercado podem ser feitas. Impõe-se, nomeadamente, que o potencial investidor aceite que lhe seja transmitida informação privilegiada e que as sondagens sejam objeto de registos, incluindo fonográficos: pretende-se que seja assim preservada a confidencialidade da informação e garantida a sua não utilização indevida.

Outro novo tema é o da comunicação de infrações, estabelecendo-se designadamente um regime próprio para os denunciante de modo a protegê-los de retaliações e disciplinando-se as condições de sigilo acrescido que devem ser garantidas quanto à identidade dos denunciante. O regime visa também permitir aos Estados-Membros que o desejarem o pagamento de compensações pecuniárias aos denunciante que forneçam informações relevantes.

**4.** A par da faculdade de, em circunstâncias especiais, os emitentes poderem sob sua responsabilidade adiar a divulgação de informação privilegiada, é estabelecido um novo regime específico para emitentes que sejam instituições de crédito ou outras instituições financeiras. No primeiro caso – o regime geral de adiamento –, os emitentes têm que informar, após a divulgação da informação ao público, as autoridades de supervisão desse adiamento e justificar por escrito às autoridades de supervisão o motivo do adiamento; no segundo, consagrado para os casos em que não se encontrem preenchidos os requisitos do regime geral, o adiamento depende de prévia autorização das autoridades de



supervisão, como será o caso de uma crise temporária de liquidez do emitente financeiro.

5. O regulamento confere um maior nível de transparência às transações de dirigentes e de pessoas com estes estreitamente relacionadas. Fá-lo ao ampliar o dever de comunicar aos instrumentos financeiros representativos de dívida e a outros com estes relacionados; fá-lo ainda quando estende o dever de comunicar a um leque alargado de negócios como o penhor ou o empréstimo de instrumentos financeiros ou quando impõe o dever de comunicar às operações efetuadas no âmbito da gestão discricionária da carteira de um dirigente.

Ainda em sede de transações de dirigentes, restringe proibindo-as nas imediações de divulgação de informação financeira obrigatória pelo emitente. No entanto, admite que o emitente possa, em circunstâncias excecionais ou em função da natureza do negócio, autorizar a realização de determinada operação nesses períodos que antecedem a divulgação de informação financeira.

6. É harmonizado o conteúdo mínimo da informação que deve constar das listas de *insiders* e imposto aos emitentes o dever de comunicar, por escrito, aos *insiders* a sua inclusão nessas listas e as consequências daí resultantes.

7. Mantêm-se as isenções hoje vigentes para os programas de recompras de ações próprias (agora restringido exclusivamente a ações), para as operações de estabilização e para as práticas de mercado aceites, desde que observadas determinadas condições. Igualmente se mantêm as isenções para as operações realizadas por determinadas entidades (v.g. bancos centrais) no âmbito da prossecução da política monetária, cambial ou de gestão da dívida pública.

8. Partindo da constatação não só de que nem todas as autoridades nacionais dispõem atualmente de poderes adequados para sancionar os casos de abuso de mercado como também que as sanções atualmente aplicáveis nos diversos Estados-Membros variam significativamente, pela sua natureza e molduras, a diretiva impõe aos Estados-Membros

um nível mínimo de harmonização e de reforço dos regimes sancionatórios nacionais das regras sobre abuso de mercado. A diretiva não será transposta nem pelo Reino Unido nem pela Dinamarca<sup>12</sup>.

Impõe a obrigatoriedade de adoção de sanções de natureza criminal, pelo menos para as violações mais graves do regime sobre abuso de mercado, manipulação de mercado e abuso de informação, incluindo a divulgação ilícita de informação privilegiada (fora do âmbito da normal atividade profissional), com penas cujos máximos não podem ser inferiores a prisão de quatro anos nos dois primeiros casos e de dois anos no último. Impõe que sejam sancionadas criminalmente as violações efetuadas intencionalmente – com dolo – mas admite que os Estados-Membros possam também impor a cobertura sancionatória criminal em casos de negligência grave; impõe igualmente a punição criminal da mera tentativa.

A diretiva pretende complementar a cobertura sancionatória das regras constantes do regulamento e pressupõe, com respeito pelo princípio *ne bis in idem*, a aplicação de sanções de natureza administrativa pelo incumprimento das regras do regulamento.

Atualmente, o Código dos Valores Mobiliários (artigos 378º e 379º) prevê os crimes de abuso de informação e de manipulação de mercado que respondem já, nomeadamente quanto às penas mínimas aplicáveis, às exigências da nova diretiva.

<sup>12</sup> No caso do Reino Unido, a diretiva não será transposta nos termos do Protocolo 21, anexo ao Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, relativo à posição do Reino Unido e da Irlanda em relação ao Espaço de Liberdade, Segurança e Justiça. Com efeito, o artigo 2º do Protocolo 21 estabelece que o Título V do mencionado tratado e as medidas que sejam adotadas em aplicação desse Título não vinculam o Reino Unido nem a Irlanda nem lhes são aplicáveis – sem prejuízo de voluntariamente poderem participar na adoção e aplicação das medidas, como sucedeu com a Irlanda em relação à nova Diretiva do Abuso do Mercado. No caso, está em causa, nos termos do artigo 83º do tratado, uma diretiva pela qual se procede ao estabelecimento de regras mínimas relativas à definição das infrações penais e das sanções em domínios de criminalidade particularmente grave com dimensão transfronteiriça. Quanto à Dinamarca está em causa motivação idêntica e um regime similar que resulta do artigo 2º do Protocolo 22 anexo ao Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia relativo à posição da Dinamarca.

**9.** Em relação ao atual regime nacional, a diretiva contempla dois aspetos inovadores – além do alargamento objetivo ao mercado de licenças de emissão, consequência da nova DMIF, qualifica as licenças de emissão como instrumentos financeiros.

O primeiro aspeto consiste na responsabilização das pessoas coletivas em benefício das quais as ditas infrações graves ao regime do abuso de mercado tenham sido praticadas. A diretiva contempla a possibilidade de os Estados-Membros preverem a responsabilidade criminal das pessoas coletivas, contanto que se verifiquem determinados requisitos. Desde logo, um requisito geral: o de a responsabilidade criminal de pessoas coletivas ser admitida à luz do direito interno. Outro específico: o de a pessoa física que tenha praticado a infração, agindo individualmente ou enquanto membro de órgão social da pessoa coletiva, deter poderes de representação, autoridade para tomar decisões em nome da pessoa coletiva ou para exercer controlo sobre a pessoa coletiva. As pessoas coletivas deverão também poder ser responsabilizadas criminalmente quando o abuso de informação e a manipulação do mercado de que beneficiem resulte de falhas de supervisão ou de controlo por pessoa física em relação à qual se verifique algum dos requisitos acima mencionados.

O segundo aspeto inovador consiste na obrigação de os Estados-Membros garantirem que as pessoas envolvidas nas investigações e processos-crime relacionados com abuso de mercado, nomeadamente juízes, procuradores e polícias, disponham de formação adequada.

### ***O novo regime europeu dos mercados de valores mobiliários***

**10.** Em junho de 2014 foram publicadas a nova Diretiva 2014/65/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15/5/2014, sobre os mercados de instrumentos financeiros e o Regulamento (UE) nº 600/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15/5/2014, também sobre os mercados de instrumentos financeiros.

A diretiva deve ser transposta até 3 de julho de 2016 devendo as normas internas de transposição entrar em vigor em 3 de janeiro de 2017, prevendo a diretiva pontuais antecipações e adiamentos de prazos

para transposição em temas específicos como em relação a contratos derivados sobre energia.

O regulamento entrará em vigor em simultâneo com as normas de transposição da diretiva.

**11.** A diretiva vê alargado o seu âmbito de aplicação, em relação à atualmente vigente (2004/39/EC), ao acrescentar ao elenco de instrumentos financeiros as licenças de emissão, fazendo aplicar as regras da diretiva em reação a um conjunto de práticas fraudulentas que tinham surgido neste mercado e que estavam a afetar a confiança no mesmo.

Alarga igualmente o seu âmbito ao consagrar uma nova categoria de plataformas de negociação (*trading venues*), a par dos mercados regulamentados e dos sistemas de negociação multilaterais: os sistemas organizados de negociação (*organised trading facilities* ou OTF) que são sistemas multilaterais nos quais são negociadas obrigações, derivados, produtos financeiros estruturados ou licenças de emissão. Passam assim a ser reguladas plataformas de negociação que até agora não eram reguladas como plataformas organizadas, designadamente quanto à transparência das transações e dos processos de formação dos preços.

Considerando a crescente importância dos depósitos estruturados enquanto produtos de investimento, a diretiva passa também a abrangê-los no seu âmbito fazendo-lhes aplicar as regras de comercialização aplicáveis aos instrumentos financeiros, ainda que sejam comercializados por instituições de crédito que não sejam intermediários financeiros.

**12.** A nova diretiva vem regular o uso de tecnologias na negociação de instrumentos financeiros em mercado, nomeadamente a negociação automatizada que recorre à programação de computadores com algoritmos que tratam em tempo real a informação sobre a negociação e, muitas vezes sem qualquer intervenção humana, tomam decisões sobre a inserção e alteração de ordens. Estes sistemas designam-se por negociação de frequência elevada (*high frequency trading*) quando assumem velocidade muito elevada que pode levar a alterações de ordens em nanossegundos. Embora esta realidade não se encontre ainda suficientemente analisada, o legislador europeu reconhece, por

um lado, as vantagens que o recurso à negociação automatizada pode trazer, tais como o incremento de liquidez, o estreitamento dos *spreads* ou a redução da volatilidade intradiária. Admite, por outro lado, que este tipo de negociação traz novos riscos ao funcionamento do mercado, como é o caso de os algoritmos poderem interagir entre si e assim provocar modificações anómalas dos preços; além de não se poder afastar a possibilidade de poderem existir algoritmos programados com propósitos manipulatórios.

Por isso opta por regular esta nova realidade e fá-lo em diversas vertentes. Impõe que, em regra, as entidades que recorram a estes sistemas estejam sujeitas a autorização e supervisão e disponham de requisitos organizacionais adequados. Os investidores que adotem uma estratégia de *market making* passam a ter de celebrar acordos escritos com as entidades gestoras das plataformas de negociação em que forneçam liquidez. Em relação às entidades gestoras de mercados, exige que os membros do mercado que disponibilizem acessos diretos aos investidores que recorram a estratégias automatizadas controlem adequadamente esses acessos; exige ainda que as entidades gestoras dos mercados disponham de meios e instrumentos que permitam pôr termo de imediato a eventuais perturbações de funcionamento do mercado que se registem, como interrupções temporárias da negociação (os chamados *circuit breakers*); admite também que possam fixar comissões mais elevadas para entidades que usem estes sistemas. De modo a que as autoridades de supervisão possam reconstituir e avaliar as estratégias de negociação automatizadas, passará a ser obrigatória a identificação (*flagging*) das ordens automatizadas.

13. Uma das principais áreas objeto da diretiva – a da proteção do investidor – sofre também alterações, todas no sentido de conferir maior proteção aos investidores, e fundamentalmente decorrentes da inovação financeira e das práticas comerciais observadas nos últimos anos.

A diretiva esclarece, por exemplo, que há um conjunto de princípios gerais sobre deveres de informação dos intermediários financeiros aplicáveis em relação a todos os investidores, independentemente da categoria a que pertençam (retalho, profissionais ou contrapartes elegíveis): a obrigação de atuar com lealdade, honestidade, pro-

fissionalismo, clareza e de não enganar (já hoje consagrado no regime nacional). Reconhece ainda ter a crise financeira revelado que alguns investidores profissionais e mesmo contrapartes elegíveis têm limitações na capacidade de avaliar o risco dos seus investimentos. Por isso, passa a impor que deva ser sempre prestada alguma informação mesmo às contrapartes elegíveis, designadamente quando estejam em causa instrumentos financeiros e transações mais complexas.

Fixa novas exigências em relação ao serviço de consultoria para investimento, designadamente à consultoria designada como “independente”, obrigando neste caso a que o intermediário financeiro não possa beneficiar de qualquer tipo de benefícios ou compensações financeiras (*inducements*) pagas pelas entidades emitentes dos instrumentos financeiros que recomenda e impondo também que avalie e disponha da possibilidade de recomendar um conjunto adequado de instrumentos financeiros do mesmo tipo emitidos ou comercializados por distintas entidades.

Restringe os casos em que pode ser prestado o serviço de simples receção ou execução de ordens (*execution-only*), sem necessidade de avaliação da adequação, à semelhança do regime atualmente em vigor, afastando essa possibilidade em relação a determinado tipo de instrumentos financeiros mais complexos, como aqueles que tenham embebido um derivado ou apresentem uma estrutura mais complexa, incluindo depósitos estruturados, que dificulte a sua compreensão e avaliação do risco pelo cliente. Também nesses casos de prestação do serviço de mera execução de ordens, sem necessidade de avaliação da adequação, veda a possibilidade de o intermediário financeiro prestar também o serviço auxiliar de concessão de crédito.

Impede os intermediários de remunerar ou avaliar os seus colaboradores de forma que possa conflitar com os interesses dos clientes: *v.g.* fixando remunerações por objetivos de venda de determinado instrumento financeiro.

Mantém e reforça as regras de segregação de fundos e ativos dos clientes à guarda dos intermediários financeiros, continuando a considerar este princípio da segregação como um dos princípios fundamentais para proteção dos interesses dos clientes.

**14.** Outra das relevantes inovações da nova diretiva e do regulamento reside na transparência sobre as transações efetuadas e suas condições. Nos últimos anos, na sequência da revogação pela atual diretiva de 2004 da regra da concentração constante da primitiva Diretiva dos Serviços de Investimento, as transações têm-se repartido entre múltiplas plataformas de negociação sendo muitas, em especial sobre instrumentos financeiros representativos de dívida e derivados, realizadas fora de qualquer mercado (OTC). A solução da nova diretiva e do regulamento passa pela existência de prestadores de serviços de informação sobre transações que consolidem a informação recolhida junto de mercados regulamentados, sistemas de negociação multilateral e das novas plataformas organizadas de negociação, juntamente com a informação que passa a dever ser disponibilizada sobre os negócios realizados fora de mercado e a disponibilizem aos investidores e ao público. Pela sua complexidade, em relação aos instrumentos representativos de dívida, a diretiva prevê que as regras de informação sobre negociação consolidada só sejam transpostas mais tarde, depois de entrar em funcionamento o sistema para ações.

É de salientar ainda nesta matéria a introdução de regras de acesso não discriminatório a plataformas de negociação, contrapartes centrais e informação sobre índices de referência (*benchmarks*), bem como a previsão da obrigação de negociação em mercados organizados de derivados e ações (sendo, neste último caso, previstas exceções específicas).

**15.** A diretiva inova também ao estender as regras de governação aos intermediários financeiros, entidades gestoras de mercados e prestadores de serviços de reporte de informação. Em relação aos órgãos de administração consagra a regra da diversidade, quanto ao género, idade, proveniência geográfica, formação e experiência profissional, considerando que a mesma deve ser estendida às políticas de recrutamento dos intermediários. Inova ainda ao obrigar que existam mecanismos efetivos de controlo da atividade dos intermediários, entidades gestoras de mercados e prestadores de serviço de reporte de informação. Em relação ao órgão de administração impõe específicas responsabilidades, quanto, *v.g.*, à aprovação de novos produtos a distribuir pelos clientes ou à política de remuneração dos colaboradores afetos às vendas.

**16.** O risco emergente dos mercados de derivados sobre mercadorias (*commodities*) é objeto de maior regulação. A diretiva estabelece o dever de as plataformas onde sejam negociados estes derivados disporem de mecanismos de controlo de posições, os quais devem contemplar limites de exposição e permitir a redução e o encerramento de posições; esses novos mecanismos devem também permitir obstar à detenção de posições dominantes que possam afetar a liquidez do mercado.

As plataformas de negociação passam ainda a dever disponibilizar informação mensal, agregada por tipo de entidades, sobre posições detidas (também em outro tipo de derivados e em licenças de emissão) e remeter diariamente essa informação, individualizada, às autoridades de supervisão.

**17.** A diretiva prevê um regime mais flexível para uma categoria de mercados maioritariamente destinados à negociação de instrumentos financeiros emitidos por empresas de pequena e média dimensão, procurando obter um compromisso adequado entre a exigência de níveis elevados de proteção dos investidores e a redução de custos administrativos desnecessários para as entidades emitentes. A criação deste regime visa criar condições para que estas empresas de menor dimensão, em fase de crescimento, possam recorrer aos mercados como fonte de financiamento e criar condições regulatórias para que mercados atualmente existentes na Europa se possam manter e desenvolver.

**18.** Como em outras leis europeias recentes, e procurando garantir não só um nível equivalente de dissuasão como também uma efetiva capacidade de fazer observar nas diversas jurisdições o regime previsto na diretiva, esta preocupa-se em assegurar um nível mínimo de harmonização quanto aos poderes sancionatórios, de supervisão e de investigação que os Estados-Membros devem conferir às autoridades competentes para a aplicação do regime nela previsto. É o caso do acesso aos registos fonográficos das ordens transmitidas aos intermediários financeiros, do acesso aos registos sobre contactos telefónicos e sobre transmissão de dados, junto de operadoras de telecomunicações ou de intermediários financeiros; é também o caso do acesso às instalações de pessoas, físicas ou coletivas, para recolha de documentos, designada-



mente quando haja perigo de destruição ou de adulteração do conteúdo desses documentos. Sempre que necessário de acordo com a legislação nacional, o exercício destes poderes pelas autoridades de supervisão pode ser precedido de obtenção de competente autorização judicial.

Ainda neste domínio, a diretiva considera essencial que as autoridades de supervisão disponham de poderes para publicitar decisões sancionatórias que tomem, não apenas para efeitos de dissuasão como também para fornecer orientações aos operadores de mercado sobre as condutas que são tidas por ilícitas. Por fim, a diretiva admite que possam não ser estabelecidas sanções administrativas para incumprimentos das normas que a transponham se esses incumprimentos forem criminalmente sancionados.

É de destacar ainda o reforço dos poderes de intervenção das autoridades nacionais e da ESMA que passam a poder, em determinadas circunstâncias e verificados certos requisitos, proibir ou limitar a comercialização de determinados produtos financeiros ou determinadas atividades financeiras.

No geral, a CMVM dispõe já dos poderes que garantem o cumprimento do nível mínimo de harmonização pretendido pela diretiva.



## **Capítulo III**

### **O funcionamento concreto do sistema sancionatório**

#### **A. Breve caracterização da evolução do mercado de valores mobiliários**

1. A breve caracterização do mercado português de valores mobiliários que é efetuada nos próximos parágrafos tem como objetivo enquadrar a atividade sancionatória da CMVM com o contexto de mercado existente em cada momento.

Até 1996, o mercado de capitais a contado estava dotado de uma estrutura de negociação dualista dividida entre as Bolsas de Lisboa e do Porto (duas entidades gestoras de mercado). A partir de 1996, inclusive, assinala-se um marco relevante no mercado de capitais nacional com o arranque da Bolsa de Derivados do Porto, ficando a negociação a contado exclusivamente a cargo da Bolsa de Valores de Lisboa. Subsequentemente, em 2000, dá-se a desmutualização das bolsas, então associações sem fins lucrativos, ocorrendo simultaneamente a criação de uma nova entidade gestora de mercados – a Bolsa de Valores de Lisboa e Porto – que passou a assegurar a gestão dos mercados a contado e a prazo. Nesse mesmo ano arranca o MEDIP – Mercado Especial de Dívida Pública, que veio a ser extinto em junho de 2014. Em 2002 ocorre uma etapa decisiva para o mercado de capitais nacional com a integração da Bolsa de Valores de Lisboa e Porto no Grupo Euronext

(agora NYSE Euronext), passando a sua designação para Euronext Lisbon.

Posteriormente, em 2003, é criado o PEX, mercado não regulamentado gerido pela OPEX, e em 2006 surge o MIBEL – Mercado Ibérico de Eletricidade sendo também criada a entidade que procede à compensação dos contratos de energia negociados a prazo: a Omiclear.

#### QUADRO 1 – Número de entidades em atividade no mercado e de ofertas públicas

Ano	Nº Entidades Gestoras de Mercados	Nº Entidades Gestoras de Sistemas de Liquidação	Nº de Emitentes de Acções (*)	Nº de Ofertas Públicas de Venda (registadas)	Nº de Ofertas Públicas de Aquisição (registadas)
1991	2	1	153	2	4
1992	2	1	100	15	10
1993	2	1	89	11	10
1994	2	1	83	7	15
1995	2	1	78	10	20
1996	2	1	73	11	9
1997	2	1	75	10	8
1998	2	1	76	12	9
1999	2	1	73	9	8
2000	2	1	62	9	29
2001	2	1	56	3	11
2002	2	1	52	2	6
2003	3	1	50	4	7
2004	3	1	48	5	4
2005	3	1	51	2	6
2006	4	2	51	4	9
2007	4	2	52	1	13
2008	4	2	52	0	1
2009	4	2	50	0	4
2010	4	2	49	1	3
2011	4	2	47	1	8
2012	4	2	47	0	5
2013	4	2	46	1	1
2014	3	2	47	(**) 5	6

Fonte: CMVM - Relatórios Anuais e Indicadores de Síntese; Boletins da Euronext Lisbon.

(\*) Inclui informação relativa a emitentes de direito estrangeiro admitidos à negociação no Mercado de Cotações Oficiais/Eurolist by Euronext Lisbon.

(\*\*) Inclui a OPV da Euronext NV que teve lugar em Portugal, mas com um prospeto aprovado pela AFM.

Nos primeiros anos de atividade do mercado de capitais nacional assistiu-se a uma entrada muito significativa de novos emitentes no mercado.<sup>13</sup> Em 1991 o número de emitentes de ações era superior a uma centena e meia. Esse número foi-se reduzindo de forma significativa e, no final de 2014, era inferior a um terço do existente em 1991. Não obstante a dinâmica em termos de novas entradas de empresas no mercado na década de 90, a redução do número de emitentes no mercado de cotações oficiais prolongou-se até 2014 com ligeiras oscilações. Entre as razões para essa redução encontram-se o elevado número de ofertas públicas de aquisição ocorridas (embora nem todas tenham sido bem sucedidas), algumas fusões, bem como a reorganização da estrutura de negociação que levou muitas empresas a passar para segmentos distintos do mercado de cotações oficiais. Estas circunstâncias não foram compensadas por uma procura suficiente do mercado de capitais por novas empresas, tendo o número de novas admissões à negociação sido muito reduzido desde 2000 (25 entre 2001 e 2014).

2. O valor transacionado em ações cresceu de forma apreciável entre 1991 e 2000, período em que os mercados financeiros internacionais viveram duas crises com elevada repercussão no funcionamento dos mercados (crises asiática e tecnológica). Após esta última crise (que se prolongou e teve o seu apogeu no início deste milénio) o valor transacionado voltou a crescer, atingindo um máximo em 2007, ano em que a atual crise financeira deu os primeiros sinais e cujo impacto na redução da liquidez dos mercados foi muito intenso. Com efeito, seguiram-se anos de forte queda, interrompida em 2013 e 2014 mas insuficiente para repor o valor ao nível do transacionado em 2010. Em simultâneo, aumentou o número de operações para análise pela área de supervisão da CMVM, nomeadamente no âmbito do abuso de mercado (ainda que não exista necessariamente uma relação direta entre este tipo de crime e a atividade do mercado).

<sup>13</sup> A atividade dos mercados de bolsa é prévia a 1991, mas no presente estudo apenas se apresenta informação desde a data de constituição da CMVM.

## QUADRO 2 – Rentabilidade do mercado, volume de transações e capitalização bolsista

Ano	Retorno PSI20 TR	Retorno PSI Geral	Volume de Transações (1) - Ações (10 <sup>6</sup> €)	Capitalização Bolsista (1) - Ações (10 <sup>6</sup> €)	Peso Capitalização Bolsista Ações(2)/PIB	Volume de Transações - Derivados (10 <sup>6</sup> €)	Volume de Transações (3) - Obrigações (10 <sup>6</sup> €)
1991	n.a.	-2,30%	2.080	13.082	10,19%	n.a.	7.282
1992	n.a.	-11,21%	2.331	15.092	11,40%	n.a.	8.577
1993	50,47%	53,25%	3.891	22.165	16,86%	n.a.	17.206
1994	0,45%	8,42%	4.369	14.251	10,68%	n.a.	28.619
1995	-3,28%	-4,59%	3.162	13.682	10,02%	n.a.	34.158
1996	36,79%	32,57%	5.502	19.279	13,65%	13.323	62.235
1997	75,25%	65,25%	18.309	36.906	25,02%	64.145	72.381
1998	26,73%	26,24%	42.667	53.611	34,68%	67.035	116.525
1999	11,13%	12,57%	38.333	67.991	42,33%	35.131	157.824
2000	-11,57%	-8,21%	59.280	114.704	37,98%	15.521	62.893
2001	-23,64%	-19,04%	30.690	96.067	30,29%	6.987	108.221
2002	-23,50%	-20,65%	21.687	72.845	23,93%	3.274	112.165
2003	19,92%	17,40%	19.023	91.073	27,18%	1.450	133.323
2004	15,96%	18,00%	27.745	112.612	29,85%	1.038	136.414
2005	17,29%	17,19%	31.410	132.711	32,60%	712	147.222
2006	34,07%	33,27%	52.327	200.587	44,69%	1.071	126.800
2007	19,79%	18,31%	98.674	207.895	49,91%	1.702	159.682
2008	-49,64%	-49,72%	54.774	113.573	24,83%	903	66.111
2009	39,02%	-28,55%	31.651	172.431	35,60%	492	72.663
2010	-6,25%	6,62%	40.651	135.017	31,60%	971	62.226
2011	-24,38%	-20,37%	27.891	102.752	24,63%	531	12.432
2012	8,31%	7,69%	20.209	117.497	27,33%	349	8.740
2013	20,22%	15,60%	26.188	132.613	32,64%	682	12.373
2014	-25,00%	-21,10%	36.350	136.527	25,82%	1.642	66.606

Fonte: Euronext Lisbon, INE, CMVM.

(1) Inclui informação relativa a emittentes de direito estrangeiro admitidos à negociação no Mercado de Cotações Oficiais/Euronext Lisbon

(2) Exclui informação relativa a emittentes de direito estrangeiro admitidos à negociação no Mercado de Cotações Oficiais/Euronext Lisbon

(3) Inclui dívida pública e privada transaccionada na Euronext Lisbon (mercado de cotações oficiais e MEOG) e no MEDIP/MTS Portugal.

n.a. não aplicável.

**3.** As formas de negociação, fazendo recurso a novos meios tecnológicos, foram-se tornando mais sofisticadas e passaram a colocar novos desafios aos supervisores. São expoentes destas novas formas de negociação a negociação sustentada em algoritmos (*algorithmic trading*) e, se efetuada com alta frequência, a negociação de alta frequência (*high frequency trading*), ambas permitindo a emissão automatizada de ordens. Neste domínio destaque-se que a CMVM foi uma das primeiras autoridades de supervisão a nível europeu a conseguir investigar com êxito uma estratégia manipulatória baseada em *high frequency trading*, a qual foi comunicada ao Ministério Público.

**CAIXA 1****Manipulação de mercado:*****Layering* com recurso a negociação automatizada**

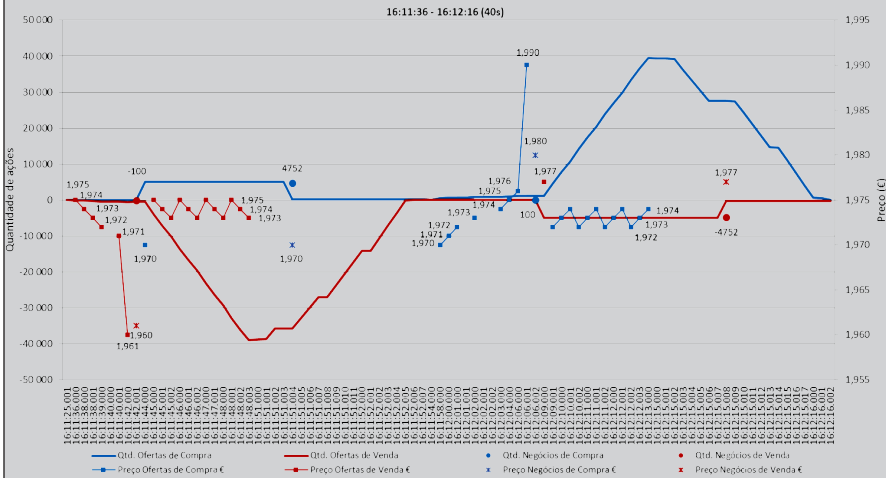
A análise teve por objeto a negociação de um investidor sobre um conjunto de ações, durante um período alargado de tempo. Para viabilizar uma análise deste tipo de negociação que envolve intervenções no mercado em períodos muito curtos de tempo com constantes modificações e cancelamentos de ofertas em unidades de tempo inferiores ao segundo (microsegundos), a CMVM teve que desenvolver as ferramentas informáticas necessárias e adequadas à análise de estratégias de *algorithmic trading* (AT) e de *high frequency trading* (HFT) e, quando necessário, como sucedeu no caso, de apoio à demonstração da natureza irregular das mesmas. Estas ferramentas continuam a ser utilizadas para analisar estratégias de negociação de AT e de HFT, permitindo identificar as que possam apresentar sinais de irregularidade – em desenvolvimento (permanente) do sistema integrado de vigilância do abuso de mercado (SIVAM). A CMVM conseguiu, assim, posicionar-se a nível europeu como uma das primeiras autoridades de supervisão a concluir uma análise de negociação automatizada, a qual se reveste de elevada tecnicidade e complexidade.

No caso investigado concluiu-se que o investidor adotou reiteradamente uma estratégia ilícita de *layering*, a qual é idónea para alterar as normais condições de funcionamento do mercado – e internacionalmente reconhecida como manipulatória. Esta estratégia consiste na acumulação de ofertas de sentido contrário (e.g. de venda) à oferta que se pretende realmente executar (e.g. compra), tendo as primeiras caráter fictício. As ofertas de natureza fictícia dão uma falsa impressão de elevadas quantidades disponíveis para transacionar, com impacto no diferencial entre a melhor oferta de venda e a melhor oferta de compra (o designado *bid-ask spread*), fazendo-o diminuir ao aproximar o preço da melhor oferta do preço da oferta que o investidor realmente pretende executar, o que lhe permite comprar a preço mais baixo ou vender a preço mais elevado.

Imediatamente após efetuar o negócio pretendido, o investidor inicia um movimento similar mas simétrico de modo a, por exemplo, vender as ações antes adquiridas. Os movimentos são curtos (normalmente de duração inferior a 30 segundos), o investidor obtém mais-valias que, individualmente consideradas, não são expressivas mas que se tornam significativas quando se consideram os múltiplos movimentos com as características descritas efetuadas ao longo de uma só sessão para um determinado título e se considera que o investidor atuou sobre diversos títulos e de forma continuada no tempo (caraterística comum às estratégias automatizadas, em especial de HFT, nos casos em que estas assumam natureza irregular).

O gráfico seguinte permite visualizar com algum detalhe dois movimentos simétricos ocorridos em menos de um minuto. Depois de serem inseridas diversas ofertas de venda, cada uma delas de pequenas quantidades, a preços sucessivamente menores, é inserida uma única oferta de compra de quantidade maior. Após a inserção desta oferta de compra o investidor continua a inserir diversas ofertas de venda de quantidades intermédias a preços decrescentes, gerando assim a impressão de um aumento significativo da quantidade disponível para venda. Imediatamente após executar o negócio de compra cancela todas as ofertas de venda e inicia movimento simétrico: pressiona o preço para baixo para comprar e depois, exatamente com a mesma técnica, pressiona o preço para cima para vender. De acordo com as conclusões da investigação, fê-lo quase sempre com êxito.

**GRÁFICO A – Ofertas acumuladas vivas (não canceladas ou executadas) relativas a um valor mobiliário, introduzidas pelo investidor ao longo de uma sessão de negociação: dois movimentos, com 18 e 22 segundos de duração (40 segundos no total).**



**Nota:** tempo em microssegundos.

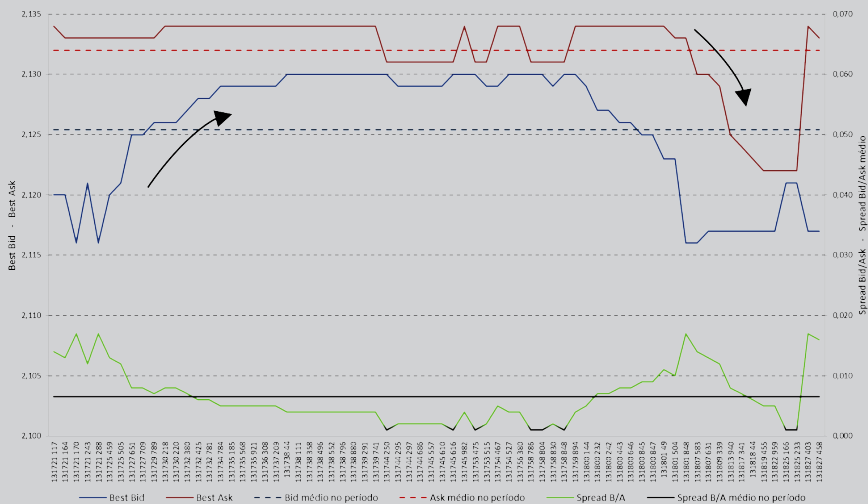
**Mais-valia realizada: 31,26 euros**  
**(em 40 segundos e com investimento nulo)**

Operação	Qtd.	Preço (€)	Mais-valia (€)
Vende	-100	1,960	196,00
Compra	4.752	1,970	-9.361,44
Compra	100	1,980	-198,00
Vende	-4.752	1,977	9.394,70
Total			31,26



O gráfico seguinte permite ver o efeito da atuação do investidor no *bid-ask spread*. Quando pretende vender, com as ofertas fictícias de compra a preços sucessivamente superiores (pressão compradora), o investidor consegue sempre fazer aumentar o *best bid* e empurrá-lo até ficar à diferença mínima de 0,001 Euros (o *tick-size*) do preço resultante da sua oferta efetiva de venda que constitui o *best ask*. A um terceiro investidor que pretenda comprar não resta alternativa que não seja aceitar o preço de venda do investidor com a estratégia de *layering*: única forma de ganhar prioridade em relação à vasta quantidade de ofertas fictícias a preços altos. O gráfico permite também verificar o efeito que tem a realização do negócio e o subsequente cancelamento das ofertas fictícias (diminuição da pressão): provoca um imediato alargamento do *spread* fazendo-o regressar aos seus níveis normais, isto é, aos que resultam da interação entre reais e efetivos interesses compradores e vendedores.

**GRÁFICO B – Evolução de *Best Bid*, *Best Ask* e *Bid/Ask Spread*, relativos a um valor mobiliário, ao longo de período de um minuto de negociação na Euronext Lisbon.**

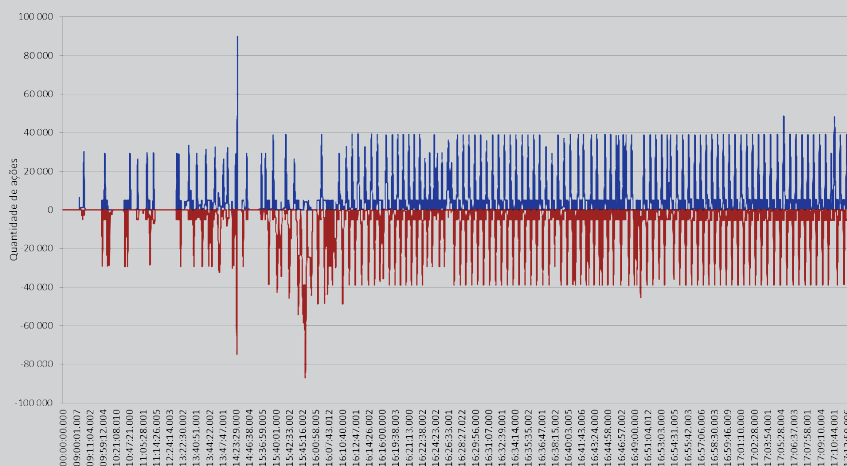


**Nota:** tempo em microssegundos.

Os gráficos C e D permitem ter uma perspetiva global da estratégia de *layering* no seu confronto com os demais intervenientes no mercado. As variações das quantidades de ofertas de compra e de venda acumuladas pelo investidor investigado são representadas por linhas verticais (que refletem bem a anomalia e ilicitude da estratégia), enquanto as variações de todos os demais intervenientes – sem exceção – são representadas por linhas horizontais. Na estratégia automatizada de *layering*, uma quantidade relevante acumulada do lado fictício

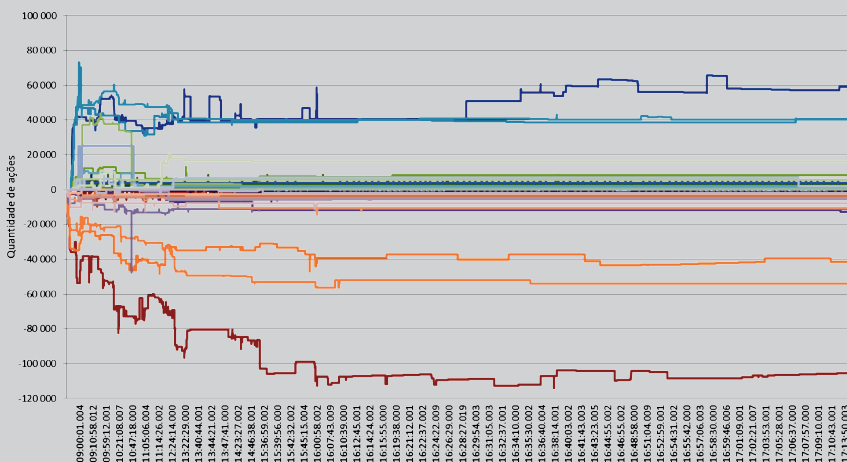
(v.g. compra) coincide sempre com uma quantidade baixa do lado efetivo (v.g. venda), segue-se sempre uma redução para zero e uma acumulação simétrica logo de seguida.

**GRÁFICO C – Ofertas acumuladas vivas (não canceladas ou executadas) relativas a um valor mobiliário, introduzidas pelo investidor, ao longo de uma sessão de negociação.**



**Nota:** tempo em microssegundos.

**GRÁFICO D – Ofertas acumuladas vivas (não canceladas ou executadas) relativas a um valor mobiliário, introduzidas pelos restantes intervenientes no mercado (por outros membros da Euronext Lisbon e pelo mesmo membro relativas a outros clientes) ao longo de uma sessão de negociação.**



**Nota:** tempo em microssegundos.

**Qtd. Ofertas de Compra:** quantidades > 0

**Qtd. Ofertas de Venda:** quantidades < 0

4. No que se refere ao mercado de derivados, posteriormente a um arranque promissor em 1996, confirmado pelos volumes de negociação registados em 1997 e 1998, assistiu-se a uma perda de dinâmica muito relevante a partir de 2000 e que se estendeu até aos últimos anos. Ademais, não existem contratos de opções admitidos à negociação desde 2004.

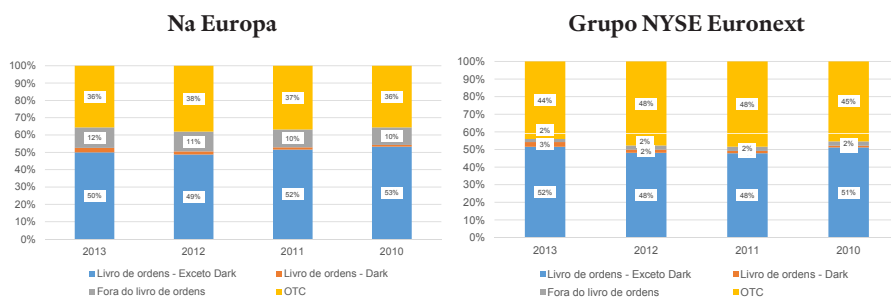
5. No mercado de obrigações registaram-se elevados volumes de negociação, nomeadamente no segmento da dívida pública. A partir de 2001, e provavelmente impulsionado pela criação do MEDIP, assistiu-se a uma consolidação da negociação deste tipo de ativo, só contrariada pela crise ocorrida nos mercados em 2008 e nos anos seguintes, particularmente nos anos de 2011 a 2013. O mercado de obrigações de dívida privada apresentou níveis de liquidez mais reduzidos, e durante muitos anos não conseguiu afirmar-se como fonte alternativa de financiamento das empresas. Mais recentemente, contudo, foram diversos os emitentes nacionais que utilizaram com sucesso esta via de financiamento, designadamente mediante a emissão de obrigações com taxas muito apelativas (face a outras alternativas de investimento) para os investidores.

6. O número de intermediários financeiros registados na CMVM a operar no mercado ao longo do período 1991-2014 sofreu uma progressiva redução, mais notória nas atividades de corretagem e de gestão de patrimónios. Tal decorreu não só de processos de fusão mas também da transferência da atividade de corretagem para as instituições de crédito que dominavam determinadas corretoras. Esta situação, associada a uma crescente internacionalização dos membros negociadores, em especial com o surgimento dos membros remotos que atuam em regime de livre prestação de serviços, conduziu a uma diminuição do peso da execução de ordens por intermediários financeiros nacionais. Com efeito, se até 1999 as ordens tinham de ser executadas por membros com presença física no mercado, a transposição da então Diretiva dos Serviços de Investimento (posteriormente redenominada DMIF) veio potenciar o aumento do número de membros (remotos) do mercado. Assim, enquanto no final de 2001 o número de membros autorizados

a negociar no mercado nacional ascendia a 26, em dezembro de 2013 existiam 102 membros autorizados a negociar na Euronext Lisbon, dos quais apenas 14 eram nacionais. Em termos de valor transacionado, a quota dos membros nacionais representou cerca de 57% do mercado de ações em 2013.

7. A par da internacionalização dos operadores verifica-se que desde a entrada em vigor da DMIF, em finais de 2007, as plataformas de negociação não regulamentadas têm gradualmente conquistado a preferência dos investidores. A crescente importância dessas plataformas resultou numa maior fragmentação da negociação. A título ilustrativo, o mercado OTC tem representado entre 36% e 38% da negociação – medida pelo valor dos negócios – em bolsas europeias. Também as *dark pools* têm ganho relevância a nível europeu, conquanto o seu peso seja reduzido (apenas 3% do valor negociado em 2013). Refira-se, ainda, que com a nova DMIF estas realidades passaram a ser regulamentadas no âmbito das designadas *organized trading facilities* (OTF).

**GRÁFICO 11 – Peso das várias plataformas de negociação de ações (% do valor negociado)**



**Fonte:** Thomson Reuters, cálculos CMVM.

O gráfico mostra também a situação das ações negociadas em mercados regulamentados geridos pela NYSE Euronext, nos quais se inclui a Euronext Lisbon. Em 2011 e 2012 o peso associado a transações OTC atingiu valores próximos dos 50%, pelo que se pode depreender que o mercado de balcão conquistou nos últimos anos uma importância quase idêntica ao mercado regulamentado. Não menos relevante é o facto de

o peso das transações OTC ser superior no grupo NYSE Euronext ao que se verifica na Europa em geral. Em relação às *dark pools*, o seu peso está em linha com os demais mercados europeus, representando uma pequena percentagem do valor negociado em 2013. Num e noutro casos, a maior fragmentação dos mercados e a crescente importância das transações efetuadas em mercado de balcão ou em plataformas sujeitos a menores obrigações informativas levantam dificuldades acrescidas à supervisão e, concomitantemente, à atividade sancionatória.

Note-se ainda que a parte transparente da negociação – ou seja, a que consta do livro de ordens (exceto “*dark*”) – quer na Euronext quer na Europa em geral se situa em torno de apenas 50%. O que significa que, no ambiente da DMIF, a fragmentação aumentou a par da menor transparência da negociação, sendo a parte das transações que contribui para a formação dos preços bastante menor que o desejável para um mercado eficiente.

8. No caso da gestão de patrimónios, a redução do número de operadores registados explica-se pela transformação das sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário em efetivas entidades gestoras de ativos. Nesta sequência, vários grupos financeiros integraram a atividade de gestão de patrimónios nas sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário e procederam à extinção das sociedades gestoras de patrimónios que antes desenvolviam essa atividade. Pode, pois, concluir-se que a redução do número de operadores não se traduziu numa redução da atividade mas antes na transformação das estruturas que a desenvolvem.

**QUADRO 3 – Evolução do número de intermediários financeiros e de fundos de investimento**

Ano	N.º IC	N.º SC+SFC	N.º SGP	N.º SGFIM	N.º SGFII	N.º OIC e FEI	N.º FII e FEII
1991	33	20	20	24	n.d	98	n.d
1992	35	19	20	27	n.d	82	n.d
1993	42	19	18	27	n.d	106	n.d
1994	44	21	16	26	n.d	126	n.d
1995	48	22	15	26	29	150	48
1996	54	22	16	26	27	182	47
1997	53	21	18	27	29	204	47
1998	50	21	19	26	29	246	40
1999	38	26	21	24	29	272	39
2000	38	25	20	19	29	260	40
2001	35	22	23	17	29	262	44
2002	36	18	23	17	29	221	46
2003	36	16	22	17	28	215	51
2004	32	14	16	17	27	224	65
2005	31	12	15	17	24	242	82
2006	31	12	14	17	27	263	181
2007	31	11	13	18	27	291	204
2008	31	10	12	20	29	292	231
2009	31	9	12	21	29	288	253
2010	30	9	13	21	30	291	261
2011	29	8	12	20	28	299	264
2012	28	7	12	20	29	273	257
2013	27	7	11	20	30	244	257
2014	28	7	10	20	27	211	251

Fonte: CMVM - Relatórios Anuais e Relatório de Gestão de Ativos (desde 2009).

Legenda: IC - Instituições de Crédito; SC - Sociedades Corretoras; SFC - Sociedades Financeiras de Corretagem

SGP - Sociedades Gestoras de Patrimónios; SGFIM - Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento Mobiliário

SGFII - Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento Imobiliário; OIC - Organismos de Investimento Colectivo

FEI - Fundos Especiais de Investimento; FII - Fundos de Investimento Imobiliário;

FEII - Fundos Especiais de Investimento Imobiliário.

n.d. - não disponível

9. No respeitante aos fundos de investimento, o número de organismos de investimento coletivo em atividade aumentou entre 1993 e 1999, seguido de uma redução até 2003 em resultado de alguns processos de fusão. A inversão desta tendência em 2004 é explicada pela criação da figura dos fundos especiais de investimento. Nos três anos mais recentes, em virtude de vários processos de encerramentos

e de fusões, em boa parte justificados pela crise financeira, o número de fundos e o valor gerido pelos fundos de investimento mobiliário decaiu significativamente.

**10.** Em matéria de fundos de investimento imobiliário assistiu-se a um crescimento muito expressivo desde 2005, interrompido apenas nos últimos anos. Para o crescimento assinalado contribuíram de forma significativa os fundos fechados de subscrição particular e os fundos especiais de investimento imobiliário.

## **B. Ilícitos contraordenacionais imputados: tipologia e frequência**

A tipologia dos ilícitos contraordenacionais encontra-se organizada de acordo com as áreas temáticas definidas no quadro 4.

**QUADRO 4 – Tipologia dos ilícitos contraordenacionais**

Área temática	Matéria a que se refere o ilícito	Âmbito substantivo do ilícito
MER	Violação de Regras de Integridade e Equidade do Mercado	Nesta categoria estão essencialmente em causa infrações relacionadas com o dever de defesa de mercado (657.º CdMVM e 311.º CdVM) e violações do dever de lançamento de oferta pública de aquisição (187.º CdVM).
IF	Violação de Regras de Intermediação Financeira	Incluem-se nesta categoria todas as infrações verificadas e relacionadas com a atividade de intermediação financeira. P.ex. ordens de clientes (325.º e ss CdVM), segregação patrimonial (306.º-306.º-D CdVM), deveres de informação aos clientes (312.º-C-312.º-G, 323.º e ss CdVM), conflitos de interesses (309.º-309.º-F, 347.º CdVM) e gestão de carteiras (335.º-336.º CdVM). Estão ainda em causa violações ao Regulamento da CMVM 21/2000 - Recepção de Ordens para subscrição ou Transação de Valores Mobiliários, através da Internet, e ao Regulamento 2/2007 - Exercício de atividades de intermediação financeira.

CONTRAORDENAÇÕES E CRIMES NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

IFnA	Intermediação Financeira não Autorizada	Apenas quando existe intermediação financeira não autorizada (608.º, 610.º e 613.º do CdMVM; 292.º, 295.º CdVM) e quando estão em causa atividades relacionadas com prospeção (50.º segs. Regulamento da CMVM 12/2000) seja por intermediário financeiro ou não, e ao Regulamento da CMVM 2/2007 - Exercício de atividades de intermediação financeira.
GCP	Violação de Regras de Gestão Coletiva de Poupanças	Nesta categoria estão em causa todas as violações relacionadas com fundos de investimento mobiliário e imobiliário sendo as infrações mais comuns as relacionadas com a composição das carteiras dos fundos, conflitos de interesses, aquisições proibidas, e avaliação de imóveis: Decreto-lei 60/2002, de 20 de março - DLFI, Decreto-Lei 252/2003, de 17 de outubro - RJOIC, Decreto-Lei 63-A/2013, de 10 de maio - RJOIC. Estão ainda em causa violações aos regulamentos da CMVM 8/2001, 15/2003 e 5/2003.
PIP	Violação de Regras de Prestação de Informação Periódica	Nesta categoria está em causa a divulgação dos relatórios e contas anuais (341.º CdMVM, 245.º CdVM e regulamentação aplicável), semestrais (342.º CdMVM, 246.º CdVM e regulamentação aplicável) e trimestrais (343.º CdMVM, regulamento 11/2000 e respetivas alterações); informação intercalar da administração 246.º-A) e Regulamento da CMVM 5/2008 - Deveres de Informação.
DPQ	Violação de Regras de Divulgação de Participações Qualificadas	Nesta categoria está em causa a divulgação de participações qualificadas (345.º, 347.º CdMVM, 16.º, 17.º CdVM).
QOI	Violação de outras Regras de Qualidade e Oportunidade de Informação	Nesta categoria estão em causa violações ao dever de qualidade da informação (97.º CdMVM, 7.º CdVM), informação privilegiada (248.º e 248.º-A CdVM), Governo das Sociedades (Regulamento 7/2001, 245.º-A e Regulamento da CMVM 4/2013), Comunicação de transações por dirigentes (248.º-B) deveres de informação no âmbito de ofertas públicas.
AUD	Violação de Regras da Atividade dos Auditores	Nesta categoria estão em causa violações das regras relativas ao registo de auditores na CMVM e seus deveres (9.º e 10.º CdVM e Regulamento n.º 6/2000 e 1/2014).



Entre 1991 e 2014<sup>14</sup> a CMVM abriu 1787 processos de contraordenação (e proferiu decisão em 1661) com a distribuição temática contida nos quadros 5 e 6.<sup>15</sup> Foram aplicadas coimas que ascenderam a cerca de 25 milhões euros.

**QUADRO 5 – Número de processos de contraordenação 1991-2014  
(ano de abertura)**

Área Temática	Número de processos instaurados por ano de abertura																							Total
	1991 e 1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 *	
MER	0	3	2	6	1	2	7	7	1	5	16	0	6	3	0	3	4	6	23	3	7	6	3	114
GCP	0	1	1	14	1	8	63	37	20	16	21	3	27	4	12	4	5	5	13	10	16	14	6	301
IFnA	0	0	1	3	1	0	1	0	0	1	2	4	1	2	2	1	0	0	3	2	2	6	1	33
IF	24	13	3	7	4	5	0	8	5	11	12	18	23	18	16	6	5	8	25	7	10	6	1	235
QOI	22	6	17	12	9	21	26	88	4	17	35	15	12	17	21	22	17	19	27	1	5	5	3	421
DPQ	5	0	4	0	1	5	4	5	5	3	34	9	7	9	11	6	8	1	1	1	2	9	0	130
PIP	0	1	124	38	89	69	74	56	3	32	22	4	5	5	3	0	3	2	7	4	10	2	0	553
Total	51	24	152	80	106	110	175	201	38	85	142	53	81	58	65	42	42	41	99	28	52	48	14	1787

Legenda: PIP - Prestação de Informação Periódica; QOI - Qualidade e Oportunidade de Informação; GCP - Gestão Coletiva de Poupanças; IF - Intermediação Financeira; MER - Integridade e Equidade do Mercado; DPQ - Divulgação de Participações Qualificadas; IFnA - Intermediação Financeira não Autorizada.  
\*Os dados respeitam até 15 de Julho, situação aplicável nos demais quadros e gráficos apresentados doravante.

Os processos relativos à prestação de informação periódica (31%), à qualidade e oportunidade de informação (24%) e à gestão coletiva de poupanças (17%) assumiram a maior preponderância, totalizando 72% dos processos abertos pela CMVM. Os processos respeitantes à integridade e equidade do mercado (6%) e à intermediação financeira não autorizada (2%) têm um peso menor, mas apresentam elevada complexidade.

**QUADRO 6 – Número de processos de contraordenação 1991-2014  
(ano de decisão)**

Área Temática	Número de processos decididos por ano de decisão																								Total
	1991 e 1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014		
MER	0	2	1	5	3	3	2	7	5	4	12	3	2	2	4	5	2	1	0	3	12	9	5	92	
GCP	0	1	0	1	1	2	58	32	27	22	34	3	22	8	10	5	5	3	6	9	7	7	5	268	
IFnA	0	0	0	1	3	1	0	1	0	3	0	1	1	3	1	2	0	0	2	0	2	1	2	24	
IF	24	8	5	8	4	7	0	1	9	10	11	10	11	23	17	10	5	8	9	4	16	5	1	206	
QOI	21	4	13	9	14	19	30	86	22	2	22	16	5	21	17	13	17	31	17	8	10	2	0	399	
DPQ	5	0	1	3	1	4	5	0	10	3	27	12	8	8	13	7	4	3	3	1	1	1	1	121	
PIP	0	1	98	41	102	66	71	46	26	27	26	5	2	9	2	2	2	3	5	1	14	1	1	551	
Total	50	16	118	68	128	102	166	173	99	71	132	50	51	74	64	44	35	49	42	26	62	26	15	1661	

Legenda: PIP - Prestação de Informação Periódica; QOI - Qualidade e Oportunidade de Informação; GCP - Gestão Coletiva de Poupanças; IF - Intermediação Financeira; MER - Integridade e Equidade do Mercado; DPQ - Divulgação de Participações Qualificadas; IFnA - Intermediação Financeira não Autorizada.

<sup>14</sup> A informação relativa a 2014 reporta-se a 15 de julho de 2014.

<sup>15</sup> A informação estatística sobre processos contraordenacionais é apresentada na dupla perspetiva “ano de abertura do processo” e “ano de decisão do processo” em virtude de os dois momentos não serem necessariamente coincidentes.

A análise pelo ano de decisão não altera de modo sensível aquelas percentagens. Foram decididos 1661 processos, pelo que o número dos que aguardavam decisão em 15 de julho de 2014 apenas representava 6,5% do número total de processos abertos.

**B.1. Período 1991-1999:** Tendência para o crescimento do número de processos, concentrados em infrações relacionadas com a transparência e a divulgação de informação.

Entre 1991 e 1999 assistiu-se a uma tendência de crescimento do número de processos instaurados e decididos pela CMVM. Em média, foram abertos cerca de 100 processos de contraordenação por ano, sendo que o número mais elevado de 201 se registou em 1999 e o número mais reduzido (24) em 1993. Esta tendência está relacionada com a natureza dos processos abertos.

**QUADRO 7 – Processos de contraordenação 1991-1999**

Área temática	Processos (ano de abertura)	Peso	Processos (ano de decisão)	Peso
PIP	451	50%	425	52%
QOI	201	22%	196	24%
GCP	125	14%	95	12%
IF	64	7%	57	7%
MER	28	3%	23	3%
DPQ	24	3%	19	2%
IFnA	6	1%	6	1%
<b>Total</b>	<b>899</b>	<b>100%</b>	<b>821</b>	<b>100%</b>
<b>Média Simples Anual</b>	<b>100</b>		<b>91</b>	
<b>Mínimo do Período</b>	<b>24</b>		<b>16</b>	
<b>Máximo do Período</b>	<b>201</b>		<b>173</b>	

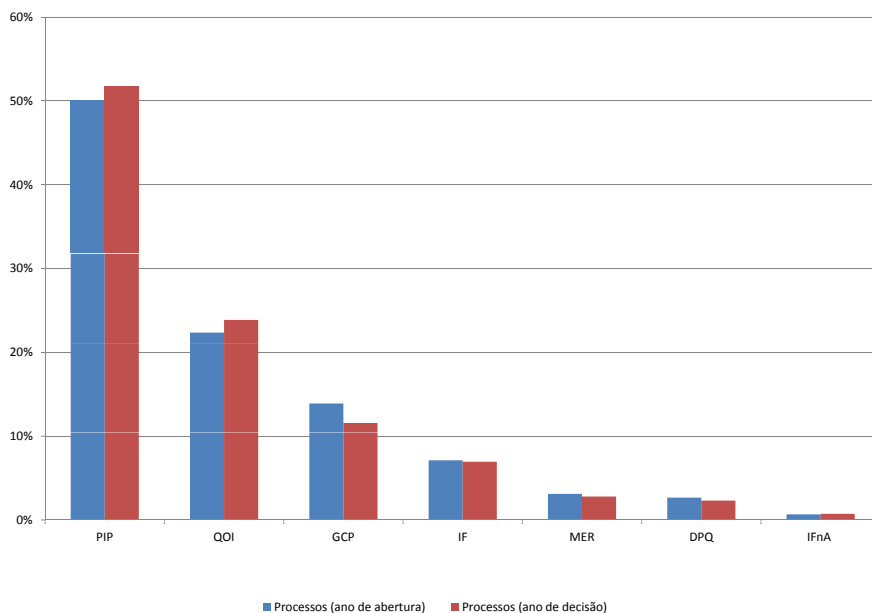
**Legenda:** PIP - Prestação de Informação Periódica; QOI - Qualidade e Oportunidade de Informação; GCP - Gestão Colectiva de Poupanças; IF - Intermediação Financeira; MER - Integridade e Equidade do Mercado; DPQ - Divulgação de Participações Qualificadas; IFnA - Intermediação Financeira não Autorizada.

Nos primeiros anos de atividade da CMVM as infrações mais frequentes respeitaram à violação dos deveres dos emitentes em matéria de prestação de informação periódica ao mercado e à CMVM. Assim, os processos relativos à prestação de contas anuais, semestrais e trimestrais representaram cerca de 50% do número de processos que foram abertos e decididos pela CMVM entre 1991 e 1999.

Os processos relativos à qualidade e oportunidade de informação também assumiram neste período uma importância significativa. Entre os 201 processos deste tipo que foram abertos contam-se:

- 29 processos em que está em causa a qualidade de informação (artigo 97º CdMVM) embora por vezes com outras violações relacionadas com ofertas e outros deveres de informação;
- 82 processos por violação da Instrução da CMVM nº 99/01 – relativa ao problema informático do ano 2000;
- 90 outros processos em que as infrações são mais diversificadas, incluindo infrações relativas a publicidade (artigo 98º CdMVM), ofertas (artigos 166º, 167º, 168º, 527º CdMVM), informações a prestar à CMVM e bolsas (artigo 335º CdMVM), publicação de informações (artigo 339º CdMVM), informações complementares (artigo 99º CdMVM) e informação aos titulares dos valores admitidos à cotação (artigo 349º CdMVM).

**GRÁFICO 12 – Peso dos processos de contraordenação  
por área temática 1991-1999**



Apesar de durante este período o número de processos abertos e decididos ter sido elevado, a CMVM adotou sobretudo uma política de natureza pedagógica assente em admoestações (que se estendeu até 2002) e na aplicação de coimas com intuito sinalizador. Deste modo, não obstante o elevado rácio médio número de coimas aplicadas<sup>16</sup>/número de processos decididos (cerca de 47%, quase o dobro do registado no período 2000-2014 como adiante se explicitará), o montante da coima média anual<sup>17</sup> deste período (403 mil euros, por ano de decisão) é significativamente inferior ao verificado nos anos 2000-2014.

**QUADRO 8 – Rácio número de coimas aplicadas/número de processos e valor médio anual das coimas 1991-1999**

Área temática	CA/PAA	Coima Média Anual (€) - AA	CA/PAD	Coima Média Anual (€) - AD
MER	114%	87.988	100%	71.777
GCP	13%	23.194	15%	22.477
IFnA	50%	93.712	50%	93.712
IF	41%	54.244	44%	54.057
QOI	35%	96.150	36%	95.526
DPQ	71%	4.988	79%	4.801
PIP	56%	64.869	55%	60.501
Média Simples Anual	46%	425.144	47%	402.851
Mínimo do Período	26%	104.548	26%	217.177
Máximo do Período	83%	959.139	70%	893.247

Legenda: CA - N.º de Coimas Aplicadas; PAA - N.º Processos (ano de abertura); PAD - N.º Processos (ano de decisão).

AA - Ano de abertura; AD - Ano de decisão.

PIP - Prestação de Informação Periódica; QOI - Qualidade e Oportunidade de Informação; GCP - Gestão Coletiva de Poupanças;

IF - Intermediação Financeira; MER - Integridade e Equidade do Mercado; DPQ - Divulgação de Participações Qualificadas;

IFnA - Intermediação Financeira não Autorizada.

O rácio número de coimas aplicadas/número de processos deve ser lido com a reserva de que um mesmo processo pode ter originado mais do que uma coima. É este facto que explica, aliás, o valor de 114% verificado para a área temática de integridade e equidade de mercado em termos de ano de abertura dos processos. A coima máxima neste período (1996) não superou um milhão de euros, enquanto em anos

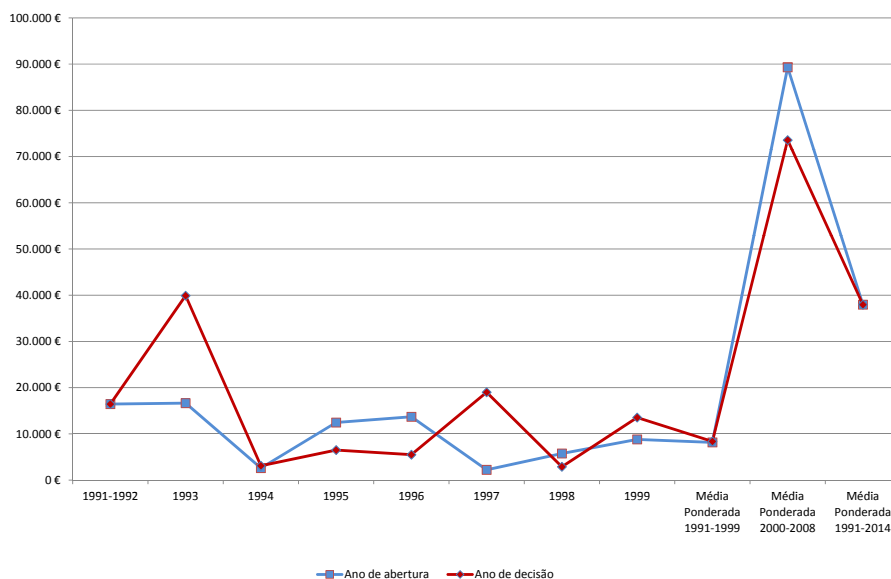
<sup>16</sup> Consideram-se aplicadas as coimas e sanções efetivamente cumpridas ou cujo processo se encontra (ou encontrou) em processo de execução.

<sup>17</sup> Média simples do valor das coimas aplicadas nos diversos anos nas diversas áreas temáticas. O valor da média anual (425.144 euros ou 402.851 euros) corresponde à soma das coimas médias anuais das diversas áreas temáticas. Os valores mínimo e máximo obtêm-se pela média das coimas das diversas áreas temáticas num dado ano.

posteriores, nomeadamente em 2008, foi atingido o máximo de coimas aplicadas: 10,7 milhões de euros (ano de abertura) e 6,1 milhões de euros (ano de decisão).

A leitura do quadro anterior permite concluir que os processos decididos relativos a prestação de informação periódica, apesar da sua relevância no período, não deram origem a aplicação de coimas em cerca de 45% dos casos, mas foram objeto de admoestação ou eventualmente de arquivamento. A coima média anual para este tipo de processos foi inferior à verificada em outras áreas temáticas. É esse o caso dos processos relativos à integridade e equidade do mercado e à intermediação financeira não autorizada cujo peso conjunto no total dos processos foi de 4%, mas cuja coima média anual foi superior à verificada para os processos de prestação de informação periódica. Tal deve-se à maior gravidade destes ilícitos.

**GRÁFICO 13 – Rácio valor total de coimas/número de coimas aplicadas 1991-1999**



No que respeita ao montante médio das coimas aplicadas, o gráfico 13 mostra a evolução temporal do valor da coima média por coima aplicada.

O valor da coima média do período 1991-1999 (cerca de 8.000 euros por ano de abertura e por ano de decisão) foi substancialmente inferior ao da coima média de 2000-2008 (cerca de 90.000 euros) ou de todo o período 1991-2014 (38.000 euros). Tal justifica-se essencialmente pelo facto de o valor médio das coimas relativas aos processos relacionados com a não prestação de informação periódica, cujo peso no total das coimas aplicadas foi de 15%<sup>18</sup>, ter sido em geral reduzido (em média, cerca de 2.000 euros por coima aplicada). A coima média máxima no período 1991-1999 foi registada em 1993, cerca de 40 mil euros (ano de decisão), muito inferior à coima média máxima de todo o período, a qual foi registada em 2008 (ano de abertura) e 2009 (ano de decisão), respetivamente cerca de 350 e 320 mil euros (*vide* gráfico 15).

**B.2. Período 2000-2014:** Predominância dos processos relativos à qualidade e oportunidade de informação, à intermediação financeira e à gestão coletiva de poupanças.

A partir de 1999 passaram a predominar os processos relativos à qualidade e oportunidade de informação, à intermediação financeira e à gestão coletiva de poupanças. Cerca de dois terços dos processos (ano de abertura) respeitaram a estas matérias no presente século (período 2000-15-jul-2014). Por outro lado, aumentou de modo expressivo o número de processos relativos à integridade e equidade do mercado.

Tendo aumentado a complexidade jurídica, factual e probatória daqueles processos, o seu número também aumentou. No entanto, em termos globais, o número médio de processos abertos (e decididos) no período 2000-2014 decresceu de forma sensível face ao período 1991-1999 (em termos médios, menos 39 processos por ano de abertura), em resultado da expressiva diminuição dos processos relativos à prestação de informação periódica.

<sup>18</sup> Não obstante, como já referido, muitos processos instaurados terem terminado com a não aplicação de coima mas sim de admoestação.

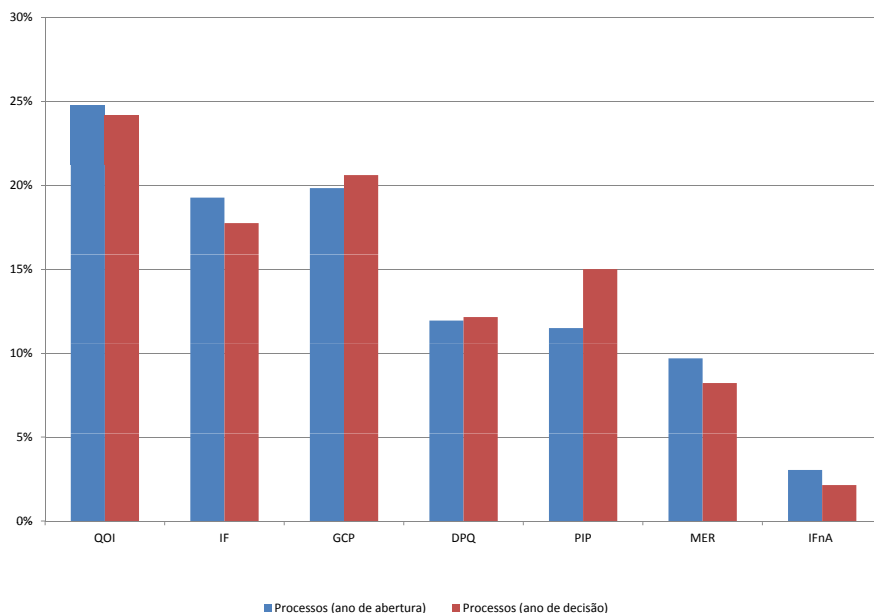
**QUADRO 9 – Processos de contraordenação 2000-2014**

Área temática	Processos (ano de abertura)	Peso	Processos (ano de decisão)	Peso
QOI	220	25%	203	24%
IF	171	19%	149	18%
GCP	176	20%	173	21%
DPQ	106	12%	102	12%
PIP	102	11%	126	15%
MER	86	10%	69	8%
IFnA	27	3%	18	2%
<b>Total</b>	<b>888</b>	<b>100%</b>	<b>840</b>	<b>100%</b>
Média Simples Anual	61		58	
Mínimo do Período	28		26	
Máximo do Período	142		132	

**Legenda:** PIP - Prestação de Informação Periódica; QOI - Qualidade e Oportunidade de Informação; GCP - Gestão Coletiva de Poupanças; IF - Intermediação Financeira; MER - Integridade e Equidade do Mercado; DPQ - Divulgação de Participações Qualificadas; IFnA - Intermediação Financeira não Autorizada.

Simultaneamente registou-se uma maior diversidade dos ilícitos e uma distribuição mais equilibrada do respetivo peso relativo, como se observa no quadro 9 e melhor pode ser constatado no gráfico 14.

**GRÁFICO 14 – Peso relativo dos processos de contraordenação por área temática 2000-2014**



Os processos relativos à não prestação de informação periódica pelos emitentes reduzem-se de cerca de 50% do total em 1991-1999 para cerca de 11% (ano de abertura). Tal pode explicar-se pela atuação da CMVM na fase inicial da sua atividade que contribuiu para a disciplina dos agentes do mercado nesta matéria.

Em contrapartida, assistiu-se ao crescimento da importância de outras áreas temáticas na atividade da CMVM, como sejam as contra-ordenações relativas à intermediação financeira e à integridade e equidade do mercado, que triplicaram o seu peso relativo. Os processos relativos à divulgação de participações qualificadas viram o seu peso quadruplicar. Dada a maior gravidade associada a estes ilícitos, aumentou de forma significativa o valor médio anual das coimas aplicadas.

**QUADRO 10 – Rácio número de coimas aplicadas/número de processos e valor médio anual das coimas 2000-2014**

Área temática	CA/PAA	Coima Média Anual (€) - AA	CA/PAD	Coima Média Anual (€) - AD
MER	51%	158.000	75%	166.646
GCP	33%	175.386	32%	175.768
IFnA	48%	76.333	72%	76.333
IF	24%	145.267	28%	145.366
QOI	25%	802.250	27%	802.582
DPQ	20%	50.929	22%	47.815
PIP	15%	35.833	25%	38.162
Média Simples Anual	27%	1.440.884	33%	1.452.774
Mínimo do Período	6%	57.500	2%	65.000
Máximo do Período	71%	10.605.000	79%	6.085.000

Legenda: CA - N.º de Coimas Aplicadas; PAA - N.º Processos (ano de abertura); PAD - N.º Processos (ano de decisão)  
 AA - Ano de abertura; AD - Ano de decisão; PIP - Prestação de Informação Periódica; QOI - Qualidade e Oportunidade de Informação;  
 GCP - Gestão Coletiva de Poupanças; IF - Intermediação Financeira; MER - Integridade e Equidade do Mercado;  
 DPQ - Divulgação de Participações Qualificadas; IFnA - Intermediação Financeira não Autorizada.

Esse aumento deveu-se, pois, a processos em áreas temáticas mais complexas, como sejam a qualidade e oportunidade de informação, a integridade e equidade do mercado, a intermediação financeira, bem como a gestão coletiva de poupanças. Comparativamente com o período 1991-1999, o valor anual médio das coimas quase quadruplicou<sup>19</sup> apesar de, como já foi mencionado, o número de coimas aplicadas em percentagem do número de processos instaurados e decididos ser inferior a metade do verificado em 1991-1999.

<sup>19</sup> A este aumento do valor das coimas não terá sido alheio o aumento da coima máxima, de 1.500.000 euros para 2.500.000 euros, em 2000, e depois para 5.000.000 euros, em 2009.



Não pode, porém, deixar de se salientar o facto de o número de coimas aplicadas em percentagem do número de processos em matéria de ilícitos relativos à integridade, à equidade do mercado e à intermediação financeira não autorizada ter correspondido a cerca de duas vezes o rácio médio do período para a maioria das áreas temáticas em termos de ano de decisão dos processos. Os processos por intermediação financeira não autorizada tiveram sempre um peso reduzido em termos quantitativos, mas são processos de grande complexidade, cuja instauração tem vindo a revelar-se importante para restringir o acesso ao mercado a quem não preenche os requisitos legais. De facto, apesar destes processos representarem apenas cerca de 2% do número total de processos abertos e decididos entre 1991 e 2014, as coimas aplicadas representaram 8% do total das coimas aplicadas pela CMVM em todo aquele período.

Adicionalmente, estes casos assumem uma elevada gravidade criminal, o que dá origem a participações criminais efetuadas pela CMVM ao Ministério Público. Em alguns casos, inclusive, verificaram-se situações de burla qualificada e de receção ilícita de depósitos.

## CAIXA 2

### O caso *Paramount*: venda fraudulenta de ações

Dirigida por um advogado britânico, a Sociedade *Paramount* Portugal de responsabilidade limitada, não autorizada como empresa de investimento, iniciou a venda para todo o mundo de ações de uma sociedade norte-americana, cotada no mercado de balcão, Boletim de Gestão (*Bulletin Board*), segmento de negociação gerido pela Associação Nacional de Sociedades Corretoras (*National Association of Securities Dealers, Inc.* – NASDAQ) nos últimos meses de 1995. Nesta plataforma de negociação a informação pública disponível é limitada e um número mínimo de criadores de mercado assegura a reduzida liquidez (*microcapitalisation*).

Ao longo de 18 meses de atividade, 672 investidores de 37 países diferentes, 16 dos quais da Europa Ocidental, foram convencidos a adquirir cerca de dois milhões de ações, desembolsando perto de 15 milhões de USD, até 22 de abril de 1997. Neste dia foi efetuada a detenção do responsável e da secretária da sociedade, de nacionalidade holandesa, com o consequente encerramento das instalações, na sequência de uma ação conjunta da Polícia Judiciária e da CMVM. Meses antes, a CMVM tinha sido alertada pela sua congénere da Irlanda para o

possível desenvolvimento de atividades ilegais de prospeção de investidores residentes naquele país, a partir de instalações em Portugal da designada sociedade.

As averiguações desenvolvidas pela CMVM possibilitaram não apenas corroborar a existência de fortes indícios de atividade não autorizada de investimento em valores mobiliários, geradora de responsabilidade contraordenacional muito grave, mas também estabelecer um quadro de eventual atuação criminosa. Tal ocorreria caso se confirmassem as suspeitas de estarem a ser desenvolvidos artifícios fraudulentos na possível colocação das ações, aptos a enganar os seus adquirentes, a respeito de qualquer dos elementos essenciais da venda, desde a ilusão sobre a capacidade jurídica dos promotores para desenvolver a atividade em apreço por parte dos seus promotores até à formação artificial dos preços das ações vendidas aos investidores clientes. O efeito surpresa da apreensão de vários documentos, objetos e valores no decurso das operações realizadas, a percepção dos meios materiais postos ao dispor dos recursos humanos empregues, a compreensão obtida do modo operativo usado confirmou integralmente as suspeitas formuladas. Estes elementos acrescentaram novos indícios de atividade criminosa por falsificação de documentos, gestão não autorizada de bases de dados pessoais, a que a investigação posterior veio juntar indícios de associação criminosa.

O arguido e mais outros sete coarguidos viram ser contra si deduzidas, primeiro, quatro acusações pelos crimes de burla agravada, associação criminosa, falsificação de documentos e gestão não autorizada de bases de dados pessoais e depois declarados culpados de todas as acusações, o principal e outro arguido, de dupla nacionalidade suíça e checa na sequência da respetiva detenção e extradição para Portugal. Foram definitivamente condenados a seis anos e três anos de prisão, respetivamente, que cumpriram em território nacional, tendo o britânico sido extraditado após cumprimento da pena para responder pelos crimes de branqueamento de capitais na jurisdição suíça.

Um conjunto de colaboradores da *Paramount* utilizava guiões de venda para induzir de forma insistente os investidores a comprar a parte das ações que, na realidade, o diretor da empresa, tendo assumido uma posição não revelada de controlo sobre a quantidade emitida, deixara para a negociação em mercado, em percentagem inferior a 1% das ações admitidas.

Em resultado de um compromisso estabelecido com pelo menos um dos dois criadores de mercado, legalmente obrigatórios nos Estados Unidos a respeito da oferta e procura condicionada daquelas ações, os preços foram sustentadamente inflacionados para 400% do valor inicial, através da rotação das mesmas 20.000 ações mais de 30 vezes, como posteriormente se apurou com a cooperação da congénere americana da CMVM (a *Securities and Exchange Commission* – SEC).

Apesar da ausência de atividade desenvolvida pela entidade emitente e a inexistência de quaisquer bens que lhe pertencessem, a divulgação de variados comunicados de imprensa com boas notícias criados para justificarem o comportamento crescente dos preços das ações a colocar, previamente garantida nos bastidores com o criador de mercado, conferia credibilidade a supostas análises e previsões de valorização das ações absolutamente indispensáveis no convencimento dos investidores abordados e a abordar.

Os pagamentos das ações, de que eram emitidos certificados nominativos, eram efetuados por cheque ou transferência bancária em quatro bancos suíços e os certificados eram remetidos a partir de Lisboa para os investidores, via escritório da *Paramount*, igualmente situados em Genebra. Como demonstraram os relatórios periciais, o sistema bancário suíço constituía para a *Paramount* uma mera paragem temporária. Os levantamentos em dinheiro, nele efetuados, representavam 25% dos dinheiros arrecadados. Por outro lado, 12% dos proveitos mudava de conta para um quinto banco, a partir do qual eram, então, transferidos para vários destinos, incluindo um vasto grupo de beneficiários económicos de uma ou outra maneira associados ao diretor britânico.

Para aqueles que compraram ações através da *Paramount* não havia sequer como duvidar da apertada supervisão norte-americana dos mercados, da infalibilidade da informação divulgada por marcas como a *Bloomberg* ou *Reuters* ou das quantidades transacionadas no mercado de balcão, em linha com os lotes individualmente adquiridos.

Como qualquer outra organização orientada para a criação de proveitos, as entidades dedicadas a este tipo de operações fraudulentas na venda de ações emprega uma força de vendas altamente eficaz, apoiada em guiões profissionais padronizados. A tecnologia de comunicações reveste-se de uma importância decisiva, quer no recurso a comunicações telefónicas, contratos com fornecedores grossistas de sistemas de *call-back*, correios de longa distância e *Internet*.

A diversificação dos lugares e a permanente viagem ou movimentação entre as bases de localização da informação, da conclusão dos negócios e da arrecadação dos proveitos gerados, de forma a evitar a plena jurisdição de cada uma das autoridades nacionais e do mesmo modo garantir a segurança da rede criminosa são as pedras de toque de uma política igualmente presente nos negócios lícitos. A estas segmentações acrescem, por um lado, a da jurisdição dos clientes investidores e, por outro, a da nacionalidade dos promotores da atividade, completando-se uma simples e poderosa engenharia de cinco bandeiras diferentes, apta a desafiar a mais eficaz ação de deteção, prevenção e punição deste tipo de atividade transfronteiriça fraudulenta.

Por último, a força de trabalho é global e requer alta mobilidade. A cessação deste tipo de atividade designada internacionalmente como sala de caldeira (*boiler-room*) pode alcançar-se num país para recomeçar imediatamente noutro, apenas através da simples movimentação provisória das pessoas e não carece mais do que o reinvestimento de 20% dos proveitos para se manter em funcionamento.

A agilidade e facilidade de cooperação entre as autoridades reguladoras de 11 diferentes jurisdições revelou-se o meio mais eficaz de investigação permitindo não apenas determinar a imposição de uma sanção administrativa mas especialmente fundamentar a instauração do procedimento criminal contra o diretor britânico pelo Departamento de Investigação e Ação Penal de Lisboa.

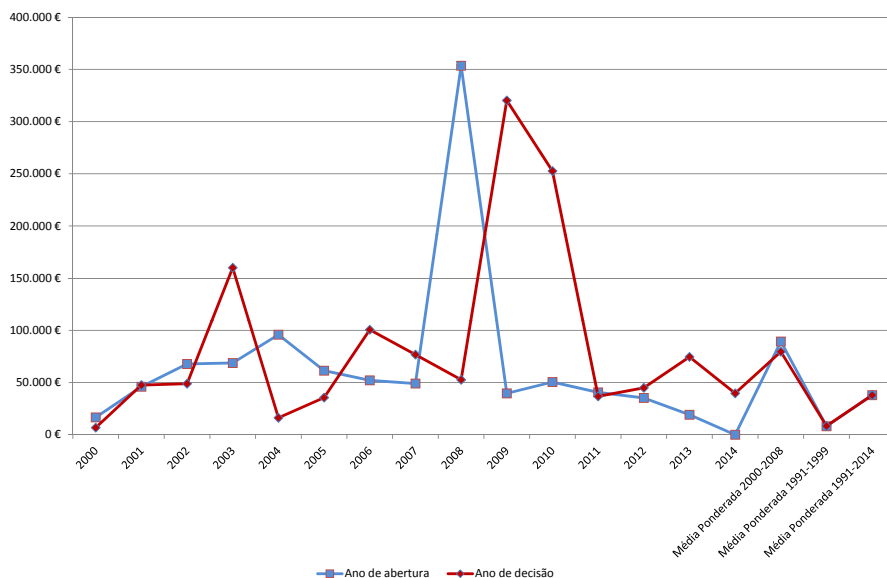
A cooperação também transfronteiriça entre autoridades reguladoras e autoridades judiciais originou mais de 50 intercâmbios de informação, em conformidade com o envolvimento integral da plataforma operacional da *Paramount*, sem o que os acórdãos do Tribunal Criminal de Lisboa e do Supremo Tribunal de Justiça proferidos na primeira instância e na de recurso não teriam sido absolutamente concludentes na rejeição dos argumentos da defesa e no julgamento da improcedência do recurso interposto pela defesa.

A grande diferença entre este tipo de fraude da década de 50 do século passado e as do século XXI é a separação entre as jurisdições onde são feitos os negócios, criada a informação e arrecadado o dinheiro. O maior desafio colocado por estes casos reside na necessidade de reforçar a cooperação entre reguladores e autoridades judiciais, quer no plano doméstico quer no internacional para prevenir e combater a indústria da fraude com valores mobiliários.

No que se refere à não prestação de informação periódica, o valor anual médio das coimas desceu de forma expressiva (para cerca de metade do verificado em 1991-1999) como reflexo do menor peso relativo destes processos.

O gráfico 15 evidencia que apesar da redução do número de processos e do número de coimas aplicadas face a 1991-1999, o valor médio por coima aumentou de forma muito significativa no período 2000-2014 (para cerca de 40.000 euros).

**GRÁFICO 15 – Rácio valor total de coimas/número de coimas aplicadas  
2000-2014**



Os valores mais elevados atingidos em 2008 e 2004 (ano de abertura) foram motivados, respetivamente, por um processo de contraordenação muito grave contra um intermediário financeiro por incumprimento de deveres de intermediação financeira (coima de 3.000.000 euros) e por contraordenações relativas à defesa da integridade e da equidade do mercado e à qualidade e oportunidade de informação (no seu conjunto, 2.200.000 euros). Se estas sanções fossem retiradas da análise o valor da coima média teria sido de cerca de 49.000 euros e de 17.000 euros, respetivamente para os períodos 2000-2008 e 1991-2008.

**B.3. Período 1991–1993:** Nos primeiros anos de funcionamento da CMVM a atividade sancionatória registou um número reduzido de casos de elevada gravidade.<sup>20</sup>

Em 1991-1993 (ver quadro 11), os processos estiveram em grande medida centrados em matérias relativas à qualidade e oportunidade de informação e à intermediação financeira.

**QUADRO 11 – Processos por área temática 1991-1993 e 1994-1999**

Área temática	PAA 1991-1993	Peso	PAD 1991-1993	Peso	PAA 1994-1999	Peso	PAD 1994-1999	Peso
MER	3	4%	2	3%	25	3%	21	3%
GCP	1	1%	1	2%	124	15%	94	12%
IFnA	0	0%	0	0%	6	1%	6	1%
IF	37	49%	32	48%	27	3%	25	3%
QOI	28	37%	25	38%	173	21%	171	23%
DPQ	5	7%	5	8%	19	2%	14	2%
PIP	1	1%	1	2%	450	55%	424	56%
<b>Total</b>	<b>75</b>	<b>100%</b>	<b>66</b>	<b>100%</b>	<b>824</b>	<b>100%</b>	<b>755</b>	<b>100%</b>
<b>Média Simples Anual</b>	<b>25</b>		<b>22</b>		<b>137</b>		<b>126</b>	
<b>Mínimo do Período</b>	<b>24</b>		<b>16</b>		<b>80</b>		<b>68</b>	
<b>Máximo do Período</b>	<b>51</b>		<b>50</b>		<b>201</b>		<b>173</b>	

Legenda: PAA - N.º Processos (ano de abertura); PAD - N.º Processos (ano de decisão)

PIP - Prestação de Informação Periódica; QOI - Qualidade e Oportunidade de Informação; GCP - Gestão Coletiva de Poupanças; IF - Intermediação Financeira; MER - Integridade e Equidade do Mercado; DPQ - Divulgação de Participações Qualificadas; IFnA - Intermediação Financeira não Autorizada.

A média anual de processos abertos nos três primeiros anos de atividade da CMVM (25 por ano de abertura) foi inferior a um terço da verificada para todo o período 1991-2014 (78 processos por ano de abertura) e cinco vezes menor quando comparada com o período 1994-1999.

A partir de 1994 e até final de 1999 os dados apresentados evidenciam a necessidade de intervenção específica da CMVM em matéria de prestação de informação periódica pelas entidades emitentes.

<sup>20</sup> É significativo que a maioria das sanções acessórias tenha sido aplicada entre 1991 e 1992. Tal terá correspondido à necessidade de disciplinar os agentes do mercado particularmente reticentes em relação à própria existência de supervisão. A partir desse momento as sanções acessórias foram aplicadas com maior parcimónia. A sanção acessória mais frequentemente aplicada foi a da publicação da decisão.

**QUADRO 12 – Rácio valor total de coimas/número de coimas aplicadas  
em 1991-1993, 1994-1999 e 1991-2014**

Coimas	AA 1991-1993	AD 1991-1993	AA 1994-1999	AD 1994-1999	AA 1991-2014	AD 1991-2014
Média	16.542	21.302	7.192	7.318	37.958	37.958
Mínimo	16.449	16.449	2.224	2.884	2.224	2.884
Máximo	16.647	39.904	13.702	19.005	353.500	320.263

Legenda: AA - ano de abertura; AD - ano de decisão.  
Valores em Euros.

Apesar do reduzido número médio de sanções aplicadas no período 1991-1993 (quando comparado com o período 1994-1999 ou com a globalidade do período em análise), o valor da coima média aplicada nos três primeiros anos de atividade da CMVM foi elevado, em especial quando comparado com os seis anos seguintes, mas foi apenas metade do valor da coima média para todo o período 1991-2014, o que significa que a dimensão média das coimas no presente século foi bastante mais elevada.

**B.4. Período 1994-1999:** Predomínio das situações de violação dos deveres de prestação de informação periódica atempada e de qualidade pelos emitentes.

Tendo em vista aumentar a transparência do mercado português, a CMVM elegeu como tarefa prioritária o controlo da prestação informação periódica (relatórios e contas anuais, semestrais e trimestrais) e o sancionamento das situações não conformes com a regulamentação em vigor.

Em 1993 foram emitidas 156<sup>21</sup> advertências a emitentes por prestação de informação periódica de forma intempestiva e/ou sem a qualidade requerida. Já o período 1994-1999 ficou marcado pela preponderância dos processos de contraordenação tendentes a introduzir disciplina no mercado sobre estas matérias.

Assim, não é de estranhar que no período 1994-1999 mais de 55% dos processos de contraordenação da CMVM respeitem à não prestação de informação periódica. Estas sanções representaram cerca de 80%

<sup>21</sup> Estas 156 advertências não estão consideradas nas presentes estatísticas.

das sanções aplicadas (ano de abertura) sobre este tipo de violação de deveres em todo o período 1991-2014.

**QUADRO 13 – Peso do número de processos de contraordenação e do valor das coimas respeitantes a prestação de informação periódica**

Peso	1994-1999	1991-2014
N.º Processos referentes a PIP no total de processos (PAA)	55%	31%
N.º Processos referentes a PIP no total de processos (PAD)	56%	33%
Valor das coimas aplicadas referentes a PIP no total de coimas aplicadas (PAA)	19%	4%
Valor das coimas aplicadas referentes a PIP no total de coimas aplicadas (PAD)	19%	4%
	1994-1999	Restantes anos
N.º Processos referentes a PIP no total de processos relativos a PIP (PAA)	81%	19%
N.º Processos referentes a PIP no total de processos relativos a PIP (PAD)	77%	23%

Legenda: PAA - N.º Processos (ano de abertura); PAD - N.º Processos (ano de decisão); PIP - Prestação de Informação Periódica.

A intervenção da CMVM neste período teve um impacto significativo na atividade sancionatória registada entre 1991 e 2014. Este tipo de atuação representa cerca de 32% dos processos de contraordenação abertos e decididos pela CMVM desde a sua existência. Porém, em termos do valor das coimas totais aplicadas, esta área temática representa apenas 4% do montante das coimas aplicadas pela CMVM.

A partir de 1994 atinge-se um período de consolidação das condições básicas de funcionamento do mercado, ilustrado pela maior variabilidade dos temas que foram objeto de sancionamento.

**B.5. Período 1995-2002:** Processos relativos a integridade e equidade do mercado. Aumento da intervenção da CMVM em matérias de excesso de concentração de riscos e de existência de conflitos de interesses na gestão coletiva de poupanças.

A defesa da integridade e da equidade do mercado é uma temática complexa em termos de instrução de processos e de produção de prova. O reduzido número de processos decididos (114) e de coimas aplicadas (76), bem como o respetivo peso relativo de 6% e 12% em todo o período 1991-2014 (ano de abertura), deve ser lido à luz deste enquadramento.



Neste âmbito destacam-se os anos 1995-2002 em que foram abertos pela CMVM 39% dos processos relativos à defesa da integridade e da equidade do mercado de todo o período 1991-2014.

**QUADRO 14 – Peso do número de processos de contraordenação e do valor das coimas respeitantes à integridade e equidade do mercado**

Peso	1995-2002	1991-2014
N.º Processos referentes a MER no total de processos (AA)	5%	6%
N.º Processos referentes a MER no total de processos (AD)	4%	6%
Valor das coimas aplicadas referentes a MER no total de coimas aplicadas (AA)	18%	12%
Valor das coimas aplicadas referentes a MER no total de coimas aplicadas (AD)	19%	12%
	<b>1995-2002</b>	<b>Restantes anos</b>
N.º Processos referentes a MER no total de processos relativos a MER (AA)	39%	61%
N.º Processos referentes a MER no total de processos relativos a MER (AD)	45%	55%

Legenda: AA - ano de abertura; AD - ano de decisão; MER - Integridade e Equidade do Mercado.

Tal não significa, porém, uma menor preocupação atual da CMVM relativamente a esta matéria, uma vez que no período 2003-2008 foram abertos e decididos, respetivamente, 16 e 18 processos (mais de 15% dos processos de todo o período 1991-2014) e em 2010 foram abertos 23 processos (20% de todo o período 1991-2014). A atividade da CMVM na defesa da integridade e da equidade do mercado, nomeadamente a vigilância e o sancionamento exercidos nesta matéria, tem-se caracterizado por um combate continuado a este tipo de ilícito.

Dada a sua natureza muito gravosa, as coimas aplicadas são mais elevadas. Com efeito, 12% do montante total de coimas aplicado pela CMVM entre 1991 e 2014 respeitou a esta matéria, sendo a segunda área temática com maior volume de coimas aplicadas. No período 1995-2002 o peso relativo do valor das coimas aplicadas em processos relativos à defesa da integridade e da equidade do mercado atingiu valores próximos dos 20%, cinco vezes mais do que o peso relativo do respetivo número de processos.

É de referir, ainda, que no período 1998-2003 se assistiu a um significativo número de participações criminais da CMVM ao Ministério Público sobre esta matéria, o que será objeto de maior análise em próximas secções.

A partir de 1995 outro dos temas que assume particular relevância em termos de processos abertos e decididos pela CMVM é o da gestão coletiva de poupanças, sobretudo no que respeita a incumprimentos

de rácios de fundos de investimento e a violação de regras relativas a conflitos de interesses.<sup>22</sup> Estes são dois aspetos basilares nesta área, o da concentração de riscos e o da possível instrumentalização dos fundos de investimento em favor dos grupos financeiros que geralmente dominam as respetivas sociedades gestoras.

A Diretiva UCITS foi transposta para a ordem jurídica nacional em 1994. Este normativo veio introduzir novas regras de funcionamento aplicáveis aos fundos de investimento mobiliário, nomeadamente no que respeita à imposição de limites de concentração de risco e à definição de um quadro rigoroso de operações consideradas conflituantes entre os interesses dos participantes, dos gestores dos fundos e das entidades com eles relacionados. Em 1995 foi também publicado o Regime Jurídico dos Fundos de Investimento Imobiliário, que veio introduzir regras de idêntica natureza para os fundos imobiliários.

**QUADRO 15 – Peso do número de processos de contraordenação e do valor das coimas respeitantes a gestão coletiva de poupanças**

Peso	1995-2002	1991-2014
N.º Processos referentes a GCP no total de processos (AA)	19%	17%
N.º Processos referentes a GCP no total de processos (AD)	19%	16%
Valor das coimas aplicadas referentes a GCP no total de coimas aplicadas (AA)	21%	11%
Valor das coimas aplicadas referentes a GCP no total de coimas aplicadas (AD)	16%	11%
	1995-2002	Restantes anos
N.º Processos referentes a GCP no total de processos relativos a GCP (AA)	60%	30%
N.º Processos referentes a GCP no total de processos relativos a GCP (AD)	66%	34%

Legenda: AA - ano de abertura; AD - ano de decisão; Gestão Coletiva de Poupanças.

No período de 1995-2002, a CMVM iniciou 60% da totalidade dos processos de contraordenação sobre gestão coletiva de poupanças. Em termos relativos, o peso dos processos desta área temática neste período ascendeu a 19%, sendo a terceira matéria com maior número de processos de contraordenação abertos e decididos.

O valor das coimas aplicadas em processos respeitantes a gestão coletiva de poupanças representou 11% do total de coimas do período

<sup>22</sup> Embora a proteção contraordenacional específica dos organismos de investimento coletivo apenas tenha sido consagrada em 1997, enquanto atividade de intermediação financeira era suscetível de sanção neste domínio desde 1991.

1991-2014, o que significa que esta foi a terceira área temática em termos do volume de coimas aplicadas.

A partir de 2002, o peso relativo dos processos sobre gestão coletiva de poupanças tem variado, mas em geral estes processos perderam importância uma vez que o essencial do regime legal foi incorporado nos procedimentos das sociedades gestoras.

**B.6. Período 2002-2008:** Predomínio dos processos sobre intermediação financeira, qualidade e oportunidade de informação, bem como dos processos sobre divulgação de participações qualificadas.

Neste período revelou-se necessário reforçar a política contraordenacional da CMVM com o objetivo de fazer cumprir deveres basilares da intermediação financeira, designadamente os respeitantes a conflitos de interesses, a deveres de informação aos clientes e a deveres de segregação patrimonial. Estes são também processos complexos e aprofundados que decorrem essencialmente de ações de supervisão presencial efetuadas aos intermediários financeiros.

**QUADRO 16 – Peso do número de processos de contraordenação e do valor das coimas respeitantes a intermediação financeira**

Peso	2002-2008	1991-2014
N.º Processos referentes a IF no total de processos (AA)	20%	13%
N.º Processos referentes a IF no total de processos (AD)	19%	12%
Valor das coimas aplicadas referentes a IF no total de coimas aplicadas (AA)	38%	11%
Valor das coimas aplicadas referentes a IF no total de coimas aplicadas (AD)	38%	11%
	<b>2002-2008</b>	<b>Restantes anos</b>
N.º Processos referentes a IF no total de processos relativos a IF (AA)	42%	58%
N.º Processos referentes a IF no total de processos relativos a IF (AD)	42%	58%

Legenda: AA - ano de abertura; AD - ano de decisão; IF - Intermediação Financeira.

Dos processos instaurados pela CMVM sobre intermediação financeira em todo o período 1991-2008, 42% foram iniciados entre 2002 e 2008. Pouco menos de 40% do valor das coimas aplicadas neste período respeitaram à violação de deveres sobre aquela matéria.

O montante das coimas aplicadas em processos relativos ao não cumprimento de deveres de intermediação financeira em percentagem do total de coimas (1991-2008) atingiu um valor próximo dos 50%, o que

significa que esta área temática apresenta o maior volume de coimas aplicadas pela CMVM ao longo da sua existência.<sup>23</sup>

A matéria relativa à qualidade e oportunidade de informação assumiu alguma importância entre 1991 e 2001 no número de processos e no montante de coimas aplicadas. No entanto, a natureza dos processos era diferente da que veio a verificar-se a partir de 2002.<sup>24</sup>

Com efeito, com o arranque em 2000 do sistema de difusão de informação da CMVM passou a ser efetuado um escrutínio preciso e mais rigoroso da difusão de informação, em particular a não prestação atempada de informação privilegiada ao mercado. O controlo mais efetivo sobre esta matéria teve reflexos notórios no número relativo de processos desta natureza. Assim, verifica-se que cerca de 30% dos processos de contraordenação abertos pela CMVM no período 2002-2008 respeitaram a esta área temática.

**QUADRO 17 – Peso do número de processos de contraordenação e do valor das coimas respeitantes a qualidade e oportunidade de informação**

Peso	2002-2008	1991-2014
N.º Processos referentes a QOI no total de processos (AA)	29%	24%
N.º Processos referentes a QOI no total de processos (AD)	25%	24%
Valor das coimas aplicadas referentes a QOI no total de coimas aplicadas (AA)	18%	51%
Valor das coimas aplicadas referentes a QOI no total de coimas aplicadas (AD)	18%	51%
	<b>2002-2008</b>	<b>Restantes anos</b>
N.º Processos referentes a QOI no total de processos relativos a QOI (AA)	33%	67%
N.º Processos referentes a QOI no total de processos relativos a QOI (AD)	28%	72%

Legenda: AA - ano de abertura; AD - ano de decisão; QOI - Qualidade e Oportunidade da Informação.

Este tipo de ilícito apresenta o maior peso em termos de montante de coimas aplicadas no período 1991-2014, sendo que 88% deste valor respeitou ao período 2002-2008.<sup>25</sup> Tal situação traduz um aumento

<sup>23</sup> Ainda que esta situação seja potenciada pela aplicação, em 2008, de uma coima de 3.000.000 euros a um intermediário financeiro.

<sup>24</sup> A partir desta data, já não se trata, como no início da existência da CMVM, de garantir a prestação de informação periódica ao mercado, que já se encontra substantivamente aculturada, mas de um aumento da sofisticação exigida ao mercado e à supervisão: é a própria substância da informação que se encontra em causa.

<sup>25</sup> Situação que, como se referiu, foi potenciada pela aplicação, em 2008, de uma coima de 3.000.000 euros a um intermediário financeiro.

progressivo da supervisão da CMVM sobre esta matéria de enorme relevância para a adequada formação dos preços em mercado.

Já as contraordenações relativas à divulgação de participações qualificadas nunca atingiram um peso de destaque no total dos processos abertos pela CMVM, nem no valor das coimas (apenas 3% do total aplicado em todo o período) apesar deste tipo de contraordenações ter apresentado uma importância acrescida desde 2002.

**QUADRO 18 – Peso do número de processos de contraordenação e do valor das coimas respeitantes a divulgação de participações qualificadas**

Peso	2002-2008	1991-2014
N.º Processos referentes a DPQ no total de processos (AA)	17%	7%
N.º Processos referentes a DPQ no total de processos (AD)	18%	7%
Valor das coimas aplicadas referentes a DPQ no total de coimas aplicadas (AA)	7%	3%
Valor das coimas aplicadas referentes a DPQ no total de coimas aplicadas (AD)	7%	3%
	2002-2008	Restantes anos
N.º Processos referentes a DPQ no total de processos relativos a DPQ (AA)	65%	35%
N.º Processos referentes a DPQ no total de processos relativos a DPQ (AD)	65%	35%

Legenda: AA - ano de abertura; AD - ano de decisão; DPQ - Divulgação de Participações Qualificadas.

Cerca de dois terços dos processos instaurados e decididos pela CMVM sobre divulgação de participações qualificadas em todo o período 1991-2014 foram iniciados entre 2002 e 2008. Neste período a CMVM intensificou a sua supervisão por forma a identificar de forma precisa os beneficiários económicos de determinadas participações qualificadas tidas como não transparentes (*e.g.* de entidades domiciliadas em jurisdições *off-shore*) e que pudessem ter influência na correta determinação de posições de concertação ou de domínio no capital das entidades emitentes nacionais.

O valor das coimas aplicadas em processos de divulgação de participações qualificadas em percentagem do total de coimas assumiu uma expressão mais reduzida do que em outras áreas temáticas (7%) no período 2002-2008. No entanto, mais de 90% do montante total das coimas neste tipo de processos foi aplicado em 2002-2008.

**B.7. Período 2009-2014:** Predomínio dos processos sobre qualidade e oportunidade de informação e sobre intermediação financeira, registando-se um aumento significativo das coimas aplicadas.

Os processos sobre qualidade e oportunidade de informação representaram, respetivamente, cerca de 31% e 20% do número total de processos decididos neste período, significando isto que mais de metade dos processos decididos pela CMVM se centraram em matérias de elevada complexidade e maior sensibilidade para o funcionamento dos mercados.

O enfoque nestas duas áreas, e a sensibilidade dos respetivos processos no normal funcionamento dos mercados, é bem espelhado pelo significativo aumento das coimas neste período. Com efeito, cerca de dois terços do valor das coimas aplicadas pela CMVM entre 1991 e 2014 (25 milhões de euros) concentraram-se no período 2009-2014 (ano de decisão). Neste domínio, sobressaem de forma notória as coimas aplicadas relativamente aos processos sobre qualidade e oportunidade de informação, que representam cerca de 11,2 milhões de euros, ou seja, cerca de 88% do valor total das coimas aplicadas nesta área temática em todo o período 1991-2014. Nos processos relativos a intermediação financeira idêntica percentagem ascendeu a 62%.

Por último refira-se que as coimas máximas aplicadas pela CMVM se registam no período 2009-2014, ainda que em alguns casos a CMVM tivesse procedido à suspensão da sanção, condicionada, por exemplo, à indemnização dos lesados por parte dos agentes infratores.

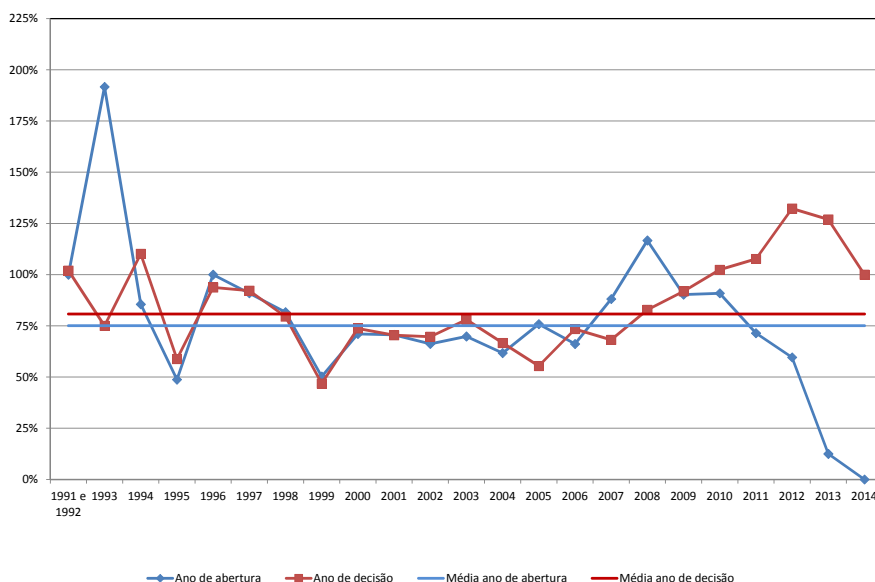
## **C. Sanções aplicadas em processos de contraordenação**

A CMVM registou ao longo do período 1991-2014 diversos resultados em processos de contraordenação. A evolução desses resultados pode ser melhor compreendida mediante a leitura dos seguintes indicadores.

### C.1. Rácio número de sanções/número de processos

O número de sanções<sup>26</sup> em percentagem do número de processos de contraordenação ascendeu a 81% (75%) em termos de processos decididos (processos abertos) em todo o período em análise. Note-se que num mesmo processo poder ser aplicada mais do que uma sanção, o que explica a existência de percentagens superiores a 100% em alguns anos.

**GRÁFICO 16 – Evolução do rácio número de sanções/número de processos**



Os valores elevados registados no início da série não podem ser dissociados do tipo de processos relativos à não prestação de informação periódica. O tipo de ilícito em causa era de fácil comprovação o que justifica um rácio mais elevado em alguns anos. O valor em 1993 é explicado pelo facto de em muitos casos terem sido aplicadas diversas sanções a vários arguidos num mesmo processo. O valor mais reduzido em 1999 deve-se a um maior peso do número de arquivamentos ocorrido neste ano. Já em 2013 e 2014 o rácio apresenta valores reduzidos em termos de ano de abertura (nos processos mais recentes é natural

<sup>26</sup> Coimas e admoestações.

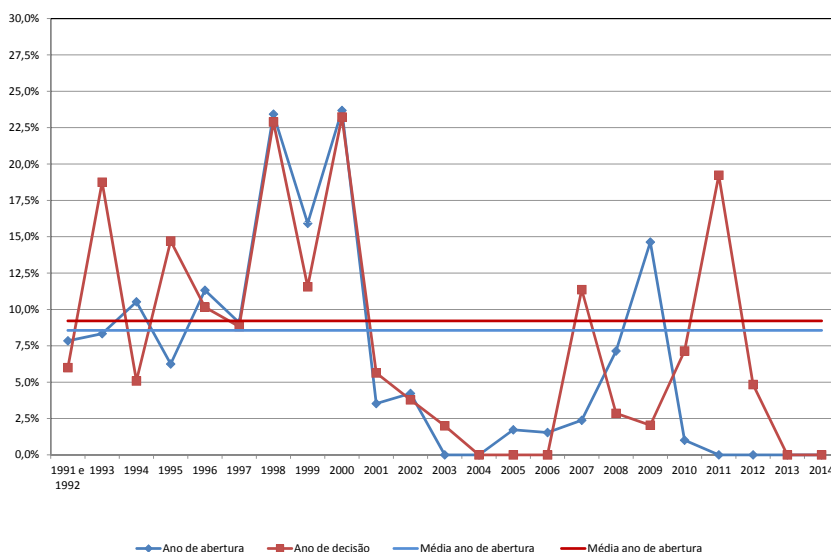
que ainda não existam decisões e, como tal, não existam sanções). Em termos de ano de decisão, a série apresenta os valores mais elevados nos últimos anos. Tal deve-se ao facto de, nestes anos, terem existido vários processos com mais do que um arguido envolvidos e que deram, portanto, origem, a várias coimas no mesmo processo.

### ***C.2. Rácio número de arquivamentos/número de processos***

A CMVM apenas acusa e sanciona em processos de contraordenação quando se cumprem os requisitos legais de prova e de enquadramento jurídico.

O número de arquivamentos representa 9%<sup>27</sup> do número total de processos abertos e decididos no período 1991-2014, com um máximo de 23% em 2000 e um mínimo de zero arquivamentos entre 2004 e 2006 e em 2013 e 2014 (ano de decisão).<sup>28</sup> Estes dados significam que, em média, em cerca de 91% dos processos abertos pela CMVM foi aplicada alguma sanção.

**GRÁFICO 17 – Rácio número de arquivamentos/número de processos**



<sup>27</sup> Processos arquivados depois da acusação.

<sup>28</sup> O rácio de arquivamento de zero (processos abertos) entre 2011 e 2014 deve-se ao facto de os processos serem recentes, pelo que não foi ainda tomada qualquer decisão.



Os anos de 1993, 1995, 1998, 2000 e 2011 influenciam decisivamente o valor global do período. O maior número de processos arquivados nos primeiros quatro anos resulta, essencialmente, do facto de não haver tipicidade das infrações denunciadas. O aumento do rácio em 2011 (ano de decisão) deveu-se ao arquivamento de cinco processos (em 26), três dos quais relativos à temática da integridade e equidade do mercado, um relativo a difusão de informação e o quinto relativo a violação dos deveres dos Intermediários Financeiros.

### ***C.3. Rácio número de coimas aplicadas/número de coimas deliberadas***

O número de coimas aplicadas em percentagem do número de coimas deliberadas situou-se nos 87% (processos decididos e abertos) em todo o período em análise, variando entre um mínimo de 50% registado em 2003 e um máximo de 100% verificado em diversos anos.

Nos anos recentes (2006-2014) o rácio foi em geral inferior à média global<sup>29</sup>, embora sempre superior a 60%.

Pode assim concluir-se que quase nove em cada 10 coimas deliberadas são efetivamente aplicadas, o que traduz elevados níveis de eficiência sancionatória do processo de contraordenação e de aceitação da sanção pelos arguidos.

### ***C.4. Rácio montante de coimas aplicadas/montante de coimas deliberadas***

No que respeita ao montante das coimas, o rácio entre coimas aplicadas e coimas deliberadas ascendeu a 75% (processos decididos e abertos) para a média global do período.

Em cinco dos últimos seis anos (processos decididos), as coimas deliberadas têm tido uma efetiva aplicação superior a 90%, o que traduz uma adequada proporcionalidade entre as decisões da CMVM e as

<sup>29</sup> O que traduz algum aumento de conflitualidade em anos recentes, traduzido na maior recusa de processos sumaríssimos.

coimas que foram efetivamente aplicadas. Os valores mais reduzidos ocorridos em 1999-2000 (ano de decisão) explicam-se por uma suspensão de sanção cujas condições foram cumpridas, tendo por isso cessado a sua vigência, e a revogação pelo tribunal de decisões da CMVM. Os também reduzidos valores de 2006 e 2008, não obstante a ocorrência daquelas duas causas, devem-se sobretudo à recusa de processos sumaríssimos (em 13 casos) e, consequentemente, ao facto de serem dadas sem efeito as coimas neles aplicadas. Refira-se, a este propósito, que a suspensão das coimas condicionadas a diversos fatores, como seja a indemnização dos investidores prejudicados, foi uma prática adotada pela CMVM com maior intensidade no período 2008-2014.

Este indicador assume uma relevância acrescida em virtude de o valor médio das coimas aplicadas ter aumentado de forma muito significativa desde 2008. Com efeito, entre 2009 e 2014, foram aplicadas coimas que correspondem a 61% do total de coimas aplicadas em todo o período em análise.

## **D. A experiência judicial em processos de contraordenação**

### ***D.1 Impugnações***

Os processos de contraordenação são passíveis de impugnação judicial mediante recurso. Nesta matéria existe uma menor quantidade de processos que foram sujeitos a impugnação judicial e uma maior dispersão temática. No entanto, podem ser delimitados quatro períodos de análise.

***D.1.1. Período 1991-1998*** – Elevado número de Impugnações em processos relativos a prestação de informação periódica e qualidade e oportunidade de informação.

Nos primeiros anos de atividade da CMVM, cerca de dois terços dos recorrentes foram entidades emitentes e as matérias relativas à prestação de informação periódica e à qualidade e oportunidade de informação foram as que deram origem ao maior número de impugnações.

**QUADRO 19 – Processos impugnados 1991-1998**

Área temática	Processos impugnados (PAA)	Peso	Processos impugnados (PAD)	Peso
MER	6	9%	3	5%
GCP	0	0%	0	0%
IFnA	1	1%	0	0%
IF	10	15%	10	16%
QOI	18	26%	18	30%
DPQ	5	7%	5	8%
PIP	28	41%	25	41%
<b>Total</b>	<b>68</b>	<b>100%</b>	<b>61</b>	<b>100%</b>
<b>Média Simples Anual</b>	<b>9</b>		<b>8</b>	
<b>Mínimo do Período</b>	<b>6</b>		<b>0</b>	
<b>Máximo do Período</b>	<b>16</b>		<b>19</b>	

Legenda: PAA - N.º Processos (ano de abertura); PAD - N.º Processos (ano de decisão)

PIP - Prestação de Informação Periódica; QOI - Qualidade e Oportunidade de Informação; GCP - Gestão Coletiva de Poupanças; IF - Intermediação Financeira; MER - Integridade e Equidade do Mercado; DPQ - Divulgação de Participações Qualificadas; IFnA - Intermediação Financeira não Autorizada.

Uma justificação para este facto prende-se com o enfoque da supervisão da CMVM nestas áreas temáticas com o propósito de disciplinar os emitentes relativamente a um aspeto essencial para o bom funcionamento do mercado: a existência de informação de qualidade no tempo devido.

**QUADRO 20 – Rácio processos impugnados/não impugnados 1991-1998**

Área temática	Rácio processos impugnados/ /não impugnados (AA)	Rácio processos impugnados/ /não impugnados (AD)
MER	33%	23%
GCP	0%	0%
IFnA	25%	0%
IF	20%	20%
QOI	20%	20%
DPQ	36%	36%
PIP	9%	8%
<b>Média Ponderada Anual</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>
<b>Mínimo do Período</b>	<b>5%</b>	<b>0%</b>
<b>Máximo do Período</b>	<b>32%</b>	<b>24%</b>

Legenda: AA - ano de abertura; AD - ano de decisão.

PIP - Prestação de Informação Periódica; QOI - Qualidade e Oportunidade de Informação; GCP - Gestão Coletiva de Poupanças; IF - Intermediação Financeira; MER - Integridade e Equidade do Mercado; DPQ - Divulgação de Participações Qualificadas; IFnA - Intermediação Financeira não Autorizada.

O rácio processos impugnados em percentagem dos processos não impugnados (13% ou 12% consoante o ano de abertura ou de decisão dos processos) foi mais elevado neste período do que nos períodos subsequentes.

## CAIXA 3

**Experiência judicial: dois casos levados a julgamento  
no período 1991-1998**

**A.** Na decisão do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa (1ª Juízo, 1ª Secção, processo nº 339/96), de 21/03/1997, foi apreciada a impugnação judicial de decisão condenatória da CMVM que aplicou a uma sociedade uma coima única de 4.000.000\$00 pela violação do dever de publicação de anúncio preliminar de OPA logo após a tomada de decisão definitiva de a lançar, e do dever de entrega do anúncio preliminar à sociedade visada, à CMVM e à bolsa em que os valores mobiliários objeto estejam admitidos (deveres consagrados no artigo 534º, nº 1 do CdMVM de 1991, com tutela contraordenacional no artigo 671º, nº 24 als. a) e c) do mesmo Código).

O objeto do processo residia no facto de, em 29/06/1995, o Conselho de Administração da arguida ter deliberado o lançamento de uma OPA sobre ações admitidas à negociação no mercado sem cotações da Bolsa de Valores de Lisboa (e aprovado o texto do anúncio preliminar da OPA) e só em 31/07/1995 e em 01/08/1995 ter tido lugar, respetivamente, o seu envio à CMVM, à sociedade visada e à bolsa e a sua publicação.

Relativamente ao aspeto jurídico da causa, salientamos os seguintes passos da sentença.

Os ilícitos em apreço são dogmaticamente considerados ilícitos de perigo abstrato – a própria ação é considerada perigosa em si mesma, segundo a experiência comum aceite pelo legislador, mas na estrutura do tipo não aparece a exigência do perigo como evento da ação – e omissivos – por o agente não atuar quando podia e devia fazê-lo. *In casu* estar-se-á perante uma omissão pura, *i.e.* aquela que consiste na violação direta de um preceito que impõe um certo comportamento positivo: com esse comportamento o tipo legal está preenchido.

Relativamente ao processo de oferta pública, disse o Tribunal que se desdobra em três fases: uma *fase preliminar*, iniciada com a publicação do anúncio preliminar, outra que se pode denominar por *fase da oferta*, que começa com o lançamento da oferta, terminando por uma *fase de concretização das transações*. Mas antes dessas três fases externas haverá necessariamente uma *fase interna* – destinada a preparar a decisão do oferente e a aprontar os elementos necessários para que, tomada a decisão, possa ser-lhe dado o seguimento legal. Esta fase integrará os estudos de muitas naturezas conducentes à tomada de decisão da pessoa ou órgão competente, o estabelecimento de contactos e até a celebração de acordos com entidades que deverão intervir ou pelo menos ser conhecidas desde o início da fase externa.

O legislador só se interessa por essa fase preparatória para regular alguns atos isolados, designadamente para impor um dever geral de confidencialidade (artigo 532º, nº 5 do CdMVM de 1991, que impõe o dever de sigilo até ao anúncio da oferta).

A lei pretende que a publicitação do anúncio preliminar da decisão seja efetuada logo que tal decisão seja tomada.

Como se refere no preâmbulo do Decreto-Lei nº 142-A/91, de 10 de abril, que aprovou o CdMVM de 1991, uma das grandes linhas de força do diploma é a que respeita à informação. Aí se refere: *“Da suficiência, oportunidade, qualidade e acessibilidade da informação dependem, com efeito, não apenas a defesa obrigatória dos legítimos interesses dos investidores, mas também, e de modo geral, a própria regularidade e transparência do funcionamento do mercado, a consistência e a estabilidade dos preços que nele se formam e a viabilidade de um efetivo controlo das transações que nele se realizam e das atividades de intermediação em valores mobiliários que nele se desenvolvem”*.

Aberta uma brecha no sigilo que se impõe no processo, a salvaguarda dos interesses em jogo exige ou impõe que entre a decisão de lançamento e a sua divulgação ao grande público medeie o mais curto tempo possível.

A arguida podia e devia ter efetuado a publicação e as comunicações logo que a deliberação foi tomada.

O tribunal decidiu pela manutenção da coima aplicada pela CMVM.

**B.** Na decisão do Tribunal de Pequena Instância Criminal do Porto (3ª Secção, processo nº 426/96-A), de 03/11/1997, foi apreciada a impugnação judicial de decisão condenatória da CMVM que aplicou a um intermediário financeiro (sociedade financeira de corretagem) uma coima única de 3.000.000\$00 pela prática das seguintes contraordenações:

- 1) Não registo de elementos obrigatórios de ordens de bolsa, em violação do artigo 429º do CdMVM de 1991;
- 2) Emissão de notas de compra e de venda sem elementos obrigatórios, em violação do artigo 456º do CdMVM de 1991;
- 3) Envio à CMVM de informação (Anexo 4 previsto na norma nº 1 da Instrução nº 91/1) incompleta, em violação do artigo 646º, nº 1, al. A) do CdMVM de 1991.

Os factos objeto do processo foram em síntese os seguintes:

- 1) Entre 25/08/1993 e 01/09/1993, a arguida registou 60 ordens de bolsa que omitiam indicações legalmente exigidas (em todas a hora de receção, e nalgumas o prazo de validade, a natureza e categoria dos valores mobiliários objeto da ordem).

- 2) As omissões referentes às ordens de bolsa foram praticadas de modo homogêneo, através da sistemática omissão de inscrição.
- 3) Em 01, 04 e 21/10/2003, a arguida emitira respetivamente, 15, 13 e 12 notas de compra ou venda que omitiam indicações legais e regulamentares exigidas.
- 4) A numeração das notas de compra ou venda emitidas pela arguida não era sequencial.
- 5) As omissões referentes às notas de compra ou venda, assim como a falta de numeração sequencial das mesmas, foram praticadas de modo homogêneo, através da sistemática omissão de menções relativas a notas de compra ou venda.
- 6) Em 06/07/1993, a CMVM recebeu o Anexo 4 previsto na norma nº 1 da Instrução 91/1 referente à data de 30/06/1993, que não continha informação exigida.

Sobre as infrações relativas ao registo dos elementos obrigatórios da ordem de bolsa, o tribunal sublinhou que estamos perante contraordenações de *perigo abstrato*, e que o fim de proteção da norma, a finalidade do regime da ordem de bolsa (enquanto documento porque é essa a vertente em causa) é a da certeza probatória da ordem de bolsa enquanto negócio jurídico. Se as menções estiverem espalhadas por vários documentos, perde-se a inequivocidade da ordem, a sua certeza. Perde-se também o único modo de um ordenador aferir se foi ou não violado o princípio da prioridade, se a ordem foi ou não executada com a maior diligência e de acordo com as instruções do ordenador (*cf.* o artigo 434º do CdMVM). Também as notas de compra ou venda têm função semelhante.

O tribunal deixa assim claro que o cumprimento pontual dos deveres de registo das ordens é essencial para permitir aferir, a jusante, do cumprimento dos deveres a que o intermediário financeiro se encontra sujeito na sua execução.

Quando o intermediário financeiro *inscreve* a ordem (documento), tem de obedecer a critérios de segurança, nenhuma menção do artigo 429º pode faltar.

Nas omissões de registo de elementos das ordens de bolsa, o tribunal afirmou a violação dos artigos 429º, nºs 1 als. c), f) e g) e 3, cuja tutela contraordenacional está consagrada nos artigos 671º, nº 10 e 672º, al. a) todos do CdMVM de 1991.

Como enquadramento dos deveres referidos, o tribunal disse que o mais importante bem jurídico tutelado pelo Direito do Mercado de Valores Mobiliários é a capacidade funcional e a eficiência daqueles mercados a que as empresas (e os próprios entes públicos) vão buscar os capitais próprios e de risco necessários ao financiamento e à expansão das suas atividades, os quais lhe são propiciados pelos aforradores que assim acedem a dar uma aplicação empresarial às suas

poupanças (a transformar riqueza produzida e não consumida em capital produtivo de nova riqueza).

O mercado de valores mobiliários vive de aplicação de poupança e, logo, pressupõe a confiança dos investidores como condição essencial ao seu regular funcionamento.

Sensível a esta realidade, o legislador rodeia o mercado de valores mobiliários de múltiplas cautelas. As regras vigentes neste mercado são na sua grande maioria injuntivas, tendo conteúdo procedimental, circunstância que se explica pelo facto de nada poder ser deixado ao acaso a partir do momento em que os valores são emitidos e se tornam suscetíveis de negociação em mercado organizado.

Mais sublinhou o tribunal que o mercado eficiente tem que ser um mercado célere, ou seja, as regras nele vigentes devem encurtar o lapso temporal que vai desde a tomada da decisão de comprar, vender ou subscrever e a execução dessa decisão até ao mínimo indispensável. Mas a celeridade não pode ser fonte de riscos – o investidor tem de confiar no mercado.

Sendo os corretores *intermediários financeiros*, na maioria das situações eles operam no mercado por conta de outrem, sendo essa atuação fundada numa ordem de bolsa. O corretor está obrigado a aceitar e executar todas as ordens, desde que se encontrem preenchidos os requisitos legalmente exigidos para a respetiva emissão e execução (artigo 185º, al. d) do CdMVM de 1991); uma vez recebida a ordem, deverá o corretor dar-lhe execução com rigorosa observância das instruções recebidas do ordenador (artigo 434º, nº 11 do CdMVM de 1991). O que significa que a ordem justifica e baliza a atuação concreta do corretor.

Uma vez executada a ordem deverá o corretor emitir nota de compra ou de venda (artigo 456º do CdMVM de 1991) e comunicar imediatamente a execução da ordem ao ordenante. O corretor é responsável perante o ordenador por tudo quanto respeita à execução da ordem de bolsa (*cf.* os artigos 184º, nº 2, 185º, al. a) e 183º, nº 1 do CdMVM).

Tudo quanto acima ficou dito a propósito das ordens de bolsa, relacionado com as necessidades de celeridade do mercado, mas sem que nunca seja posta em causa a segurança do mesmo mercado, vale a propósito das notas de compra ou venda.

Na emissão de notas de compra e/ou venda sem elementos obrigatórios e na ausência de numeração sequencial das mesmas, o tribunal concluiu pela violação do artigo 456º, nº 1, als. b) e e), contraordenação nos termos do artigo 671º, nº 10, ambos do CdMVM de 1991, e ainda do nº 4, als. a) e b) e do nº 8 do Regulamento nº 93/6 da CMVM, sancionada nos termos do artigo 671º, nº 10 do CdMVM de 1991 *ex vi* do artigo 456º, nº 5 do mesmo Código.

A omissão contida no Anexo 4, referente a 30/06/1993 comunicado à CMVM, constitui violação ao preceituado no artigo 646º, nº 1, al. a), conjugado com o artigo 97º do CdMVM de 1991, porquanto os intermediários financeiros estão obrigados ao cumprimento do princípio da veracidade quanto à informação que prestem às entidades de supervisão, no caso a CMVM, o que é sancionado nos termos do artigo 671º, nº 3, al. c) do CdMVM de 1991.

No primeiro bloco de infrações, o bem jurídico em causa é a certeza probatória das ordens de bolsa, enquanto documentos; no segundo bloco o que está em causa é a certeza probatória das notas de compra ou venda; e no terceiro caso a segurança do próprio mercado por ofensa ao aludido princípio da veracidade e que estava sujeita a arguida.

Na determinação da sanção, o tribunal considerou, para além dos critérios gerais de determinação da medida da coima fixados no artigo 18º do Decreto-Lei nº 433/82, a necessidade de tutelar o tráfego em geral (o que se exprime pela fórmula de “tutelar a confiança de terceiros de boa fé” e se formaliza na ideia de proteção da confiança do público) e de assegurar a proteção das pessoas que recorrem (forçadamente, se querem negociar no mercado) ao intermediário financeiro.

O tribunal decidiu pela manutenção da coima aplicada pela CMVM.

### ***D.1.2. Período 1999-2002*** – Impugnações reduzem-se significativamente, com alteração da respetiva área temática.

O número de processos impugnados caiu significativamente neste período. De facto, de uma média de cerca de oito impugnações por ano na década de 90, nos anos 1999-2002 o número médio anual de processos impugnados caiu para três (cinco) por ano de abertura (decisão).

A partir de 1999 começam também a diferenciar-se os tipos de processos impugnados, como sejam os relativos a intermediação financeira (*maxime*, deveres de segregação patrimonial e conflitos de interesses) e à integridade e equidade do mercado (violação dos deveres de defesa do mercado), surgindo também as primeiras impugnações em matéria de gestão coletiva de poupanças.



**QUADRO 21 – Processos impugnados 1999-2002**

Área temática	Processos impugnados (PAA)	Peso	Processos impugnados (PAD)	Peso
MER	4	31%	7	35%
GCP	2	15%	2	10%
IFnA	0	0%	1	5%
IF	2	15%	2	10%
QOI	1	8%	1	5%
DPQ	1	8%	1	5%
PIP	3	23%	5	25%
<b>Total</b>	<b>13</b>	<b>100%</b>	<b>20</b>	<b>100%</b>
<b>Média Simples Anual</b>	<b>3</b>		<b>5</b>	
<b>Mínimo do Período</b>	<b>1</b>		<b>2</b>	
<b>Máximo do Período</b>	<b>8</b>		<b>12</b>	

Legenda: PAA - N.º Processos (ano de abertura); PAD - N.º Processos (ano de decisão)

PIP - Prestação de Informação Periódica; QOI - Qualidade e Oportunidade de Informação; GCP - Gestão Coletiva de Poupanças; IF - Intermediação Financeira; MER - Integridade e Equidade do Mercado; DPQ - Divulgação de Participações Qualificadas; IFnA - Intermediação Financeira não Autorizada.

Os processos relativos à violação dos deveres de defesa do mercado foram objeto de um maior número relativo de impugnações neste período. Recorde-se que no período 1995-2002 a CMVM instaurou cerca de 40% dos processos sobre integridade e equidade do mercado existentes em todo o período 1991-2014, pelo que aquele número acrescido de impugnações não surpreende.

**QUADRO 22 – Rácio processos impugnados/não impugnados 1999-2002**

Área temática	Rácio processos impugnados/ /não impugnados (AA)	Rácio processos impugnados/ /não impugnados (AD)
MER	31%	47%
GCP	5%	4%
IFnA	0%	50%
IF	10%	11%
QOI	3%	3%
DPQ	3%	3%
PIP	3%	5%
<b>Média Ponderada Anual</b>	<b>5%</b>	<b>8%</b>
<b>Mínimo do Período</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>
<b>Máximo do Período</b>	<b>9%</b>	<b>16%</b>

Legenda: AA - (ano de abertura); AD - (ano de decisão).

PIP - Prestação de Informação Periódica; QOI - Qualidade e Oportunidade de Informação; GCP - Gestão Coletiva de Poupanças; IF - Intermediação Financeira; MER - Integridade e Equidade do Mercado; DPQ - Divulgação de Participações Qualificadas; IFnA - Intermediação Financeira não Autorizada.

Além da redução do número global de processos impugnados neste período, quando comparado com o período anterior, verificou-se igualmente uma redução do peso relativo dos processos impugnados.

#### CAIXA 4

### Experiência judicial: três casos levados a julgamento no período 1999-2002

**A.** Na decisão do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa (1º Juízo, 1ª Secção, processo nº 87/99), de 10/12/1999, foi apreciada a impugnação judicial de decisão condenatória da CMVM que aplicou:

- a. A um funcionário (operador) de uma sociedade corretora uma coima de 1.000.000\$00 – doravante *arguido funcionário*, e
- b. A um cliente dessa sociedade uma coima de 1.000.000\$00 – doravante *arguido cliente*,

e a ambos os arguidos a sanção acessória de publicação da condenação a expensas do infrator, pela violação do dever de defesa do mercado (artigos 657º, nº 1, 672º, al. b) e 673º, nº 1, al. d) do CdMVM de 1991).

A impugnação judicial foi apresentada pelo arguido cliente.

Os factos objeto do processo foram em síntese os seguintes:

- 1) O arguido funcionário, a solicitação do arguido cliente, abriu junto da sociedade corretora duas contas de depósito de valores mobiliários, uma em nome do arguido cliente e outra em nome da mulher deste.
- 2) Entre 06/02/1997 e 07/04/1997, o arguido funcionário recebeu do arguido cliente um conjunto de ordens de bolsa para compra e/ou venda de um valor mobiliário, que executou para as contas referidas.
- 3) Entre 06/02/1997 e 07/04/1997, o arguido cliente surge simultaneamente na posição de vendedor e comprador em 139 dos negócios gerados na sequência de indicações dadas pelo arguido cliente ao arguido funcionário.
- 4) Entre 06/02/1997 e 07/04/1997, os negócios efetuados na sequência das ordens do arguido cliente representaram cerca de 40%, em média, da totalidade das transações efetuadas na bolsa sobre o valor mobiliário em causa.
- 5) Os referidos negócios contribuíram inequivocamente para a fixação do índice de transações do mencionado valor mobiliário naquele período.
- 6) Os mesmos negócios contribuíram para uma alteração da cotação do valor mobiliário.

Na aplicação do Direito, sublinhou o tribunal que:

O CdMVM de 1991 contém vários preceitos de natureza imperativa, inderrogáveis por qualquer contrato de sociedade, acordo financeiro ou de qualquer natureza e que se aplicam a todos os intervenientes no mercado da bolsa de valores, entre os quais se contam as normas de conduta assacadas aos operadores financeiros que visam a defesa do próprio mercado, consignando determinadas

proibições de atuação e um dever de respeito pela legalidade. O dever de defesa do mercado dos valores mobiliários é imposto pelo artigo 657º, nº 1 do mencionado Código, constituindo a inobservância de tal comando contraordenação conforme previsto no seu artigo 672º, al. b).

Os elementos objetivos do tipo encontram-se preenchidos, na medida em que não restam dúvidas de que a série de negócios realizados se apresenta como suscetível de viciar a transparência do mercado e de diminuir a credibilidade no mesmo.

A decisão teve ainda de dar resposta às questões colocadas pelo preenchimento de um tipo específico e por uma situação de participação, o que fez decidindo que:

- 1) O artigo 12º do Código Penal estende a punibilidade dos crimes específicos ao atuante em nome de outrem, podendo concluir-se que o arguido funcionário violou o dever de defesa do mercado. A circunstância de não ser um intermediário financeiro não anula a sua responsabilidade contraordenacional.
- 2) Tendo em conta o disposto no artigo 26º do Código Penal, pode concluir-se que o arguido funcionário foi o autor material da contraordenação, e que a conduta do arguido cliente foi determinante dos atos praticados pelo arguido funcionário, tendo atuado na qualidade de instigador, pelo que deve ser punido no quadro das mesmas penas aplicáveis ao autor material.
- 3) O tribunal apelou ainda ao artigo 28º, nº 1 do Código Penal que, esclarecendo ou clarificando a teoria da acessoriedade, dispõe que: *“Se a ilicitude ou grau de ilicitude do facto dependerem de certas qualidades ou relações especiais do agente, basta para tornar aplicável a todos os participantes a pena respetiva, que essas qualidades ou relações se verifiquem em qualquer um deles (...)”*, bem como ao artigo 16º/1 do Decreto-Lei nº 433/82, que estabelece o mesmo princípio em sede dos ilícitos de mera ordenação social.

Mais considerou o tribunal que o arguido atuou com culpa elevada, designadamente com acentuada consciência das consequências da sua conduta, atendendo à sua experiência como gestor empresarial.

O tribunal decidiu manter na íntegra a decisão recorrida, aplicando ao arguido uma coima de 1.000.000\$00 e, tendo em conta a gravidade da conduta do arguido e o seu tipo de atividade, a sanção acessória de publicação pela CMVM, a expensas do infrator, da punição da contraordenação.

**B.** Na decisão do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa (2º Juízo, 1ª Secção, processo nº 471/99), de 15/12/1999, foi apreciada a impugnação judicial

de decisão condenatória da CMVM que aplicou a um intermediário financeiro (sociedade gestora de fundos de investimento) uma coima de 1.000.000\$00 pela violação do dever de defesa do mercado (artigos 657º, nº 1 e 671º-A do CdMVM de 1991).

Em 17/11/1998, a arguida ordenara a realização de uma compra e de uma venda dos mesmos valores mobiliários para um fundo de investimento por si gerido, a fim de fazer repercutir contabilisticamente no património do fundo as menos valias resultantes da alienação e subsequente compra, conseguindo manter inalterada a composição da carteira do fundo num cenário de baixa de cotações.

A operação foi tratada pelo sistema de bolsa como se de uma normalíssima operação de compra e venda se tratasse. A operação teve por objeto 6,8% da quantidade total de valores mobiliários da categoria em causa transacionados naquela data.

Sobre esta conduta, disse o tribunal que a arguida violou o dever de defesa do mercado (artigo 657º, nº 1 do CdMVM de 1991) a que está sujeita na sua qualidade de intermediário financeiro, nos termos do qual deve *reforçar a confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários, comportando-se nele com a maior probidade comercial, observando rigorosamente tanto as disposições legais e regulamentares aplicáveis às atividades de intermediação que exerça como as normas de deontologia profissional a que se encontre sujeita, e abstendo-se de realizar ou participar em quaisquer transações ou atuações suscetíveis de pôr em risco a regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mesmo mercado.*

A arguida, ao ordenar ao mesmo corretor a compra e a venda, simultânea, de valores mobiliários, de si para si mesma e no mesmo lapso de tempo, transmitiu ao mercado a ideia de que se tratava de uma normal operação de compra e venda de ações, isto é, um natural encontro de posições compradoras e vendedoras no mercado da bolsa. No entanto, a composição da carteira de valores mobiliários do fundo ficou inalterada como se nenhum negócio se tivesse realizado.

A arguida sabia que o encontro resultante de uma ordem de compra e venda de si para si mesma era uma operação estranha às finalidades do mercado de bolsa, uma vez que não quis comprar nem vender, tendo utilizado o mercado para conseguir benefícios fiscais. Mais sabia que tal operação estava vedada no mercado da bolsa. E sabia ainda que a sua conduta era suscetível de afetar a transparência e credibilidade do mercado, uma vez que a operação foi divulgada como se de uma verdadeira compra e venda se tratasse.

O tribunal decidiu manter a decisão condenatória e a coima concretamente aplicada pela CMVM.

C. Na decisão do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa (1º Juízo, 2ª Secção, processo nº 632/01), de 14/02/2002, foi apreciada a impugnação judicial de decisão condenatória da CMVM que aplicou a uma sociedade gestora de fundos de investimento mobiliário uma coima única de 100.000 euros pela prática de sete contraordenações:

- a) Uma infração, de Julho a Agosto de 2000, ao disposto no artigo 42º, nº 2, al. a) do Decreto-Lei dos Fundos de Investimento Mobiliário (dora-vante DLFIM – Decreto-Lei nº 276/94, de 2 de novembro, na redação do Decreto-Lei nº 323/99, de 13 de agosto) (violação de limites de composição do fundo de investimento – excesso de valores mobiliários não cotados), num dos fundos geridos pela arguida, e
- b) Seis infrações, entre abril e novembro de 2000, ao disposto nos artigos 21º, nº 1, al. e) e 52º, nº 3 do DLFIM (conflitos de interesses), uma por cada um de seis fundos geridos pela arguida.

Alegava a arguida que a violação, que lhe era imputada, dos deveres consagrados no DLFIM não constituía contraordenação prevista no CdVM. Esta questão foi apreciada pelo tribunal, que decidiu que:

O CdVM, que reformou o CdMVM de 1991, privilegiou o rigor e a simplificação do regime. Pelo CdVM de 1999 foi adotada uma nova técnica de organização e tipificação das contraordenações, que passaram a estar organizadas tematicamente. Contrariamente à técnica usada pelo CdMVM de 1991, no qual a norma de sanção invocava expressamente a norma de dever, o sistema atual adotou um sistema em que as normas sancionatórias qualificam como contraordenações certas condutas em função da sua conexão com certa matéria expressamente descrita.

O CdVM de 1999 adotou uma técnica legislativa baseada na remissão material dinâmica para outra legislação conexa com o Código e para *regulamentos presentes ou futuros* (artigo 388º, nº 2 do CdVM). Basta pois referir o artigo 388º, nº 2 do CdVM para que a conexão com o DLFIM seja estabelecida. Esta norma delimita o âmbito dos deveres cuja violação constitui ilícito de mera ordenação social.

Não seria pois de esperar, tendo em conta a técnica legislativa utilizada, que o artigo 388º, nº 2 do CdVM especificasse, para além do que faz, quais os diplomas abrangidos pelo âmbito das contraordenações. Este novo CdVM está concebido como núcleo de fontes de Direito aplicáveis aos valores mobiliários e às transações de valores mobiliários, assim como ao respetivo regime de supervisão e sancionatório.

Se se concluir pela violação dos deveres consagrados nos artigos 42º, nº 1, al. a) e 21º, nº 1, al. e), conjugado com o artigo 52º, nº 3, todos do DLFIM, há violações de uma lei (o DLFIM) que constitui legislação extravagante do Direito dos Valores Mobiliários.

O artigo 388º, nº 2 do CdVM não distingue as normas prudenciais de todas as outras passíveis de violação e puníveis nos termos do nº 1 do referido normativo, o que evidencia a intenção do legislador de não excluir do âmbito do ilícito de mera ordenação social do CdVM a legislação prudencial. Aliás, com a entrada em vigor do novo CdVM passaram a conferir-se à CMVM, de forma inequívoca, poderes de supervisão prudencial, que se concretizam na prossecução dos objetivos de preservação da solvabilidade e da liquidez das instituições e de prevenção de riscos.

Em relação à primeira das infrações, salientou o tribunal que incumbe ao intermediário financeiro a responsabilidade de se informar sobre a natureza concreta dos valores mobiliários que adquire para o fundo de investimento mobiliário que gere, sob pena de as regras de funcionamento dos fundos de investimento se subverterem, salientando o elevado padrão de diligência imposto pelo artigo 304º, nº 2 do CdVM.

Relativamente ao argumento da arguida no sentido de que o excesso de valores mobiliários não cotados se ficara a dever a uma quantidade imprevisível de resgates, disse o tribunal que tal situação não está em absoluto impedida de acontecer, o que significa que, diligentemente, é necessário adotar medidas de controlo prévio das consequências de tais movimentos.

A arguida tinha o dever de garantir que o fundo não investia mais de 10% do valor líquido global em valores mobiliários diferentes dos referidos no artigo 42º, nº 1 do DLFIM, sendo que, para o efeito, tinha ao seu dispor não só o mecanismo de venda dos títulos, destinados a evitar que movimentos de resgates pusessem em causa o cumprimento dos rácios e em consequência os interesses dos participantes, como o mecanismo, ao alcance de todas as entidades gestoras, de atuar com alguma margem relativamente ao limite do rácio legal. Com efeito, a entidade gestora tem o dever de estabelecer a composição dos fundos de tal forma que os factos imprevisíveis, como a variação das cotações, dos resgates ou das subscrições, não gerem violações de rácios.

O legislador teve a preocupação de criar um mecanismo que permitisse uma certa flexibilidade na gestão diária de um fundo (a possibilidade de haver até 10% do valor líquido global do fundo investido em valores mobiliários não cotados), ao mesmo tempo que cria mecanismos que impedem a violação de rácios legais. A conciliação de tais mecanismos deve ser feita de forma a reduzir a exposição dos participantes no mercado, tendo em conta as alterações na volatilidade do mercado.

Mais referiu o tribunal que um dos objetivos centrais do sistema de regulação existente no CdVM é o de fazer observar padrões elevados de integridade, transparência e competência pelos profissionais do mercado, o que significa que as empresas cuja atividade é gerir fundos mobiliários devem respeitar, na

relação profissional com o cliente, certas regras de conduta profissional, a saber, uma atuação diligente, honesta, informando adequadamente o cliente, pondo os interesses deste em primeiro lugar, etc. E para poderem garantir um elevado nível na prestação dos serviços financeiros, as próprias empresas financeiras terão de estar adequadamente organizadas, com mecanismos adequados de controlo de riscos.

O mercado de valores mobiliários vive da aplicação das poupanças dos aforradores, pressupondo assim condições de segurança como motivadoras da decisão de investir, que depende em muito da existência de uma adequada disciplina legal e regulamentar de proteção dos investidores.

A recorrente, sociedade financeira, gestora de fundos de investimento, é um intermediário financeiro sujeito a deveres próprios da profissão, impostos pelo especial grau de exigência ética que social e economicamente a caracteriza. E o novo CdVM acentua o dever geral de diligência, sendo particularmente exigentes os padrões de diligência e de competência profissional (cf. o artigo 8º do DLFIM) que impendem sobre os intermediários financeiros (não é aqui aplicável o padrão do *bonus pater familiae*), que exigem o cumprimento das normas legais que regulam a sua atuação e que estabelecem limites dentro dos quais o gestor se há-de mover, sob pena de, ao desrespeitar as normas que regulam a sua atividade, desfigurar o produto financeiro, prejudicando assim os interesses dos participantes.

O tribunal apreciou ainda a alegação da arguida de que se encontrava em situação de *conflito de deveres* – o dever de cumprir o rácio legal, por um lado, e o de defender o interesse dos participantes, por outro –, decidindo que o dever de cumprir o rácio legal e o dever de defender os interesses dos participantes são as duas vertentes de uma mesma realidade que é a assunção de uma gestão adequada de riscos. Ao mesmo tempo, os intermediários financeiros devem assumir uma conduta que proteja os interesses dos seus clientes e que ajude a preservar a integridade do mercado. É pois contraditório em si o argumento de que a defesa dos interesses dos participantes é prosseguida quando o rácio é violado, na medida em que não se trata de deveres colidentes mas sim convergentes no processo de gestão de risco no seio das entidades gestoras. Em relação à segunda infração, que consistiu em a entidade gestora ter adquirido para seis dos fundos por si geridos valores mobiliários emitidos/detidos por entidade cujo capital social pertencia, em mais de 20%, à entidade gestora ou a sociedade que, direta ou indiretamente, a domine, ou por entidades dominadas, direta ou indiretamente, pela entidade gestora, é de salientar que o tribunal entendeu que, para se verificar a cláusula de exclusão consagrada no artigo 21º, nº 2 do DLFIM, nos termos da qual a proibição de aquisição não se aplicava relativamente aos valores mobiliários adquiridos em mercado primário através de subscrição pública, desde

que tenha sido solicitada a sua admissão à negociação num dos mercados a que se refere o artigo 42º, nº 1, al. a) a c) do DLFIM e se encontrem já admitidos à negociação valores da mesma espécie emitidos pela mesma entidade, os valores mobiliários tinham efetivamente de estar admitidos à negociação, não bastando que tivessem as características necessárias para serem admitidos.

A *ratio* da previsão do artigo 21º, nº 1, al. e) do DLFIM é a de impedir que relações de grupo existentes entre a entidade gestora e o emitente dos valores mobiliários possam influenciar a decisão de investimento da entidade gestora, levando a que esta faça prevalecer os seus interesses sobre os interesses dos participantes, pondo em causa a correta administração do fundo.

O tipo legal em causa é um tipo de perigo abstrato pelo que não há que ter em conta para efeitos de subsunção jurídica objetiva qualquer perigo concreto.

Quando estão em causa relações de grupo, é evidente que as decisões de investimento correm o risco de serem tomadas de acordo com os interesses das entidades gestoras e não de acordo com os interesses dos investidores e no interesse exclusivo destes, porquanto a participação na sociedade permite o acesso a informação privilegiada, pelo que a legislação vigente intervém, em termos de limitação do risco, consagrando normativos como o artigo 21º que enuncia o princípio geral da prevenção de conflitos de interesses.

O tribunal decidiu manter o cúmulo jurídico a que a CMVM procedera, aplicando à arguida uma coima de 100.000 euros.

A arguida pediu a aclaração da sentença descrita. Por decisão de 08/04/2002, o tribunal indeferiu esse pedido, entendendo nada haver a aclarar, não podendo o tribunal voltar a decidir as questões objeto da sentença.

**D.1.3. Período 2003-2008** – Impugnações aumentam significativamente face ao período anterior, com prevalência para as áreas da intermediação financeira e da qualidade e oportunidade de informação.

No período 2003-2008 assistiu-se a um aumento do número de processos impugnados, particularmente a partir de 2005, em áreas onde a CMVM intensificou a sua supervisão. Este aumento foi muito significativo, situando-se o peso relativo das impugnações em valores próximos do triplo dos verificados em 1991-1998 (*vide* quadro seguinte).



**QUADRO 23 – Processos impugnados 2003-2008**

Área temática	Processos impugnados (PAA)	Peso	Processos impugnados (PAD)	Peso
MER	5	11%	2	7%
GCP	4	9%	3	11%
IFnA	3	6%	2	7%
IF	9	19%	6	22%
QOI	24	51%	12	44%
DPQ	2	4%	2	7%
PIP	0	0%	0	0%
<b>Total</b>	<b>47</b>	<b>100%</b>	<b>27</b>	<b>100%</b>
<b>Média Simples Anual</b>	<b>8</b>		<b>5</b>	
<b>Mínimo do Período</b>	<b>5</b>		<b>1</b>	
<b>Máximo do Período</b>	<b>11</b>		<b>9</b>	

Legenda: PAA - N.º Processos (ano de abertura); PAD - N.º Processos (ano de decisão)

PIP - Prestação de Informação Periódica; QOI - Qualidade e Oportunidade de Informação; GCP - Gestão Coletiva de Poupanças; IF - Intermediação Financeira; MER - Integridade e Equidade do Mercado; DPQ - Divulgação de Participações Qualificadas; IFnA - Intermediação Financeira não Autorizada.

As áreas temáticas de intermediação financeira e, em particular, da qualidade e oportunidade de informação tiveram um crescimento significativo do número de processos impugnados, e representaram dois terços do total de processos impugnados neste período.

**QUADRO 24 – Rácio processos impugnados/não impugnados 2003-2008**

Área temática	Rácio processos impugnados/ /não impugnados (AA)	Rácio processos impugnados/ /não impugnados (AD)
MER	45%	20%
GCP	11%	9%
IFnA	50%	40%
IF	18%	13%
QOI	33%	23%
DPQ	5%	5%
PIP	0%	0%
<b>Média Ponderada Anual</b>	<b>20%</b>	<b>13%</b>
<b>Mínimo do Período</b>	<b>12%</b>	<b>3%</b>
<b>Máximo do Período</b>	<b>30%</b>	<b>28%</b>

Legenda: AA - (ano de abertura); AD - (ano de decisão)

PIP - Prestação de Informação Periódica; QOI - Qualidade e Oportunidade de Informação; GCP - Gestão Coletiva de Poupanças; IF - Intermediação Financeira; MER - Integridade e Equidade do Mercado; DPQ - Divulgação de Participações Qualificadas; IFnA - Intermediação Financeira não Autorizada.

## CAIXA 5

**Experiência judicial: dois casos levados a julgamento  
no período 2003-2008**

**A.** Na decisão do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa (1º Juízo, 3ª Secção, processo nº 12220/04.4), de 15/06/2006, foi apreciada a impugnação judicial de decisão condenatória da CMVM que aplicara a um intermediário financeiro (sociedade gestora de fundos de investimento imobiliário) uma coima de 12.500 euros pela prestação de informação à CMVM em violação dos requisitos de qualidade impostos pelo artigo 7º do CdVM (contraordenação grave punida nos termos dos artigos 389º, nº 3, al. b) e 388º, nº 1, al. a) do CdVM).

Em síntese: em 27/01/2004, a arguida enviara à CMVM informação relativa ao quarto trimestre de 2003 na qual constava a indicação de que os contratos-promessa de compra e venda relativos a imóveis detidos pelo fundo haviam sido celebrados entre novembro de 1999 e fevereiro de 2000.

Todavia, por confronto com documentação entregue à CMVM (em resposta a solicitação desta) em 02/04/2004, constatou-se que, em relação a quatro dos imóveis, os contratos-promessa haviam sido celebrados em 07/07/2000 (relativamente a um dos imóveis) e 22/05/2002 (relativamente a três dos imóveis).

O tribunal considerou que a conduta era típica, por a informação prestada (i) respeitar a *atividades de intermediação* – atividade de gestão de instituições de investimento coletivo exercida pela arguida – e a *valores mobiliários* – pois a informação relativa a alienações de imóveis é essencial para a determinação do valor líquido global do fundo e, consequentemente, para o cálculo do valor de cada unidade de participação, as quais são legalmente qualificadas como valores mobiliários, e (ii) ter sido prestada à CMVM, na sua qualidade de entidade de supervisão, a cuja supervisão a arguida, enquanto agente de intermediação financeira, se encontra sujeita (artigo 359º, nº 1, al. b) do CdVM).

O tribunal destacou que a informação prestada visa permitir à CMVM, no exercício das suas atribuições legais de supervisão, apurar se a sociedade gestora assegura elevados padrões de diligência e competência profissional na boa administração dos fundos que gere, dever que lhe é imposto pelo artigo 9º, nº 2 do Decreto-Lei nº 60/2002, de 20 de março (que regula os Fundos de Investimento Imobiliário), e que só mediante a prestação de informação à CMVM que obedeça aos requisitos fixados no artigo 7º do CdVM, e pautando a arguida a sua relação com a CMVM pelo princípio da boa-fé e pelos deveres de cooperação, lealdade e transparência (artigo 304º, nº 2 do CdVM), se assegura o desempenho eficaz das atribuições de supervisão do mercado de capitais por parte da CMVM.

Nos termos da sentença, o dever constante do artigo 7º, nº 1 do CdVM tem como fim último assegurar a qualidade da supervisão do mercado de capitais.

A obrigação de que a informação enviada à CMVM se pautar pelos requisitos constantes daquele artigo visa permitir a esta entidade desempenhar a sua função de autoridade de supervisão do mercado de capitais em condições que assegurem o regular funcionamento desse mesmo mercado. Com a prestação de informação falsa à CMVM, a recorrente pôs em perigo a qualidade de supervisão do mercado de capitais.

Mais salientou que o tipo constante do artigo 7º, nº 1 do CdVM é claramente um *tipo de perigo abstrato*, pois o legislador presume que, violado o dever, está criado o perigo da ocorrência de uma má supervisão do mercado de capitais. Assim, o tipo de ilícito é preenchido sempre que existe má prestação de informação à CMVM, independentemente de aquele perigo, presumido pelo legislador, se verificar ou não. Dada a importância do bem jurídico em causa, a qualidade da supervisão do mercado de capitais, o legislador antecipou a tutela do mesmo, de modo a abarcar igualmente o estágio anterior à sua lesão efetiva.

O tribunal ponderou ainda os elevados padrões de diligência a que a arguida estava sujeita (artigo 304º, nº 2 do CdVM).

A sentença concluiu pela manutenção da coima aplicada pela CMVM.

**B.** Na decisão do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa (2º Juízo, 1ª Secção, processo nº 5818/05.5TFLSB), de 23/07/2007, foi apreciada a impugnação judicial de decisão condenatória da CMVM que aplicara a uma sociedade financeira de corretagem uma coima única de 27.000 euros pela violação de deveres de segregação patrimonial, a saber:

- a. Uma contraordenação pela violação do artigo 306º, nº 1 do CdVM – a sociedade procedera ao depósito de dinheiro de clientes numa conta bancária sua;
- b. Uma contraordenação pela violação do artigo 306º, nº 4 do CdVM – a conta bancária, aberta pela sociedade, em que era depositado o dinheiro de clientes, não tinha menção que permitisse distingui-la das contas da sociedade;
- c. 11 contraordenações pela violação do artigo 68º, nº 2 do Regulamento nº 12/2000, de 23 de Fevereiro, da CMVM – a conta em que era depositado dinheiro de clientes fora movimentada a débito para pagamento de despesas da própria sociedade.

Destacam-se na decisão as seguintes considerações.

Em relação à violação do artigo 306º, nº 4 do CdVM, o tribunal afirmou que os elementos objetivos do tipo traduzem-se na existência de dinheiro recebido de clientes ou a seu favor, depositado numa conta bancária, conta essa sem qualquer denominação específica que permita identificá-la como uma conta contendo património de clientes.

Mais salientou que para o preenchimento do tipo é irrelevante que a sociedade consiga distinguir o património dos clientes do seu próprio património, uma vez que o raio de ação da norma se manifesta, com maior relevância, no exterior da estrutura societária, já que a norma tem como escopo principal assegurar uma nítida e formal separação patrimonial, de molde a prevenir qualquer tipo de ablação do património dos clientes, em caso, *v.g.*, de insolvência da empresa de investimento.

A necessidade da separação patrimonial ditada pela norma justifica-se independentemente do perigo do património dos clientes vir a ser atingido por causa da insuficiente identificação. Não é o perigo como evento (perigo concreto) que a norma visa prevenir: tal perigo poderá até ser remoto ou mesmo inexistente. O tipo de ilícito é de perigo abstrato, pois o perigo funciona apenas como fundamento da punição, renunciando o legislador a concebê-lo como resultado da ação.

Em relação à violação do artigo 306º, nº 1 do CdVM, os elementos objetivos do tipo são a detenção, pela sociedade de intermediação financeira, de dinheiro de clientes e igualmente de dinheiro próprio, sem que haja distinção entre o património pertencente aos clientes e o seu próprio património. Para o preenchimento do tipo, volta a ser irrelevante que a sociedade consiga distinguir o património dos clientes do seu próprio património.

O tipo tem como fim principal assegurar uma efetiva separação patrimonial, de molde a prevenir a existência de promiscuidade física/material entre o património dos clientes e o património da sociedade – promiscuidade que, a limite, poderá implicar a afetação/supressão indevida do património dos clientes.

A necessidade da separação patrimonial ditada pela norma também se justifica independentemente do perigo do património dos clientes vir a ser atingido por causa da sua coexistência – é igualmente um tipo de ilícito de perigo abstrato.

Sobre a violação do artigo 68º, nº 2 do Regulamento nº 12/2000 da CMVM, os elementos objetivos do tipo são movimentações a débito em contas onde haja dinheiro de clientes que sejam atípicas, *i.e.*, que sejam diversas de qualquer das movimentações previstas nas alíneas a) a c) do preceito legal em causa. A norma consagra o princípio da tipicidade da utilização das contas dos clientes por parte das empresas de investimento.

O tipo tem como fim principal assegurar a utilização do dinheiro de clientes para os únicos fins previstos na lei e que estão diretamente relacionados com a prestação de um serviço de intermediação financeira, de forma a evitar benefícios indevidos para a sociedade de investimento e/ou prejuízos para terceiros.

A tipicidade na movimentação a débito das contas onde haja dinheiro de clientes (onde, aliás, deverá haver apenas dinheiro de clientes) também se justifica independentemente do perigo do património dos clientes vir a ser atingido

por causa das movimentações indevidas – voltamos a estar perante um tipo de ilícito de perigo abstrato.

O tribunal pronunciou-se ainda sobre a existência de um concurso efetivo entre as infrações, nos seguintes termos.

Apesar dos três tipos de ilícito contraordenacional serem derivações do mesmo princípio – da segregação patrimonial –, protegem bens jurídicos distintos, critério decisivo para definir a existência de um concurso efetivo de contraordenações:

- 1) O tipo relacionado com a nominação da conta de clientes (artigo 306º, nº 4 do CdVM) prende-se com a proteção da identificação formal – denominação específica – dos patrimónios do intermediário financeiro e dos clientes, de forma a evitar que em virtude da falta de identificação se afete o património alheio à Sociedade.
- 2) O tipo relacionado com a proibição da coexistência material de patrimónios (artigo 306º, nº 1 do CdVM) pretende evitar a promiscuidade dos patrimónios de forma a impedir que, em virtude dessa mistura, também se afete o património dos clientes.

Estes dois tipos têm, ademais, modos de execução absolutamente diversos (falta de nominação de uma conta e crédito em conta), podendo coexistir ou ser praticados isoladamente – uma conta bancária não nominada como conta de clientes poderá ter nela depositado património da exclusiva titularidade de um ou mais clientes, e uma conta perfeitamente identificada como conta de clientes poderá também albergar património da própria sociedade de intermediação financeira.

É certo que os factos que constituem os dois tipos de ilícito diferentes incidem sobre a mesma conta bancária, mas, uma vez que, para além de protegerem bens jurídicos diversos, o seu modo de execução é distinto, estamos perante um concurso efetivo, real e heterogéneo, logo, perante a prática de contraordenações distintas.

- 3) No que respeita ao tipo de ilícito relacionado com a movimentação da conta a débito (artigo 68º, nº 2 do Regulamento nº 12/2000 da CMVM), também se trata de uma conduta estruturalmente distinta dos dois tipos antes referidos, consumada através do débito em conta – pelo que volta a haver um concurso efetivo real heterogéneo de contraordenações.

Ainda sobre o princípio da segregação patrimonial, o tribunal assentou as seguintes linhas gerais.

O princípio integra-se no âmbito das normas de conduta impostas aos intermediários financeiros, teleologicamente dirigido à proteção dos investidores, que é, por sua vez, um princípio estrutural do Direito dos Valores Mobiliários, encabeçando a atividade de supervisão da CMVM em particular (artigo 358º, al. a) do CdVM).

Estes deveres oneram o intermediário financeiro mesmo em caso de cessação da prestação de serviços de intermediação financeira, relativamente ao património que os clientes lhe tenham entregue nesse âmbito, que fique à sua guarda mesmo depois de cessadas as relações contratuais.

A pedra de toque que justifica o âmbito de atuação das normas de segregação patrimonial é a entrega, por um qualquer investidor, de valores (financeiros e/ou mobiliários) a um intermediário financeiro, no âmbito da prestação de serviços de investimento. Enquanto os valores entregues naquele contexto estiverem na esfera patrimonial do intermediário financeiro, há que considerar a existência de um cliente. Esse investidor que fez operar um fluxo patrimonial da sua esfera jurídica para a do intermediário financeiro é credor da tutela do Direito dos Valores Mobiliários enquanto tais ativos patrimoniais aí permanecerem. A ligação patrimonial define, portanto, o conceito de cliente.

Aliás, o artigo 306º, nº 2 do CdVM (em coerência com a latitude do conceito de cliente que perpassa o Código) protege os sujeitos possuidores de património junto de um determinado intermediário financeiro, chamando-lhes literalmente clientes, mesmo quando esse intermediário financeiro já não tem possibilidade legal de exercer a sua atividade (entrou em processo de insolvência), contemplando e protegendo, portanto, uma realidade pós-contratual.

Aliás, o princípio da proteção da segregação patrimonial assume maior acuidade, precisamente, nos casos em que não está vigente qualquer relação contratual, não havendo especificamente uma conta de depósito em nome dos clientes, cujo património fica, assim, menos identificável (v.g. decurso de um processo de insolvência em que o património dos ex-clientes, por não responder pelas dívidas da sociedade, terá de ser separado da respetiva massa insolvente).

O dever de segregação patrimonial prende-se pois direta e imediatamente com a proteção de património financeiro, podendo estar completa e absolutamente divorciado da atividade de intermediação financeira.

A relação pós-contratual interceta-se com o princípio da confiança, impondo que os ativos financeiros remanescentes não sejam objeto de qualquer aplicação ou operação de natureza financeira violadora dos deveres gerais de comportamento e de proteção dos intermediários financeiros. Estes deveres – nomeadamente o de segregação patrimonial – determinam que os ativos sejam perfeitamente identificados de modo a que fique totalmente prejudicada a hipótese de serem movimentados para outros fins que não sirvam os interesses (e proteção) do cliente – *maxime* os da sua devolução.

As ligações patrimoniais que sobreviveram às relações contratuais, entretanto extintas, merecem, indubitavelmente, a tutela do Direito dos Valores Mobiliários.

O tribunal decidiu manter a coima aplicada pela CMVM.

## CAIXA 6

**A legalidade da prova e a garantia contra a autoincriminação na supervisão do sistema financeiro**

1. Em 2007, um intermediário financeiro alegou (na impugnação judicial da decisão de um processo de contraordenação em que era arguido) que não tinha sido informado que os elementos enviados à autoridade de supervisão se destinavam a um processo de contraordenação. Em função disso, considerou que a CMVM tinha usado um método enganoso de obtenção de prova, o que em sua opinião invalidava todo o processo. Este entendimento foi sufragado pela sentença do Tribunal de Pequena Instância Criminal (1º Juízo, 2ª Secção), que (depois de ter realizado o julgamento e produzido prova em audiência) considerou nulas as provas obtidas anteriormente pela CMVM, tendo anulado a decisão condenatória e todo o processado dela dependente (incluindo a parte do julgamento que o tribunal já tinha realizado).

A CMVM interpôs recurso desta decisão, apoiado por dois pareceres de três penalistas, sustentando o oposto: *brevitatis causa*, não existia qualquer expediente enganoso, pois estava expressamente previsto na lei o destino possível dos elementos obtidos nas fases de supervisão; e, de qualquer modo, o direito ao silêncio (na nossa lei configurado com uma natureza declarativa) não se podia invocar sem mais para derrogar ou limitar deveres legais de informação e de entrega de elementos que as entidades supervisionadas assumiram ao optar por exercer uma atividade regulada no mercado de valores mobiliários, num quadro legal que, de forma proporcional, expressamente contempla tais possibilidades.

O Tribunal da Relação de Lisboa, por acórdão da sua 9ª secção, de 30 de outubro de 2008, considerou procedente o recurso interposto pela CMVM e anulou a sentença recorrida, afirmando em síntese (a partir do sumário disponibilizado pela Distrital de Lisboa da PGR) que:

- a) O regime legal de supervisão compreende no seu âmbito a instrução e o processamento das contraordenações previstas no CdVM (artigos 358º, al. e), 360º, al. e) e 408º, nº 1), sendo que a sua exclusão corresponde a uma interpretação contrária à lei; por outro lado, para que possa ser efetivada, a supervisão tem de abranger a possibilidade de estes ilícitos administrativos serem sancionados pela entidade reguladora (artigo 364º, al. b) do CdVM).
- b) O regime legal de supervisão admite que a CMVM possa solicitar às entidades supervisionadas informações, ainda que estas informações se destinem a instruir um processo contraordenacional.
- c) As disposições processuais relativas à prova admissível em processo penal, previstas nos artigos 125º e 126º do CPP, valem por via do artigo 41º do

RGCO no âmbito do processo contraordenacional. Nos termos dos artigos 41º do RGCO, 57º e 58º do CPP impõe-se como regra a constituição de arguido aquando da acusação por parte da CMVM.

- d) Quando a CMVM obtém elementos exercendo os seus poderes legais de supervisão junto de entidades que têm um dever de colaboração enquanto profissionais do mercado, sem que estes possam opor segredo profissional por determinação da lei, não estamos perante provas ilegais ou proibidas.

**2.** A partir deste caso, o debate jurídico estendeu-se a outros sectores de atividade económica e respetiva supervisão. Com formulações diversas, manteve-se como amplamente dominante a tendência jurisprudencial que considera, por um lado, que o privilégio contra a autoincriminação não exceciona de forma absoluta os deveres de informação e de colaboração das entidades supervisionadas e, por outro, que o direito ao silêncio não obsta ao cumprimento dos deveres de entrega de elementos materiais mantidos por entidades supervisionadas em arquivo, podendo os mesmos ser usados em processos sancionatórios. Neste sentido, no âmbito do sistema financeiro, podem ver-se os acórdãos do Tribunal Criminal de Lisboa (8ª Vara), de 02-05-2014; do Tribunal da Relação de Évora, de 11-07-2013; e a ampla jurisprudência do Tribunal da Relação de Lisboa acolhida nos acórdãos de 30-10-2008, de 22-07-2009, de 16-12-2009, de 06-04-2011, de 11-07-2012, 06-03-2014, de 29-04-2014 e de 13-05-2014, identificando-se em sentido divergente o acórdão de 15-02-2011. Recentemente, o problema foi retomado pelo Supremo Tribunal de Justiça no seu Acórdão de fixação de jurisprudência nº 14/2014, de 28 de maio, sobre a exigibilidade da colaboração do arguido em diligências de prova que impliquem a elaboração de autógrafos pessoais.

**3.** O problema subiu já ao Tribunal Constitucional que, em áreas diversas, tem considerado que situações de sujeição legal, de deveres de colaboração e de obrigatoriedade de entrega de elementos não colidem por si só com a garantia contra a autoincriminação e que elementos obtidos ao abrigo dos poderes de supervisão podem ser usados em processos sancionatórios. Neste sentido apontam, em data mais recente, os Acórdãos do Tribunal Constitucional nº 461/2011, de 11 de outubro (deveres de informação e colaboração no domínio da concorrência); nº 340/2013, de 17 de junho (deveres de cooperação e entrega de elementos de natureza tributária em processo por crime de fraude fiscal); e nº 418/2013, de 15 de julho (dever de sujeição a diligências clínicas de prova independentemente da vontade do arguido).



**D.1.4. Período 2009-2014** – Impugnações diminuem significativamente face ao período anterior no que respeita ao ano de abertura e, ao invés, aumentam quando considerado o ano de decisão, com prevalência para as temáticas da qualidade e oportunidade de informação e da integridade e equidade do mercado.

**QUADRO 25 – Processos impugnados 2009-2014**

Área temática	Processos impugnados (PAA)	Peso	Processos impugnados (PAD)	Peso
MER	6	50%	9	28%
GCP	2	17%	3	9%
IFnA	0	0%	1	3%
IF	1	8%	4	13%
QOI	3	25%	15	47%
DPQ	0	0%	0	0%
PIP	0	0%	0	0%
<b>Total</b>	<b>12</b>	<b>100%</b>	<b>32</b>	<b>100%</b>
<b>Média Simples Anual</b>	<b>2</b>		<b>6</b>	
<b>Mínimo do Período</b>	<b>0</b>		<b>2</b>	
<b>Máximo do Período</b>	<b>7</b>		<b>12</b>	

Legenda: PAA - N.º Processos (ano de abertura); PAD - N.º Processos (ano de decisão)

PIP - Prestação de Informação Periódica; QOI - Qualidade e Oportunidade de Informação; GCP - Gestão Colectiva de Poupanças; IF - Intermediação Financeira; MER - Integridade e Equidade do Mercado; DPQ - Divulgação de Participações Qualificadas; IFnA - Intermediação Financeira não Autorizada.

As diversas áreas temáticas registaram uma redução do número de processos impugnados e do rácio de impugnações, com exceção das áreas de qualidade e oportunidade de informação e de integridade e equidade do mercado. Os processos relativos à qualidade e oportunidade de informação correspondem a quase metade dos processos impugnados (ano de decisão).

**QUADRO 26 – Rácio processos impugnados/não impugnados 2009-2014**

Área temática	Rácio processos impugnados/ /não impugnados (AA)	Rácio processos impugnados/ /não impugnados (AD)
GCP	7%	9%
IFnA	0%	20%
IF	4%	11%
QOI	9%	27%
DPQ	0%	0%
PIP	0%	0%
<b>Média Ponderada Anual</b>	<b>9%</b>	<b>17%</b>
<b>Mínimo do Período</b>	<b>0%</b>	<b>9%</b>
<b>Máximo do Período</b>	<b>12%</b>	<b>29%</b>

Legenda: AA - (ano de abertura); AD - (ano de decisão)

PIP - Prestação de Informação Periódica; QOI - Qualidade e Oportunidade de Informação; GCP - Gestão Colectiva de Poupanças; IF - Intermediação Financeira; MER - Integridade e Equidade do Mercado; DPQ - Divulgação de Participações Qualificadas; IFnA - Intermediação Financeira não Autorizada.

Refira-se, por último, que não existe uma relação positiva entre o valor da coima impugnada e as coimas médias deliberadas pela CMVM, ou seja, não foram em geral impugnados os processos em que haviam sido deliberadas coimas mais elevadas.

**CAIXA 7****Experiência judicial: quatro casos levados a julgamento  
no período de 2009 a 2014*****Divulgação de informação privilegiada:*****Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 25 outubro de 2011**

O Tribunal da Relação de Lisboa pronunciou-se, em sede de recurso, sobre a sentença que condenou a recorrente pela prática de uma contraordenação, a título negligente, por violação do dever de divulgação de informação privilegiada previsto no artigo 248º, nº 1 do CdVM.

A informação privilegiada em causa referia-se ao início de negociações entre um emitente do sector energético (o arguido) e uma sociedade venezuelana que se dedica à exploração, produção e transporte de petróleo para preparar uma parceria que permitira ao emitente estar presente em projetos na Venezuela. A divulgação das negociações no sistema de difusão de informação apenas ocorreu oito dias depois de aquelas terem sido iniciadas e tal divulgação aconteceu na sequência do aparecimento de notícias na comunicação social.

O tribunal considerou que o início das negociações já era um facto preciso e *price sensitive*, ponderando o objeto social do emitente e a grande importância da Venezuela no mercado petrolífero internacional. Entendeu o tribunal que a informação em causa era idónea para influenciar de maneira sensível o preço, designadamente, porque estava em causa o anúncio de uma parceria que determinaria um grande impacto na atividade global da recorrente, com um possível aumento acentuado do seu volume de negócios num mercado com um papel estratégico a nível mundial, em relação a um produto com uma procura mundial cada vez maior, em atividade geradora de elevados lucros e grande liquidez.

Mais entendeu o tribunal que conhecendo a recorrente as obrigações que sobre si recaíam e não podendo ignorar a importância da obrigação concreta em causa, era-lhe exigível que tivesse forma de detetar estas situações no momento em que ocorrem, apetrechando-se, para o efeito, dos meios necessários para o cumprimento atempado das suas obrigações.

O Tribunal da Relação pronunciou-se, ainda, no sentido de que o artigo 248º, nº 1 do Código dos Valores Mobiliários não padece de inconstitucionalidade porquanto recorre a conceitos que têm um significado inequívoco, suscetível de ser reconduzido a factos concretos que não permitem uma intervenção arbitrária do poder punitivo.

Por fim, entendeu o tribunal que a elevada gravidade da infração e os bens jurídicos postos em causa impedia a suspensão da execução da sanção ou a opção

por admoestação (o que a recorrente requerera) que se revelariam insuficientes para uma adequada censura da conduta.

O arguido foi condenado no pagamento de uma coima de 35.000 euros.

***Dever de divulgação de informação privilegiada:***

**Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 17 de fevereiro de 2013**

O Tribunal da Relação de Lisboa pronunciou-se, em sede de recurso, sobre a sentença que havia absolvido o arguido da prática de uma contraordenação, pela violação, a título doloso, do dever de divulgação de informação privilegiada previsto no artigo 248º, nº 1 do CdVM.

A informação privilegiada em causa nos autos era a aprovação pelo Conselho de Administração de um emitente do lançamento de uma oferta pública de subscrição, dependendo da aprovação de um outro órgão da sociedade (ocorrida dois dias depois), sendo que a informação foi divulgada no sistema de difusão de informação ao final da tarde do sexto dia posterior à aprovação pelo Conselho de Administração. A divulgação foi realizada na sequência do surgimento, pela manhã desse dia, de notícias na comunicação social sobre essa decisão.

O entendimento do Tribunal da Relação, baseando-se no próprio preâmbulo do diploma que transpõe o regime da divulgação de informação privilegiada para o direito português, é o de que as fases preliminares de um processo podem constituir já em si informação privilegiada, desde que sejam suscetíveis de influir de maneira sensível no preço das ações, ou seja, que revistam carácter *price sensitive*. O tribunal concluiu, assim, que a deliberação de dar início ao processo formal de lançamento de uma oferta pública de subscrição constitui informação privilegiada.

Foi confirmada pelo Tribunal da Relação a coima de 100.000 euros que havia sido aplicada pela CMVM, na sua decisão condenatória.

***Intermediação financeira não autorizada:***

**Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 11 julho de 2012**

O Tribunal da Relação de Lisboa pronunciou-se, em sede de recurso, sobre a sentença que condenou o arguido (intermediário financeiro) pela prática, a título doloso e como cúmplice, de uma contraordenação pelo exercício, a título profissional, de atividades de intermediação financeira não autorizada – artigos 289º, nº 2, 397º, nº 1 e 388º, nº 1, alínea a), do CdVM.

A CMVM havia condenado dois arguidos no âmbito deste processo pelo exercício de intermediação financeira não autorizada: o intermediário financeiro e uma pessoa singular que realizou operações que consubstanciaram gestão de carteiras por conta de outrem, tendo, a título profissional, por força de mandato conferido por clientes, dado ordens e tomado decisões de investimento por conta

dos mesmos. A pessoa em causa não estava autorizada, nem registada para o exercício de atividades de intermediação financeira.

O intermediário financeiro foi condenado enquanto cúmplice da atuação da pessoa singular, por ter preparado e disponibilizado os documentos necessários à outorga de mandatos por parte de clientes seus em nome da referida pessoa singular e ter recebido e executado ordens dadas por ela em nome e por conta desses clientes, sabendo que a referida pessoa não estava autorizada para o exercício de atividades de intermediação financeira.

O intermediário financeiro foi condenado pela CMVM em 40.000 euros e a pessoa singular em 30.000.

Apenas o intermediário financeiro impugnou a decisão que veio a ser sucessivamente confirmada, pelo Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa e pelo Tribunal da Relação de Lisboa que considerou que o recorrente, não obstante ser ele próprio intermediário financeiro autorizado e registado, agiu como cúmplice da atividade de intermediação financeira não autorizada, ao prestar o auxílio material necessário e indispensável à realização de intermediação financeira por parte de alguém que não estava autorizado para o exercício dessa atividade.

Considerou ainda o tribunal, recordando a sua anterior jurisprudência sobre a matéria, que não viola as garantias constitucionais de defesa do arguido, nem constitui meio enganoso de prova, o facto de a CMVM utilizar, em processo contraordenacional contra o mesmo, as informações obtidas junto do recorrente, ao abrigo do dever de cooperação das entidades por si supervisionadas.

### ***Violação do dever de defesa do mercado:***

#### **Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 14 de Maio de 2014**

O Tribunal da Relação de Lisboa (TRL) pronunciou-se, em sede de recurso, sobre a sentença do Tribunal da Concorrência, Regulação e Supervisão, que condenou os recorrentes – um intermediário financeiros e dois clientes – pela violação do dever de defesa do mercado previsto no artigo 311º, nºs 1 e 2, alínea c), do CdVM.

Em síntese, ficou provado que os clientes do intermediário financeiro recorreram a terceiros para, em sede de ofertas públicas, adquirirem mais ações do que aquelas que individualmente poderiam adquirir por aplicação das regras do rateio aplicáveis às referidas ofertas públicas, tendo o intermediário financeiro aceite e executado tais ordens, apesar de saber que as mesmas se destinavam a um fim ilícito. Com a sua conduta, os recorrentes defraudaram os efeitos do rateio efetuado para atribuição dos valores mobiliários das referidas ofertas públicas e colocaram em risco a regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado.

O TRL considerou que o artigo 311º, nº 1, do CdVM não padece de inconstitucionalidade, permitindo aos destinatários da norma perceber quais os bens jurídicos em causa e o tipo de factos lesivos que a norma pretende evitar. Considerou também o Tribunal da Relação que, tendo ficado demonstrado que existiu uma conduta destinada a defraudar os efeitos do rateio enquadrável na alínea c) do nº 2 do artigo 311º do CdVM, foi necessariamente posta em risco a regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado, preenchendo-se, assim, também o nº 1 do mesmo artigo.

Mais considerou o TRL que o artigo 311º, nº 2, alínea c) do CdVM não exige a existência de uma lesão significativa do rateio, ficando o tipo preenchido com a existência de uma conduta destinada a defraudar os efeitos do rateio.

O TRL considerou ainda que, não obstante o dever de defesa do mercado ser um dever específico dos intermediários financeiros, o mesmo é aplicável a terceiros que tenham agido em comparticipação com o intermediário financeiro, por via do regime da comunicação da ilicitude previsto nos artigos 16º, nº 1, do Regime Geral das Contraordenações e 419º, nº 1, do CdVM.

Por fim, considerou o TRL que a pessoa coletiva é responsável pela prática de uma contraordenação, ainda que não se tenham individualizado as pessoas singulares que, no seu âmbito, atuaram, nem se tenham densificado os elementos subjetivos relativos às mesmas.

O intermediário financeiro foi condenado no pagamento de uma coima única no valor de 100.000,00 euros.

Os clientes do intermediário financeiro foram condenados em coimas no valor de 25.000,00 euros cada – com execução parcialmente suspensa em 10.000,00 euro –, acrescidas de sanção acessória de apreensão e perda do produto do benefício obtido pela infração, no valor da mais-valia obtida por cada um com a realização das operações.

## ***D.2. Resultados obtidos em processos judiciais***

Como foi já referido, os processos de contraordenação em virtude dos quais a CMVM aplica sanções aos agentes de mercado são passíveis de impugnação judicial mediante recurso. Nesta sequência, as decisões da CMVM podem ser mantidas, alteradas ou mesmo revogadas pelos tribunais. A tramitação judicial dos processos, sendo morosa, proporciona a existência de um volume crescente de pendências, podendo nalguns casos dar origem à sua prescrição.

Na maioria das situações em que não houve decisão de condenação, tal fundamentou-se na prescrição dos processos. Recorde-se que até à entrada em vigor do CdVM o prazo de prescrição era de dois anos, tendo passado a ser de cinco anos a partir de então.

Assim, parece razoável excluir os processos prescritos e em curso, isto é, efetuar exclusivamente uma análise dos processos que tiveram decisão de mérito no período 1991-2014. Conclui-se que em 84,9% destes casos a decisão da CMVM ou foi mantida (51,9%) ou alterada (33,0%). Os casos em que o tribunal alterou a decisão da CMVM traduziram-se, sobretudo, em descida de coimas e não em errado enquadramento jurídico ou deficiência de prova produzida pela CMVM.

**QUADRO 27 – Resultados obtidos em processos judiciais  
(decisões de mérito) por ano de decisão do processo na CMVM**

Ano	1991 1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Decisão da CMVM foi mantida	4	0	7	3	6	3	5	7	1	2	1	0	1	1	3	0	3	4	3	0	0	1	0	55
Decisão da CMVM foi alterada	4	0	0	1	8	0	1	1	0	0	1	0	0	1	4	4	3	5	0	0	1	1	0	35
Decisão da CMVM foi revogada	1	0	0	0	1	1	2	1	0	0	0	1	0	1	2	1	2	2	0	1	0	0	0	16
Total de processos impugnados	9	0	7	4	15	4	8	9	1	2	2	1	1	3	9	5	8	11	3	1	1	2	0	106

Apenas em 15,1% dos processos (16 processos) a decisão da CMVM foi revogada, sendo que 10 desses processos foram posteriores a 2000.

Sob o ponto de vista qualitativo, há a salientar que:

- os processos recorridos são cada vez mais complexos, não apenas no seu enquadramento jurídico, mas igualmente sob o ponto de vista de prova;
- cada vez existe mais recurso a incidentes processuais;
- o peso da teoria penal é cada vez mais significativo na argumentação dos arguidos. No passado, apenas a CMVM aprofundava a dimensão penal dos processos de contraordenação. Atualmente é a própria defesa que a suscita autonomamente.

## CAIXA 8

**Os processos contra um banco emitente cotado  
por falta de qualidade de informação**

A CMVM tramitou dois processos particularmente relevantes por falta de qualidade de informação divulgada por um banco que é um emitente cotado. Um processo contra o próprio banco, outro contra alguns dos administradores e diretores do mesmo.

**A. Elementos comuns****A.1. Factualidade**

O banco entre 1999 e 2006 praticou factos e realizou operações que nunca deu a conhecer ao mercado, comportamento que integrou uma ação orientada no sentido de deturpar a informação financeira (sobrevalorizando o valor do banco), com impacto efetivo nas condições de formação do juízo dos investidores em relação à real situação daquele banco. Com efeito, aquelas operações tiveram impactos sobre a situação patrimonial, financeira e reditual do banco que não foram refletidos de forma verdadeira e apropriada na informação divulgada entre 2004 e 2007.

O banco usou um conjunto de 31 sociedades *off-shore* (17 *off-shore* C que, em diferentes momentos, foram detidas por seis diferentes *off-shore sub-holding* e por dois *off-shore holding*; e seis *off-shore* ditas G), por si controladas com a finalidade de adquirir e transacionar ações próprias não declaradas como tal. Estas sociedades foram financiadas exclusivamente pelo banco.

A informação financeira do banco, aprovada pelos seus administradores para divulgação, refletia a contabilização de juros e receitas que não correspondiam de facto a proveitos, omitia perdas realizadas e potenciais nas ações adquiridas pelas referidas sociedades, sobrevalorizando os resultados líquidos e os capitais próprios do banco.

Assim, em consequência dos contributos dos arguidos, o banco entre 1999 e 2007 divulgou ao mercado informação financeira que não dava uma *imagem verdadeira e apropriada* da *situação económico-financeira* da sociedade e dos resultados das operações por esta realizadas porquanto não refletiam as operações e os respetivos prejuízos resultantes dos factos e das operações que, em síntese, se descreveram.

Note-se que o valor declarado (pelo banco) de capitais próprios chegou a estar sobreavaliado em 21% em 2002 e 2003 e em 17% em 2004.

Acresce que, confrontados pela CMVM, os arguidos então presentes na reunião do Conselho de Administração reiteraram, a 23/12/2007, que a infor-

mação financeira mais recentemente divulgada *refletia integralmente as perdas financeiras* sofridas pelas *off-shore*, o que também não era verdadeiro. O banco viria aliás (em 2008) a fazer uma correção das contas, levando a resultados de exercícios anteriores perdas adicionais no montante de 300 milhões de euros.

Termos em que os arguidos violaram o artigo 7º do CdVM:

- a) Na divulgação dos documentos de prestação de contas anuais relativas a 2003, 2004, 2005 e 2006;
- b) Na divulgação da informação referente à sua atividade, resultados e situação económica e financeira no 3º trimestre de 2007;
- c) Na divulgação do comunicado do banco de 23/12/2007 que afirma a veracidade da informação divulgada anteriormente.

## A.2. Estratégia processual

Também sob o ponto de vista processual existiam estratégias comuns em ambos os processos.

Em primeiro lugar, foram invocados supostos vícios processuais e de prova, várias inconstitucionalidades, e suscitados múltiplos incidentes, tanto na fase administrativa como na judicial.

Em segundo lugar, tanto o banco como alguns arguidos pessoas singulares pediram a conexão dos dois processos tanto junto da CMVM como do Tribunal de Pequena Instância Criminal (TPIC) visando aumentar a complexidade dos processo e assim obter mora processual.

Junto dos tribunais competentes nenhum dos vícios processuais e de prova tiveram vencimento até o momento e foi-lhes liminarmente negado o direito à conexão de processo.

## B. O processo contra o banco

Em 26 de junho de 2009 a CMVM deliberou condenar o banco a coima única de 5.000.000 euros, procedendo, ao abrigo do disposto no artigo 415º/1 e 3 do CdVM, proceder à suspensão parcial da execução de 2.500.000 euros da coima aplicada, pelo prazo de dois anos.

Em 21 de julho de 2010 o TPIC confirmou na íntegra a decisão da CMVM.

Em 6 de abril de 2011, o acórdão da Relação de Lisboa confirmou mais uma vez na íntegra a decisão da CMVM, concluindo que, em suma:

*“IX – Da conjugação dos art. 389º nº 1 al. a), e art. 7º do Cd.VM, reportando-se aquele à informação e este, à qualidade da informação, na medida em que o seu âmbito de aplicação é garantido pela dupla conexão, normativa e temática e o conceito de informação é claro e preciso, não se pode asseverar que há falta de determinação da norma.*



X – A opção do órgão legiferante positivada no Cd.VM foi a de qualificar determinadas contraordenações como “muito graves”, e de seguida tipificar as condutas ou actuações, de pessoas singulares ou colectivas que as podem integrar; uma delas é a “violação dos deveres de informação”, nos termos em que procedeu o recorrente.

XI – A entidade bancária no que tange à prestação de informação a prestar à CMVM tem que cumprir as suas obrigações legalmente previstas, devendo esta ser “completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita”, [cf. arts. 7º nº 1 e 389º nº 1, al. a) do CdVM].

XII – Decorre do disposto nos arts. 81º e 101º, ambos da CRP que os mercados e o sistema financeiro são valores que, pela sua importância, revestem dignidade e protecção constitucional.

XIII – No direito de mera ordenação social, ao invés do que é comum no direito criminal, existe em regra, a separação entre a afirmação das normas de dever, das normas de conexão e das normas de sanção, com invariável recurso a remissões. É o que se verifica no Cd.VM, que adotou dois tipos de conexão:

(i) a que estatui uma conexão normativa no art. 388º nº 2 Cd.VM; e (ii) a temática, nos arts. 389º e segs. do Cd.VM em que cada questão origina um tipo contra-ordenacional autónomo, com uma sanção própria.

XIV – Tal regime implica que só a norma de sanção e conexão que constitui o 389º CdVM não basta para definir os contornos da contraordenação, é necessária a operacionalidade da norma de dever para se definirem os contornos concretos. Os três tipos de normas constituem um todo inseparável.

XV – Pese embora sem expressa consagração na CRP, é de conceder ao princípio nemo tenetur – que não tem carácter absoluto e está sujeito por lei a restrições sobretudo no Cd.VM. –, uma “natureza constitucional implícita”, de matriz adjtiva, porquanto se pode compreender no âmbito das garantias de defesa do arguido previstas no art. 32º nº 1 da CRP.

XVI – Para que essas restrições ao princípio nemo tenetur tenham validade constitucional, impõe-se:

(i) Que estejam previstas em lei prévia e expressa;

(ii) Que sejam decretadas em nome da protecção e salvaguarda de interesses constitucionalmente protegidos e em obediência ao princípio da proporcionalidade previsto no art. 18º nº 2, da CRP.

XVII – Tendo em conta os princípios de supervisão, (art. 358º do Cd.VM), os procedimentos de supervisão, (art. 360º do Cd.VM) e o exercício dessa mesma supervisão, (art. 361º do Cd.VM) subsiste uma inteligível restrição do princípio nemo tenetur se ipsum accusare, que deve ceder perante o regime previsto no Cd.VM, (arts. 81º e 101º da CRP).

*XVIII – Tal limitação é extensiva a toda a fase de recolha e análise de documentação que a entidade bancária está obrigada a entregar à entidade supervisora, sem que em caso de irregularidade passível de sanção, tenha antecipadamente de constituir a entidade supervisionada como “arguida”.*

*XIX – A CMVM conquanto seja uma entidade administrativa, é dotada de poderes de supervisão, investigação, instrução e aplicação de sanções, o processo administrativo de carácter sancionatório, ao invés do processo penal, é uno e conduzido por uma única entidade que reúne os supramencionados poderes.*

*XX – Em matéria de investigação e instrução, não existe qualquer exigência legal de uma fase análoga à prevista no CPP e não se fixa no RGCOC um prazo para a “investigação e instrução” a que reporta o art. 54º nº 2 do mesmo corpo normativo.*

*XXI – O processo de contraordenação no âmbito do Cd.VM, possui duas fases: a administrativa e a judicial. Na fase administrativa há três sub-fases: (i) recolha de elementos no âmbito dos poderes de supervisão (arts. 360º e 361º do Cd.VM); (ii) defesa (art. 50º do RGCOC); e (iii) decisão (art. 58º do RGCOC).*

*XXIII – No cálculo e determinação concreta do quantum de uma coima a aplicar a uma entidade bancária por violação “muito grave” dos deveres de informação para com a CMVM, deverão ter-se em conta, entre outras circunstâncias, os proveitos operacionais consolidados do ano da infração, bem como os dos anos anteriores”.*

Em 15 de fevereiro de 2012, o Tribunal Constitucional apreciou o recurso interposto pelo banco e não considerou inconstitucionais a norma do artigo 389º, nº 1, alínea a) do Cd.VM “ao prever que a prestação de toda e qualquer informação sem as qualidades referidas no próprio artigo 389º, nº 1, alínea a) do Cd.VM, é punida com coima, sem identificar e delimitar o agente, objeto, natureza e/ou os efeitos sobre o mercado dessa mesma informação” e “ao prever que a toda e qualquer prestação de informação sem qualidade traduz, independentemente de quem a presta e do objeto, natureza e/ou efeitos sobre o mercado dessa mesma informação, uma contraordenação «muito grave».”

Em síntese, neste processo a decisão da CMVM foi confirmada na íntegra, tanto quanto à condenação como aos seus fundamentos, sem que houvesse quaisquer prescrições.

## **C. O processo contra administradores e diretores**

### **C.1. Os contributos dos arguidos**

Os arguidos no processo prestaram contributos relevantes para a falta de qualidade da informação divulgada. O que deve ser visto à luz do objeto do

processo, que é a dissonância entre o referente da informação (a situação económica e patrimonial do banco) e a mensagem (informação divulgada). Existem por isso dois tipos de contributos possíveis, por poderem influenciar esta dissonância:

- a) Os que têm por efeito moldar a situação económica e patrimonial do banco, criando-a, mantendo-a ou intensificando-a (factos patrimoniais);
- b) Os que afetam a produção da informação (factos do processo contabilístico).

Mas nem todos os contributos tiveram o mesmo peso. Alguns foram determinantes e adequados para a divulgação da informação nos termos em que o foi (factos de autores), outros apenas favoreceram o modo como existe a dissonância entre a sua mensagem e a realidade que pretende representar (factos de cúmplices).

Assim, os nove arguidos foram condenados pelo Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa, que confirmou a decisão da CMVM, na medida da sua contribuição para a divulgação de informação sem a qualidade devida (artigo 7º do CdVM): cinco punidos como autores dolosamente, dois como autores por negligência e dois (diretores) por cumplicidade.

Os atos contributivos para a infração foram, além da aprovação das contas (no caso dos administradores), factos de muito diversa natureza: aprovação, representação, instruções, execução, delegação de poderes, autorização, ratificação, negociação e assinatura de contratos, estabelecimento de contactos, concessão de créditos, certificação e secretariado. No que respeita aos cúmplices, atos de dar impulso para crédito, aquisição de ações para as *off-shore*, operacionalização de *swaps*, intervenções junto de outras unidades orgânicas e subsidiárias do banco, para definição do perímetro de consolidação e constituição de provisões, e submissão dos documentos de prestação de contas ao Conselho de Administração, dar ordens a outros em matérias creditícias relativamente a *off-shore* e algumas empresas do sector imobiliário.

O pano de fundo de grande parte das defesas foi o de afirmar que, se é verdade que as *off-shore* tiveram prejuízos, não foi possível aos arguidos conhecer esta situação por força de um erro operacional, ou seja, de uma falha de controlo (*off-shore* C) e que, de qualquer forma, as *off-shore* (ditas) G sempre foram efetivamente dos seus UBO (*ultimate beneficial owners*).

Estes depoimentos não foram considerados procedentes pelo tribunal. Segundo este:

- a) Quanto ao erro operacional, não era verdade que tivesse havido uma falha de controlo. O que existiu foi não uma falha, mas uma atuação intencional e minuciosa, uma evitação dos controlos que se puderam evitar, e uma quebra de controlos, quando não se puderam externalizar as operações

(ou seja, nos créditos bancários, porque estes tinham forçosamente de ser efetuados pelo banco, enquanto instituição de crédito, dentro da sua estrutura). Nem essa putativa falha de controlo teve por causa as fusões sobretudo de outro banco no banco, o *bug* do ano 2000 e a passagem para o euro. E também não era uma falha de controlo trivial, que não pudesse ser percebida por um agente normal.

- b) Quanto às *off-shore*, os *UBO* das *off-shore* eram efectivos e o problema foi detetado antes de novembro de 2002.
- c) Quanto ao crédito concedido às *off-shore*, os valores não eram pouco relevantes e portanto não passariam despercebidos, não era regular haver aprovações de créditos *per saltum* (saltar do 1º para o 4º escalão do processo decisório), as propostas de créditos não eram normais, sendo de tal forma vazias de conteúdo que não permitiam análise de créditos, e as assinaturas de crédito não eram consignadas na base da confiança.
- d) Quanto à vertente imobiliária, para onde foram canalizados os prejuízos, nem a venda da empresa imobiliária que assumiu os prejuízos foi normal, nem a venda da empresa imobiliária (com a *off-shore* D) foi apenas uma forma de o banco se livrar de algo que estava fora do seu *core business*, atuando o seu novo proprietário sem autonomia financeira ou de gestão em relação ao banco.

## C.2 O historial do processo

Em 9 de julho de 2010, a CMVM condenou nove dos 11 arguidos e arquivou o processo em relação a dois deles (dois antigos diretores do banco).

Entre setembro de 2011 e dezembro de 2012 decorreu a audiência de julgamento no TPIC com audição de testemunhas e arguidos.

Em 18 de janeiro de 2013 o TPIC confirmou integralmente a decisão de condenação da CMVM.

Em 6 de março de 2014, foi publicado o acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa que confirmou a decisão da CMVM, salvo no que respeita a um arguido administrador (por considerar que não há negligência da sua parte) e um diretor sem funções na área contabilística (por entender que não houve contributo relevante da sua parte para a infração). Declarou prescritas duas contraordenações, confirmando no restante a decisão da CMVM tanto nas conclusões como nos seus fundamentos.

Neste processo, a CMVM condenou os arguidos a nove coimas, nos valores de 1.000.000 euros, 900.000 euros, 800.000 euros, 650.000 euros, 250.000 euros (dois arguidos), 200.000 euros (dois arguidos), 75.000 euros. Aplicou igualmente quatro sanções acessórias de interdição temporária do exercício

pelo infrator da profissão ou da atividade a que a contraordenação respeita, a três arguidos por cinco anos e a um outro por quatro anos. Aplicou finalmente oito sanções acessórias de inibição do exercício de funções em quaisquer intermediários financeiros por cinco anos (três arguidos), quatro anos, três anos, dois anos, um ano (dois arguidos).

Estas sanções foram confirmadas na íntegra pelo TPIC. No Tribunal da Relação, por força de prescrições e de duas absolvições antes referidas, as sanções foram reduzidas. Houve sete coimas aplicadas nos valores de 750.000 euros, 700.000 euros, 550.000 euros, 500.000 euros, 200.000 euros, 150.000 euros (dois arguidos). Foram aplicadas quatro sanções acessórias de interdição temporária do exercício pelo infrator da profissão ou da atividade a que a contraordenação respeita: três pelo período de dois anos e seis meses, e uma de dois anos. Foram finalmente aplicadas sete sanções acessórias de inibição do exercício de funções em quaisquer intermediários financeiros pelo período dois anos e seis meses (três arguidos), dois anos, um ano (três arguidos).

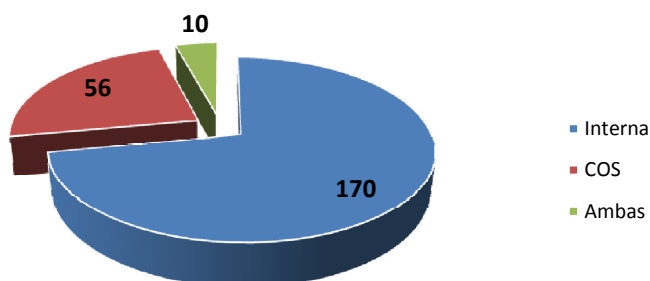
Os arguidos recorreram, com fundamentos diversos, para o Tribunal Constitucional que na sua Decisão Sumária nº 22/2015, de 8 de janeiro, considerou que uma parte dos recursos era intempestiva, que diversas questões suscitadas não podiam ser conhecidas (por não corresponderem a questões de constitucionalidade normativa, por não se referirem a normas efetivamente aplicadas ou por não terem sido previamente suscitadas) e que, em três outras questões apreciadas, não assistia razão aos arguidos. E, assim, considerou o tribunal que a contraordenação prevista no artigo 389, nº 1 (e artigo 7º) do CdVM não violava o princípio da legalidade (na vertente da tipicidade); que a moldura abstrata das coimas nas contraordenações muito graves (artigo 388º, nº 1, alínea a), do CdVM) não violava o princípio da proporcionalidade; e, finalmente, que não era inconstitucional a lei atribuir a uma autoridade administrativa (CMVM) a competência para aplicar a sanção acessória de interdição temporária de exercício de profissão ou atividade (artigo 404º, nº 1, alínea b), do CdVM).

## **E. A análise de operações e o Sistema de Vigilância dos Mercados**

1. Desde setembro de 2008 – data de entrada em funcionamento do Núcleo de Análise de Operações (NAO), integrado no Departamento de Análise de Operações e Investigação (DAI) – até 30 de junho de 2014, foi concluída a análise de 236 casos de potencial abuso de mercado.

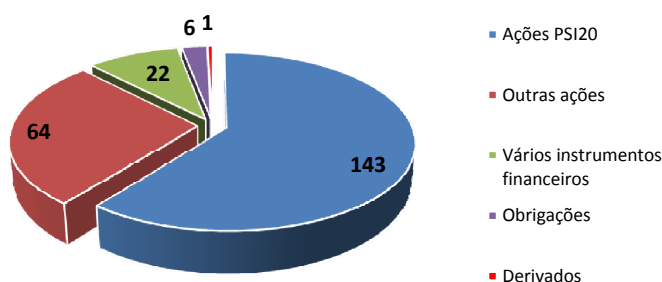
A maior parte dos casos analisados no NAO teve uma origem interna, associada aos programas de deteção de abuso de mercado, nomeadamente o Sistema Integrado de Vigilância do Mercado (SIVAM). As suspeitas de operações irregulares (COS) comunicadas pelos investidores em geral, pelos intermediários financeiros, pelas entidades gestoras dos mercados e pelas autoridades de supervisão estrangeiras, também representam uma proporção relevante dos casos analisados no Núcleo.

**GRÁFICO 18 – Origem da análise**



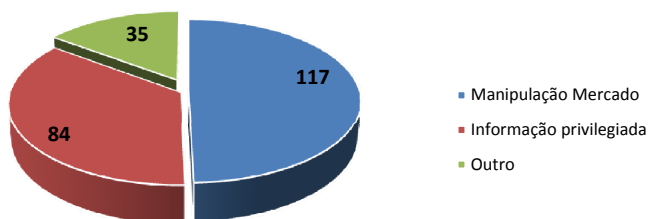
2. Em termos do tipo de instrumento financeiro analisado, destacam-se claramente as ações, designadamente as que compõem o PSI 20, índice representativo das principais empresas cotadas na Euronext Lisbon. As obrigações e os derivados representaram uma fatia pequena dos instrumentos financeiros objeto de análise.

**GRÁFICO 19 – Instrumentos financeiros analisados**



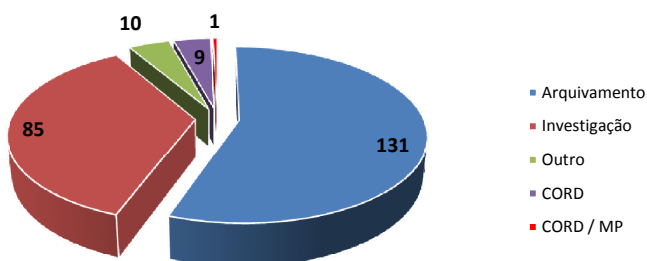
3. Relativamente ao tipo de irregularidade analisada, a manipulação do mercado representa praticamente metade do total dos casos analisados e o abuso de informação privilegiada (*insider trading*) corresponde a cerca de 36% do total das irregularidades de mercado analisadas.

GRÁFICO 20 – Tipo de infração

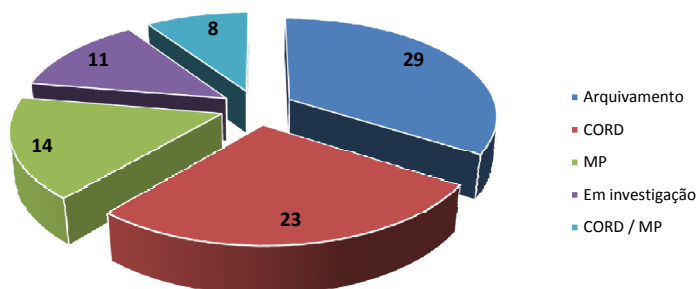


4. Finalmente, quanto ao destino dos casos analisados no NAO, cerca de 56% foram arquivados. Os restantes 44% tiveram outro tipo de consequência, de que se destaca o aprofundamento da análise de 85 casos pela área de investigação do DAI.

GRÁFICO 21 – Destino da análise (NAO)



5. Desses 85 casos, apenas cerca de um terço foi objeto de arquivamento; os restantes dois terços tiveram como destino a proposta de instauração de processo de contraordenação ou o envio ao Ministério Público nas situações de suspeita de crime de mercado.

**GRÁFICO 22 – Destino das análises enviadas para investigação****CAIXA 9****O Sistema Integrado de Vigilância dos Mercados (SIVAM)**

A negociação em mercado com base em informação privilegiada e a manipulação de mercado, práticas conhecidas como “abuso de mercado”, têm profundas implicações na integridade dos mercados e na confiança dos investidores, o que se reflete no próprio desenvolvimento do mercado. Um dos objetivos de destaque da CMVM nos últimos anos tem sido o reforço da integridade, da credibilidade e da segurança do mercado de instrumentos financeiros. Com esse propósito e tendo também em vista a adoção dos melhores padrões internacionais de supervisão, a CMVM aprovou em 2008 um conjunto de medidas de combate ao abuso de mercado, que incluem nomeadamente o desenvolvimento de um novo Sistema Integrado de Vigilância de Abusos de Mercado, denominado SIVAM.

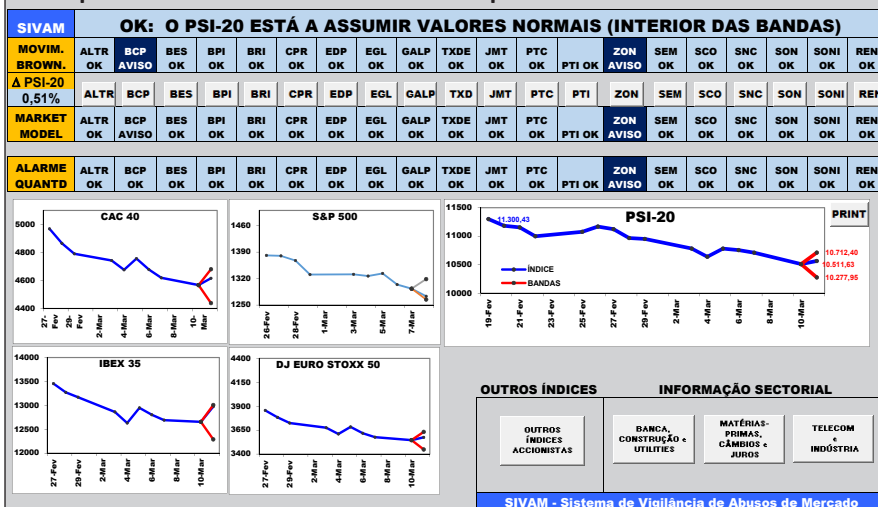
O SIVAM permite identificar padrões anormais de comportamento de variáveis de negociação, nomeadamente de cotações e rentabilidades dos ativos, volumes transacionados, número de negócios efetuados, ofertas ou quotas anormais de mercado por intermediário financeiro.

O sistema permite a análise da negociação em tempo real (SIVAM Tempo Real), *i.e.* negócio a negócio à medida que estes se vão concretizando no mercado, com base em vários modelos, dos quais se destacam o Movimento Browniano Geométrico e o Modelo de Mercado, parametrizados especificamente para cada instrumento financeiro.

Os modelos implementados emitem alertas sempre que algumas variáveis (*v.g.* cotações) associadas aos negócios mais recentes efetuados no mercado se situem fora dos limites normais de oscilação (de acordo com o modelo em causa), assumindo um determinado nível de confiança estatística.



## Exemplo de funcionamento do SIVAM Tempo Real



DADOS ACTUALIZADOS

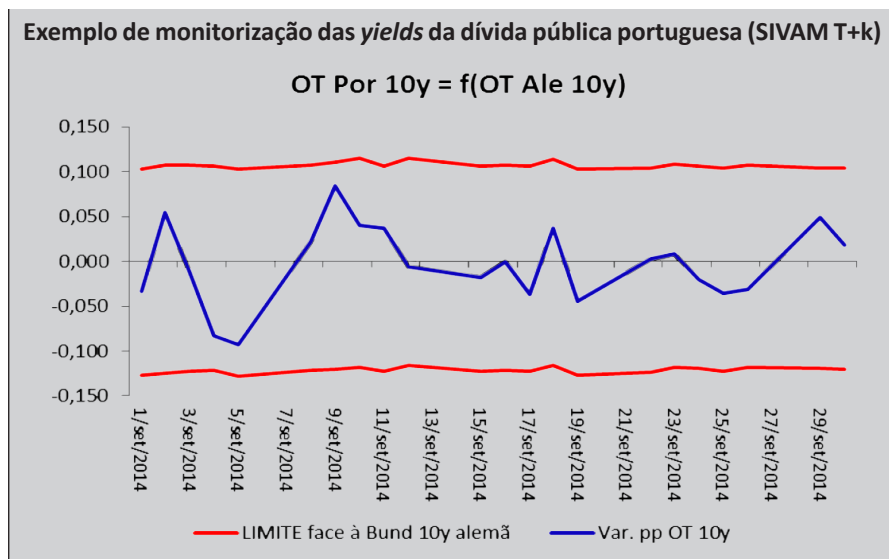
Volume PSI-20: 46,12 milhões €

O sistema permite ainda proceder a uma análise pós-fecho da negociação mediante a realização de um vasto conjunto de testes estatísticos de largo espectro e de testes específicos, que facilitam a deteção de padrões anormais da negociação em períodos mais alargados (SIVAM T+k).

Os testes de largo espectro incluídos no sistema emitem, entre outros, alertas relacionados com a análise, para cada instrumento financeiro, das variáveis preços/rentabilidades, número de negócios, volume de negócios/quantidades transacionadas ou concentração das transações por intermediário financeiro. Estes testes permitem, nomeadamente, detetar padrões anormais nas imediações de divulgação de informação privilegiada.

Os testes específicos visam detetar mais especificamente práticas de manipulação de mercado, tais como a marcação do preço de fecho, a sustentação do preço de um ativo, transações fictícias, manipulação intermercados, entre outras.

No exemplo da figura seguinte mostra-se um gráfico do SIVAM T+k que monitoriza, numa base diária, o comportamento das *yields* da dívida pública portuguesa a 10 anos face a um *benchmark*, que neste caso é representado pelas *yields* congéneres da dívida pública emitida pela Alemanha.



## F. Averiguações preliminares e participações criminais

1. Em matéria de averiguações preliminares e de participações de natureza criminal, apenas se dispõe de informação a partir de 1997, estruturada nos termos que se apresentam seguidamente. Antes daquela data, a organização da informação pela CMVM era efetuada não por natureza de ilícito mas sim pelo tipo de agente infrator.

Entre 1997 e o final do primeiro semestre de 2014 a CMVM abriu 509 processos de averiguação tendentes a possíveis participações criminais ao Ministério Público ou à eventual instauração de processos de contraordenação.

Em 2008, com a entrada em funcionamento do SIVAM, a CMVM passou a abrir processos de análises de operações, tendentes a apurar indícios de abuso de mercado que devam ser objeto de aprofundamento em sede de averiguações preliminares. Trata-se de uma fase prévia à de averiguações que se baseia nos alertas produzidos pelo SIVAM e nos demais elementos de identificação de sinais de abuso de mercado de que a CMVM dispõe, como é o caso das comunicações de operações suspeitas. Desde 2008, a CMVM abriu 280 processos deste tipo.

**QUADRO 28 – Número de processos de averiguação e de análise de operações abertos pela CMVM**

Processos de averiguação abertos pela CMVM	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Abuso de informação	4	1	2	12	6	4	7	7	6	7	5	9	9	7	4	6	13	6	115
Manipulação de mercado	3	1	3	9	6	4	8	4	4	3	8	13	9	5	9	8	9	2	108
Intermediação financeira não autorizada	6	1	3	5	0	15	5	8	4	2	10	4	13	7	0	3	6	2	94
Outras irregularidades	15	5	23	0	12	8	3	4	7	3	11	12	10	21	14	17	18	9	192
Análises de operações	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	44	54	27	50	43	36	26	280
<b>Total</b>	<b>28</b>	<b>8</b>	<b>31</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>31</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>21</b>	<b>15</b>	<b>34</b>	<b>82</b>	<b>95</b>	<b>67</b>	<b>77</b>	<b>77</b>	<b>82</b>	<b>45</b>	<b>789</b>

2. No âmbito dos processos de averiguações a preponderância dos temas do abuso de informação, da manipulação de mercado e da intermediação financeira não autorizada é evidente, com 62% dos processos a respeitarem a estas áreas temáticas.

**QUADRO 29 – Distribuição dos processos de averiguação e de análise de operações abertos pela CMVM**

Processos de averiguação abertos pela CMVM	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Abuso de informação	14%	13%	6%	46%	25%	13%	30%	30%	29%	47%	15%	11%	9%	10%	5%	8%	16%	13%	15%
Manipulação de Mercado	11%	13%	10%	35%	25%	13%	35%	17%	19%	20%	24%	16%	9%	7%	12%	10%	11%	4%	14%
Intermediação financeira não autorizada	21%	13%	10%	19%	0%	48%	22%	35%	19%	13%	29%	5%	14%	10%	0%	4%	7%	4%	12%
Outras irregularidades	54%	63%	74%	0%	50%	26%	13%	17%	33%	20%	32%	15%	11%	31%	18%	22%	22%	20%	24%
Análises de operações	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	54%	57%	40%	65%	56%	44%	58%	35%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Dos 509 processos de averiguação abertos, 79 (14%) deram origem a participações ao Ministério Público: esse *ratio* sobe para 23% se se considerarem só os processos de averiguações por abuso de mercado e subiria ainda para 27% se se considerasse esse *ratio* desde 2009. Nos restantes processos concluiu-se pela inexistência de indícios de prática de ilícito ou pela necessidade de apuramento de responsabilidade contraordenacional.

**QUADRO 30 – Participações criminais ao Ministério Público pela CMVM**

Participações ao Ministério Público	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Abuso de informação	0	1	1	1	4	3	2	0	0	0	1	1	1	3	6	1	5	4	34
Manipulação de Mercado	0	1	1	4	3	1	0	0	1	0	0	3	2	1	2	4	1	1	25
Outras irregularidades	0	0	0	3	1	2	1	0	0	1	0	0	0	4	4	1	2	1	20
<b>Total</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>79</b>

3. De 1997 até ao final do primeiro semestre de 2014 a CMVM efetuou 79 participações crime ao Ministério Público. Mais de metade

dessas participações (54%) concentraram-se nos últimos cinco anos (2009-2014). O período de 1998 a 2002 representou 33% do total das participações. Por fim, 2003 a 2008 foi o período no qual se registaram menos participações: apenas 13%.

**QUADRO 31 – Distribuição das participações criminais ao Ministério Público pela CMVM**

Participações ao Ministério Público	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Abuso de informação	–	50%	50%	13%	50%	50%	67%	–	0%	0%	100%	25%	33%	38%	50%	17%	63%	67%	43%
Manipulação de Mercado	–	50%	50%	50%	38%	17%	0%	–	100%	0%	0%	75%	67%	13%	17%	67%	13%	17%	32%
Outras irregularidades	–	0%	0%	38%	13%	33%	33%	–	0%	100%	0%	0%	0%	50%	33%	17%	25%	17%	25%
<b>Total</b>	<b>–</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>0%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Finalmente, 75% das participações realizadas na totalidade do período incidiram sobre crimes contra o mercado.

4. Em relação ao período mais recente – os últimos cinco anos<sup>30</sup> – descreve-se com maior grau de concretização o tipo de participações efetuadas pela CMVM, o desfecho dos processos já concluídos ou a fase processual em que se encontram, a natureza dos investidores objeto das participações realizadas e o nível das mais-valias registadas por esses investidores com as operações abrangidas ou relacionadas com as participações.

### ***Tipo de participações***

5. Entre 1 de julho de 2009 e 30 de junho de 2014, a CMVM efetuou 43 participações ao Ministério Público por indícios da prática de crime (nove participações por ano em média).

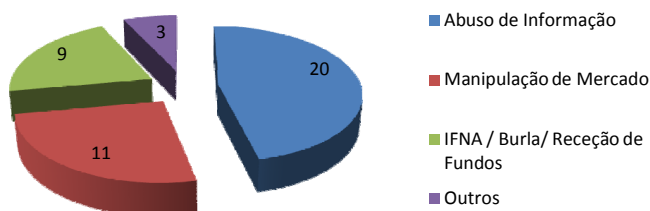
Dessas participações, 31 incidiram sobre crimes contra o mercado e foram realizadas, nos termos do artigo 386º do CdVM, na sequência de processos de averiguações preliminares abertos de acordo com o artigo 383º do CdVM. Em 20 casos concluiu-se pela existência de indícios da prática de crime de abuso de informação e nos demais 11 por indícios da prática de crime de manipulação do mercado.

<sup>30</sup> Os processos participados antes de 2009 encontram-se já encerrados ou decididos, na sua maioria com trânsito em julgado e, num único caso remanescente (de manipulação do mercado), com decisão judicial proferida em tribunal de primeira instância.

Outras nove participações tiveram por objeto crimes de receção de depósitos e outros fundos reembolsáveis (artigo 200º do RGICSF) e, ou, de burla (artigo 217º e artigo 218º, ambos do Código Penal). Estes indícios foram identificados na sequência de averiguações por exercício não autorizado de atividades de intermediação financeira em instrumentos financeiros nas quais a CMVM encontrou sinais de práticas fraudulentas, nomeadamente dos habitualmente designados esquemas piramidais. Estas participações foram efetuadas nos termos do artigo 364º, nº 2 do CdVM.

Por fim, as três participações remanescentes resultaram da identificação de indícios da prática de crimes diversos: branqueamento de capitais (artigo 368º-A do Código Penal), abuso de confiança (artigo 205º do Código Penal) e falsificação de documentos (artigo 256º, nº 1, alínea c) do Código Penal). Foram todas realizadas na sequência de processos de averiguações em que, lateralmente, se encontraram condutas que revelaram outros indícios criminais.

**GRÁFICO 23 – Participações**



### ***Estado dos processos***

**6.** Em relação às participações sobre crimes contra o mercado, 15 processos encontravam-se em fase de inquérito no final de junho de 2014.

A maioria desses inquéritos dizia respeito a participações de 2013 ou mesmo de 2014; só dois inquéritos, nos quais entretanto (e já depois de junho de 2014) foi deduzida acusação, tinham antiguidade superior a três anos; em alguns processos, os investidores objeto das participações são estrangeiros o que poderá envolver diligências de investigação criminal internacionais, normalmente mais morosas. O tempo médio de duração

dos inquéritos neste período foi de 20 meses, 12 nos processos de abuso de informação e 24 meses nos processos de manipulação do mercado.<sup>31</sup>

Em três processos, todos de abuso de informação, o Ministério Público decidiu arquivar após ter realizado o inquérito. Dois dos processos envolviam investidores particulares nacionais (não qualificados). Num deles as operações tinham sido efetuadas em momento posterior à publicação do anúncio preliminar de uma OPA, mas em momento anterior à divulgação pública da posição do acionista de controlo da sociedade visada: compras realizadas por este antes de revelar ao mercado a sua posição (de aceitação ou de rejeição) sobre a OPA. No outro processo arquivado, a CMVM tinha obtido evidência documental de o projeto de comunicado de informação privilegiada ter sido enviado por *e-mail* ao sobrinho do idoso que, através de um banco estrangeiro, comprou ações antes da divulgação do referido comunicado.

Em 12 dos casos participados o MP deduziu acusação.

Foi requerida a abertura de instrução em nove processos.

Em seis casos (dois de manipulação e quatro de abuso de informação) houve suspensão provisória do processo, nos termos do artigo 281º do Código de Processo Penal. Em cinco destes processos a suspensão foi determinada na fase de instrução (depois de o Ministério Público ter acusado os arguidos) e num dos casos tal aconteceu em simultâneo com a prolação do despacho de pronúncia. Em todos os casos de suspensão provisória do processo foram aplicadas injunções que consistiram na entrega a instituições de solidariedade social de quantias monetárias sempre superiores ao benefício económico resultante das operações (v.g. o dobro ou o triplo das mais valias obtidas).

À exceção de uma, todas as decisões judiciais instrutórias já proferidas foram de pronúncia (duas em processos de manipulação do mercado), tendo assim sido confirmadas as acusações em sede de instrução. O Ministério Público interpôs recurso da única decisão de não pronúncia, proferida num processo em que tinha acusado de manipulação de mercado um investidor qualificado nacional (especializado

<sup>31</sup> Para efeitos do cálculo consideraram-se apenas os inquéritos já finalizados – e não os que se encontram em curso. Foi considerado o tempo entre a participação e a decisão (acusação, arquivamento ou suspensão provisória).

em gestão de ativos com o qual havia sido contratualizada a gestão de fundos de investimento): o investidor foi acusado de reiteradamente, ao longo de todo um ano, ter efetuado compras, nomeadamente no fecho das sessões, com o propósito de fazer subir sistematicamente a cotação de uma ação. Em outro caso foi o arguido, ex-administrador executivo (CEO) de um banco, a recorrer do despacho de pronúncia, tendo no entanto o Tribunal da Relação do Porto negado provimento a tal recurso.

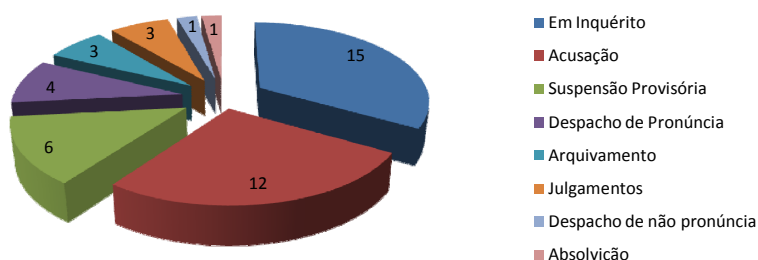
Seguiram para julgamento quatro processos. Destes, três encontram-se atualmente nessa fase. A única decisão judicial respeitante às participações efetuadas neste período, proferida num caso de manipulação de mercado em que o arguido foi acusado – e pronunciado – pela atuação num leilão de fecho, foi de absolvição. O Ministério Público interpôs recurso mas o Tribunal da Relação confirmou a decisão recorrida considerando que *“é ao tribunal que cabe valorar as provas e decidir segundo a convicção formada na apreciação das mesmas (art. 127º do Código do Processo Penal)”*.

O tempo médio que decorreu entre as operações realizadas pelos investidores e a participação da CMVM foi de 18 meses – concretamente, 15 meses nos crimes de abuso de informação e 18 meses nos crimes de manipulação do mercado.<sup>32</sup>

Ainda em relação aos crimes contra o mercado, o *ratio* entre as decisões judiciais de acusação, pronúncia e suspensão provisória, por um lado, e o diminuto número das decisões judiciais de arquivamento, por outro, tem permitido confirmar de forma inequívoca a existência de indícios da prática de crimes contra o mercado que estiveram na origem das participações efetuadas pela CMVM, assim confirmando também a materialidade e a fundamentação das participações apresentadas.

<sup>32</sup> Considerou-se o tempo entre as operações (se continuadas no tempo entre o termo final do prazo de análise e a decisão de participar ao MP).

GRÁFICO 24 – Crimes de mercado



### *Tipo de investidores*

7. Quanto ao conjunto dos investidores visados pelas participações, nota-se uma predominância de investidores especialmente habilitados ou sofisticados.

Em metade das participações sobre crimes de abuso de informação as operações foram realizadas por investidores especialmente habilitados, designadamente pessoas que tinham exercido ou exerciam à data dos factos funções de administração em sociedades cotadas ou em intermediários financeiros. Entre o remanescente grupo de investidores (sem especiais habilitações) é possível identificar um conjunto relevante de colaboradores de sociedades cotadas sobre as quais tinha sido divulgada informação privilegiada (pessoas com responsabilidades de direção em alguns casos, financeira ou mesmo com deveres internos de deteção de fraude); surgiram também casos de investidores que exercem profissões sujeitas a inscrição em ordem profissional.

Em relação às participações sobre crimes de manipulação, os indivíduos visados foram quase sempre (à exceção de um caso) investidores com níveis elevados de conhecimento do mercado. Tratou-se predominantemente de pessoas que à data dos factos exerciam funções em investidores qualificados, designadamente em intermediários financeiros (na vertente da prestação de serviços de gestão de ativos ou de receção e execução de ordens) ou de investidores que detinham participações qualificadas em sociedades cotadas; também de ex-colaboradores de intermediários financeiros que tinham exercido funções de responsabilidade mas que atuaram, nas operações objeto de participação, a título particular. Em alguns casos foram objeto das participações investidores estrangeiros também sofisticados.



**GRÁFICO 25 – Abuso de informação / Manipulação de mercado**

### ***Mais-valias***

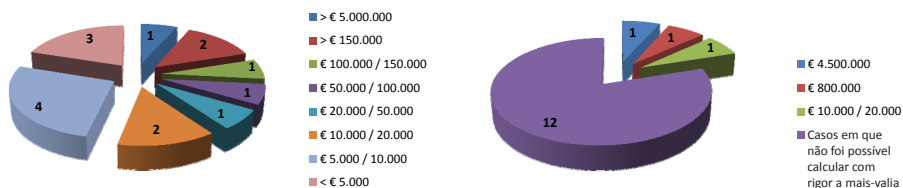
8. Nas participações por abuso de informação as mais-valias registadas pelos investidores nas operações identificadas foram superiores a 50.000 euros em 30% dos casos. A mais elevada foi mesmo superior a 5.000.000 euros. Mais de 50% dos lucros ilícitos obtidos identificados não excederam os 20.000 euros.

Se se considerarem as rentabilidades das operações ou as rentabilidades anualizadas alcançadas com as operações realizadas que indiciaram utilização de informação privilegiada, mais de metade das operações ultrapassaram os 500% em termos de rentabilidade anualizada. Convém ter presente que em casos de utilização de informação privilegiada o período de tempo que medeia entre as compras e as vendas (para os cenários de divulgação de informação privilegiada positiva) é, as mais das vezes, muito reduzido, não excedendo normalmente uma semana. Convém ainda ter presente, para uma correta contextualização das mais-valias obtidas, que, à exceção de um caso participado, todos os beneficiários económicos das operações são pessoas singulares tendo sido estas a efetuar o investimento que proporcionou as mais-valias mencionadas. É possível dar um exemplo para se ter uma noção mais exata: para obter uma mais-valia bruta de 12.500 euros, um investidor teria que investir 250.000 euros e a informação privilegiada precisaria de ter um impacto nas cotações de pelo menos 5%, de modo a propiciar tal mais-valia.

A estimativa de mais-valias nos crimes de manipulação do mercado reveste-se de maior complexidade: basta ter presente as situações de descida artificial das cotações ou aquelas em que o investidor não registou mais-valias (porque, por exemplo, as operações sendo suscetíveis de

alterar as cotações não as alteraram efetivamente). Os valores também não são diretamente comparáveis: as operações identificadas podem ter-se prolongado mais ou menos no tempo. Optou-se assim por não realizar esses cálculos na maioria dos casos. Em dois deles obtiveram-se valores elevados em termos de mais-valias resultantes das operações fraudulentas: 4.500.000 euros num caso e 800.000 euros em outro.

**GRÁFICO 26 – Abuso de informação / Manipulação de mercado**



## CAIXA 10

### Indícios de abuso de mercado comunicados ao Ministério Público entre 2009 e 2013

#### I. Indícios de abuso de informação em OPAs e fusões

Nos últimos cinco anos (entre 2009 e 2013) a CMVM participou ao MP indícios de utilização de informação privilegiada que identificou em relação a todas as OPAs e operações de concentração anunciadas nesse período: para todas as OPAs e concentrações anunciadas foram sempre encontradas e participadas ao MP situações que apresentaram relevantes indícios de abuso de informação.

Os gráficos *infra* descrevem, sem identificação dos investidores nem das sociedades envolvidas, seis dos casos participados ao MP. Além dos casos que se descrevem, outros relacionados com as mesmas operações foram igualmente objeto de participação ao MP e outros, ainda em fase de averiguações preliminares, poderão ainda ser objeto de participação. Além dos casos participados, estratégias suspeitas de diversos outros investidores, nacionais e internacionais, particulares e qualificados, foram também objeto de averiguações preliminares.

Os gráficos são bem elucidativos das elevadas rentabilidades registadas pelos investidores que negociaram nas imediações da divulgação de informação privilegiada (sempre superiores a 100% em termos anualizados). Na generalidade dos casos participados os investidores são pessoas especialmente habilitadas:

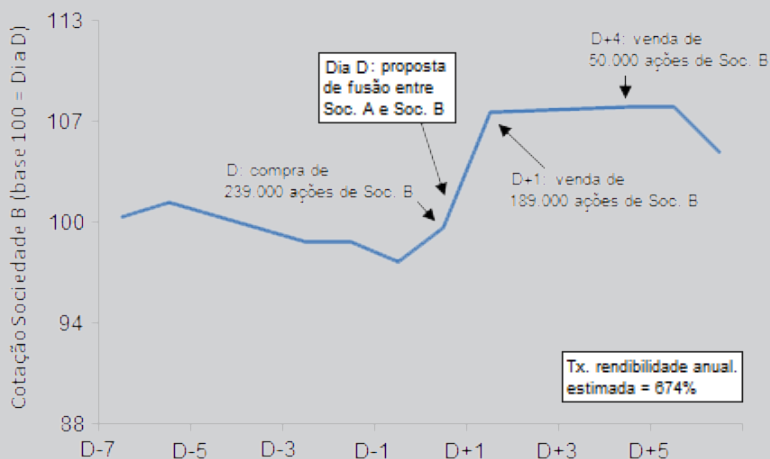
exerceram ou exerciam à data cargos de administração ou de direção em intermediários financeiros ou sociedades abertas cotadas. Em alguns dos casos de abuso de informação relacionados com OPAs os investidores optaram por realizar as compras através de contas de terceiras pessoas; em alguns outros dispersaram o investimento por distintas contas e vários intermediários financeiros; em outros ainda decidiram utilizar circuitos de intermediação internacionais fazendo passar as operações por diversas jurisdições incluindo *off-shore*, recorrendo mesmo a veículos *off-shore*; também se observaram estratégias de investimento com recurso a instrumentos financeiros derivados. As metodologias usadas pela CMVM na análise da negociação e o recurso à cooperação internacional têm permitido identificar estratégias que apresentam maior nível de sofisticação.

Na fase de inquérito, o MP tem confirmado com diversas acusações os indícios apontados pela CMVM: foi o que aconteceu para todas as participações relacionadas com investimentos realizados nas vésperas do anúncio de OPAs ou concentrações efetuadas pela CMVM até ao final de 2012. Em três casos terminou já a fase de instrução com a prolação de despachos de pronúncia que conduziram o processo a julgamento.

#### **Caso A**

A informação privilegiada divulgada incidiu sobre uma proposta de concentração de duas sociedades cotadas. À data dos factos, o investidor era administrador executivo de um banco, sendo também administrador de sociedade detentora de participação qualificada numa das sociedades envolvidas na proposta de concentração. As transações foram todas ordenadas pelo cônjuge do mencionado investidor. Foram utilizadas duas contas em dois diferentes intermediários financeiros para comprar uma quantidade significativa de ações de uma das sociedades envolvidas na operação de concentração no dia em que, após o final da sessão, foi divulgada a informação privilegiada. A maioria das ações foi comprada sem a conta financeira estar provisionada, tendo sido as avultadas compras ordenadas sem limite de preço (“ao melhor”). A quase totalidade das ações compradas foi vendida no dia seguinte, logo após ter sido divulgada a informação – tendo sido tentada a venda da totalidade das ações adquiridas. Foi obtida mais-valia relevante (617 vezes superior ao total global das mais-valias anteriormente obtidas com transações sobre o mesmo título). Antes das operações indiciadas, o investidor (que transacionava habitualmente valores mobiliários) não tinha realizado outras operações de dimensão e resultado equivalente: numa das contas o preço de compra das ações foi cerca de cinco vezes superior à segunda maior compra (de outro título) em termos históricos e cerca de 21 vezes superior à média diária de investimento num só título; na outra conta, em quase dois anos nunca tinham sido compradas ações em bolsa.

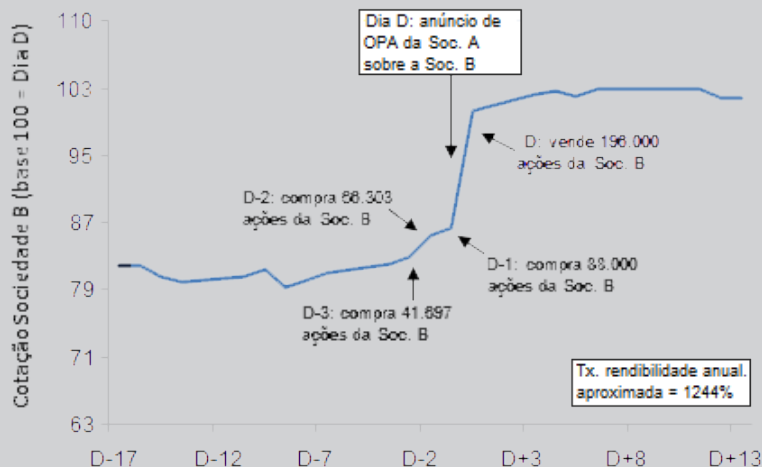
Após inquérito o MP deduziu acusação, decorreu já a fase de instrução (requerida pelo investidor) que culminou na dedução de despacho de pronúncia pelo juiz de instrução criminal. O arguido recorreu deste despacho, mas o Tribunal da Relação do Porto negou provimento ao recurso. O processo seguiu para julgamento.



### Caso B

Nos três dias anteriores à publicação de anúncio preliminar de OPA o investidor comprou uma quantidade relevante de ações que vendeu logo após, no dia em que foi divulgado o anúncio, o que lhe permitiu registar mais-valia relevante. O investidor utilizou três contas distintas para realizar as transações, incluindo uma do cônjuge e outra de pessoa com grau de afinidade. A maioria das ações foi comprada (e vendida) através de banco internacional que as executou através de dois intermediários globais diferentes, encaminhando as ordens por circuito internacional que incluiu a passagem por intermediário financeiro domiciliado numa jurisdição dita *off-shore*. Em nenhuma das contas utilizadas tinham sido antes efetuadas transações sobre as ações em causa; o montante investido nas compras foi de valor elevado quando confrontado com compras anteriores de outros títulos; e o investidor financiou as compras com o produto de vendas simultâneas em outros títulos. Do registo de comunicações resultou a realização de chamadas telefónicas para o estrangeiro, nomeadamente para instituição financeira envolvida na preparação da OPA, nos instantes anteriores à transmissão de ordens de compra. À data dos factos o investidor era administrador de um intermediário financeiro; tendo também relações de proximidade, profissionais e pessoais, com uma das entidades e com pessoas envolvidas na preparação da OPA.

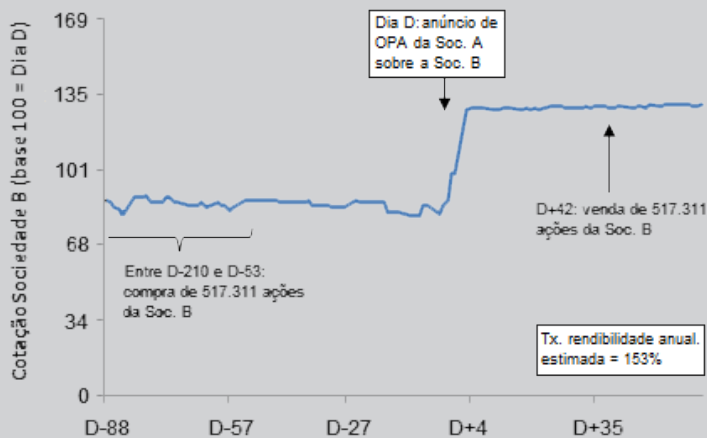
Após inquérito o MP deduziu acusação encontrando-se o processo em fase de instrução.



### Caso C

Nos meses prévios à divulgação de anúncio de OPA um investidor adquiriu uma quantidade muito elevada de ações da sociedade visada (cerca de uma quinta parte das ações transacionadas em mercado em determinado período, tendo no final desse período aumentado em 250% a quantidade detida em carteira). Na véspera da publicação do anúncio preliminar ocorreu também uma alteração na conta utilizada para a realização das operações: saiu da mesma uma cotitular. Na sua qualidade de profissional liberal, o investidor mantinha relação de prestação de serviços à sociedade visada desde há vários anos. O avultado montante investido (mais de meio milhão de euros) foi financiado por dinheiro proveniente da conta de uma sociedade integrante do Grupo à data detentor de participação qualificada na sociedade visada, em parte, e, na parte remanescente, por descoberto em conta bancária mantido por diversos meses. A totalidade das ações foi vendida no mesmo dia, antes da conclusão da OPA e ligeiramente abaixo da contrapartida oferecida na OPA. O produto da venda serviu, em parte, para devolver à referida sociedade integrada no Grupo detentor de participação qualificada tendo a parte sobrança (cerca de 150.000 euros) sido objeto de levantamento em numerário.

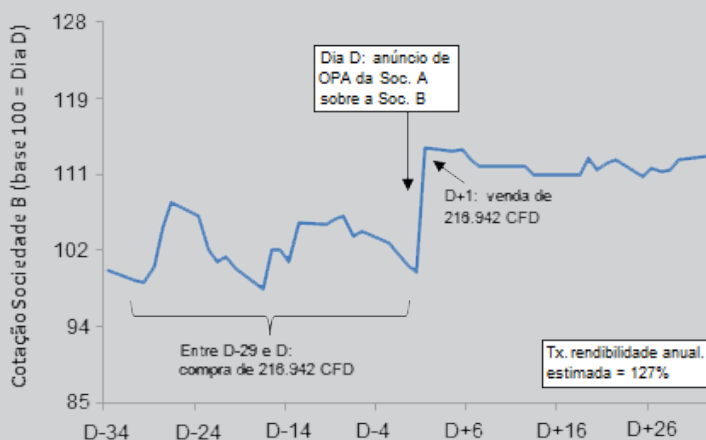
Foi já deduzida acusação pelo MP que envolveu, além do investidor titular da conta onde foram realizadas as transações, um administrador da dita sociedade integrada no Grupo detentor de participação qualificada na sociedade visada.



### Caso D

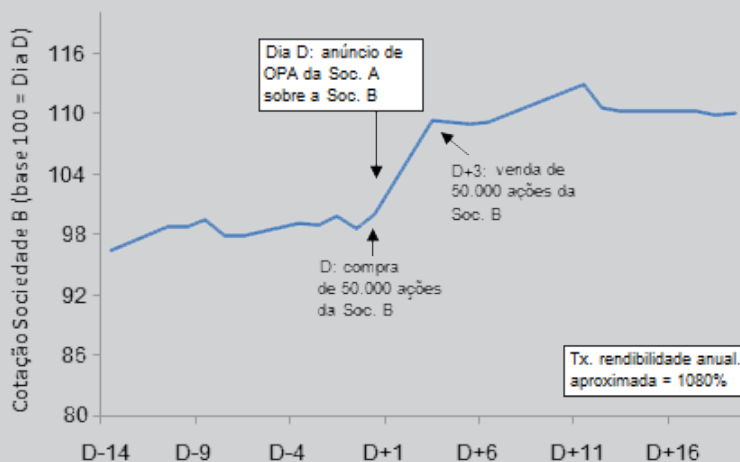
Neste caso relacionado com a divulgação de um anúncio de OPA, o investidor realizou um conjunto de transações em instrumentos financeiros derivados. Com efeito, no mês anterior à publicação do anúncio preliminar de OPA, o investidor comprou e vendeu CFDs que tinham como subjacente as ações da sociedade visada, tendo durante o período constituído e reforçado uma posição longa de cerca de 217 000 CFDs. Todas as transações foram ordenadas a intermediário financeiro estrangeiro, efetuadas fora de mercado, em transações realizadas contra a carteira do *market maker* internacional especializado na negociação deste tipo de instrumento financeiro. Logo após a divulgação do anúncio preliminar o investidor aproveitou a subida acentuada de cotação das ações da sociedade visada, imediatamente refletida nos preços dos CFDs, para encerrar a totalidade das posições longas, assim obtendo mais-valias relevantes. O investidor tinha larga experiência em transações sobre instrumentos financeiros: desde logo porque era, à data dos factos, administrador de intermediário financeiro nacional. Analisado o seu perfil histórico de investimento (para um período próximo de três anos) verificou-se que nunca antes tinha realizado operações em CFDs sobre ações da sociedade visada – e só muito esporadicamente em CFDs sobre ações; constatou-se também que transacionava habitualmente apenas em CFDs sobre divisas e sobre índices; também que só pontualmente costumava deixar posições em aberto no final do dia assumindo um claro perfil de *day-trader* em claro contraste com a estratégia de investimento seguida nos CFDs sobre ações da sociedade visada.

Este caso encontra-se em fase de inquérito criminal, a cargo do Ministério Público. Antes dele tinha já sido objeto de participação um outro envolvendo também a negociação de CFDs.



### Caso E

Na véspera da publicação de anúncio preliminar de OPA um investidor, à data dos factos administrador de sociedade aberta cotada (não envolvida na OPA), comprou ações da sociedade visada. Fê-lo através de conta *on-line* em intermediário financeiro nacional. Vendeu as ações na sessão seguinte com apreciável mais-valia. Analisado o seu perfil histórico de investimento verificou-se que nunca antes (em quase três anos) havia transacionado ações da sociedade visada; constatou-se igualmente que não apresentava quaisquer movimentos relevantes ou frequentes em ações ou instrumentos financeiros.



## II. Indícios de manipulação do mercado

### Caso A

Um investidor qualificado, intermediário financeiro especializado na gestão de ativos, efetuou ao longo de todo um ano operações de compra, normalmente de pequenas quantidades, de uma determinada ação com um nível de liquidez intermédio, com especial incidência nos leilões de fecho, sobretudo nos últimos instantes destes leilões. Estas operações provocaram sistemática e reiteradamente impactos positivos na cotação das referidas ações. As compras foram realizadas para as carteiras de fundos de investimento de terceira entidade que o intermediário financeiro geria por contrato. Os referidos fundos de investimento detinham participação qualificada na entidade emitente das ações, participação que registava no início do ano menos-valia muito significativa de cerca de 50% em relação ao preço médio de aquisição. A participação aproximava-se dos limites máximos legais de exposição por emitente permitidos aos fundos de investimento. Os fundos de investimento da concorrência detinham no emitente em causa participações sem relevo que foram diminuindo ao longo do ano.

A CMVM concluiu existirem indícios fortes de as compras terem sido efetuadas com o intuito de sustentação e subida de preço, nomeadamente de sustentação do preço de fecho (tipologia de manipulação internacionalmente conhecida como *marking the close*). Participou o caso ao Ministério Público, envolvendo não apenas os dois indivíduos responsáveis pelas decisões das compras e pela transmissão das ordens como também o indivíduo que recebeu e executou quase sempre as ordens no intermediário financeiro executante das operações.

A atuação do investidor teve um efeito positivo na cotação em quase todas as sessões em que transacionou ao longo do ano (em cerca de 96% das sessões); tratando-se de um investidor profissional e especializado na gestão de ativos, a gerir ativos de outro investidor qualificado de dimensão significativa, comprou, também quase sempre (84%) acima dos preços médios da sessão (em piores condições do que a generalidade dos demais investidores, incluindo de retalho); a globalidade das compras por si realizadas provocaram uma variação média na cotação das ações próxima de 1%; e uma variação média de cerca de 2% nos leilões de fecho em que interveio; nas sessões em que comprou no leilão o preço de fecho nunca desceu, foi quase sempre (87%) superior ao preço médio da sessão e, também maioritariamente (61%), correspondeu ao preço máximo da sessão.

Da análise da CMVM e de um conjunto de registos fonográficos das ordens de compra resultaram, na perspetiva da CMVM, por exemplo: instruções para que ofertas de compra fossem inseridas nos segundos finais do leilão de fecho; instruções para compra de pequenas quantidades de ações; definição do preço de compra em função do preço de fecho que o investidor pretendia alcançar



(como se documentou com os registos fonográficos: *“queres pôr Z para fazer Y €, não é ? Sim, sim ... Pronto, fechou a Y €”*); compras de ações no leilão de fecho, nomeadamente de pequenas quantidades que poderiam ter sido adquiridas sem dificuldade durante a sessão e que, nessa fase, teriam sido compradas a melhor preço (mais baixo).

O Ministério Público deduziu acusação, foi requerida a abertura de instrução no termo da qual foi proferido despacho de não pronúncia do qual o Ministério Público interpôs recurso. O despacho de não pronúncia considerou que se encontravam indiciados os factos constantes da acusação; considerou no entanto que, de acordo com as testemunhas dos arguidos, os factos são habitualmente levados a cabo pela generalidade dos intervenientes no mercado; e também que as transações foram reais e não fictícias.

### Caso B

Um investidor qualificado (intermediário financeiro) realizou operações de compra de ações, de baixa liquidez, ao longo de um ano, com especial enfoque nos segundos finais dos leilões de fecho das sessões em quantidade expressiva, a que acresceram compras por norma de pequenas quantidades durante a negociação em contínuo. Além dessas operações, o investidor realizou ainda negócios fictícios – imputados quer na compra, quer na venda, à carteira do mesmo fundo de investimento –, os quais tiveram impacto positivo na cotação das referidas ações. As operações foram realizadas para carteiras de fundos de investimento, que no início desse ano, detinham uma posição longa nas referidas ações, e que registava uma menos-valia potencial.

Da análise efetuada pela CMVM, incluindo de um conjunto significativo de registos fonográficos, concluiu-se, não obstante, que a intenção efetiva da sociedade gestora foi a de alienar as ações, que o padrão de atuação da sociedade gestora provocou um impacto no sentido da sustentação e valorização das ações, tendo para o efeito realizado até negócios de quantidade reduzida apenas para “marcar” preço, negócios fictícios (alguns intencionais) e efetuado negócios com o propósito de marcação do preço de fecho da sessão (como se documentou, por exemplo, com os registos fonográficos: *“vai dando um toquezinho no X (...), não deixes isto estar assim a cair muito, está bem?! ”*). Essa sustentação e valorização das ações teria como objetivo permitir a alienação das ações a preços mais elevados, ainda que inferiores ao preço médio das ações na carteira dos fundos, de molde a limitar as perdas.

O investidor teve intervenção no fecho em 145 das 256 sessões realizadas em 2008, sendo que o total de ações adquirido pelo investidor no fecho representou mais de 50% do total adquirido no período. Na maioria dessas sessões, a sociedade gestora foi o único comprador no fecho. Para tal transmitiu ordens de

compra, ao intermediário financeiro responsável pela execução, de quantidades expressivas de ações a preços, por regra, acima do último preço verificado na negociação em contínuo, com solicitação nalgumas sessões de simulação do preço de fecho em face da quantidade associada à oferta inserida.

Com a sua atuação o investidor foi aumentando o peso da participação das ações nos fundos sob gestão, pelo que a valorização artificial provocada nas ações – a sociedade gestora teve intervenção do lado da compra em mais de 2.000 negócios, sendo que em mais de um terço desses negócios a sua atuação teve um impacto positivo na cotação das ações –, permitiu beneficiar os fundos de investimento geridos face à concorrência.

A CMVM concluiu existirem indícios fortes de manipulação de mercado, com o intuito de sustentação e valorização das ações, nomeadamente de sustentação do preço de fecho (*marking the close*), pelo que participou o caso ao Ministério Público, envolvendo os dois indivíduos responsáveis pelas decisões de investimento, o indivíduo responsável pela transmissão das decisões de negociar e dois indivíduos, colaboradores do intermediário financeiro executante, que receberam e executaram quase todas as decisões de negociar da sociedade gestora. O processo encontra-se em fase de inquérito.

### **Caso C**

Um investidor detentor de participação qualificada, na sequência de compras de ações que tinha feito e de um forte aumento da cotação (cerca de 30% numa semana), prestou declarações públicas à comunicação social informando que estava a reforçar a participação qualificada pretendendo duplicá-la. Antes da divulgação das notícias, o investidor adquiriu um lote de ações, o qual foi alienado, após a divulgação das notícias, tendo o investidor posteriormente começado a vender as ações adquiridas. Em outra ocasião em que desinveste o investidor volta a prestar declarações públicas dando a entender ser um acionista de longo prazo. Este tipo de atuações em que um investidor divulga informação positiva falsa com o intuito de fazer subir a cotação para vender de seguida é um dos exemplos de práticas manipuladoras (tipologias) dado pela CMVM e pela ESMA. É habitualmente designado por compra seguida de disseminação de informação falsa e de venda ou, na terminologia internacional por *pump and dump*.

O Ministério Público deduziu acusação; o arguido requereu abertura da instrução; na sequência da instrução foi proferido despacho de pronúncia. O processo encontra-se em fase de julgamento.

### **Caso D**

Dois autores publicamente conhecidos divulgaram um artigo num *blog* de um prestigiado meio de comunicação social internacional, com informação negativa,

diretamente relacionada com a dívida pública portuguesa, suscetível de influenciar o comportamento dos investidores e com potencial efeito sistémico em mercados de dívida de outros países. Um dos autores tinha conflitos de interesses, cuja existência não foi revelada, atendendo a que era acionista e administrador de uma sociedade, a qual tinha interesses económicos na desvalorização da dívida pública portuguesa.

Esses interesses económicos resultavam do facto de ter sido constituída, por sociedade relacionada, e seguindo o aconselhamento da sociedade da qual um dos autores do artigo era acionista e administrador, uma posição curta em Obrigações do Tesouro, a qual registava uma menos-valia potencial considerável antes da divulgação do artigo. Essa posição curta geraria mais-valias caso se verificasse a desvalorização da dívida (*i.e.* subida das *yields*) pública portuguesa. Imediatamente após a divulgação do artigo, a posição curta começou a ser revertida, possibilitando a obtenção de uma mais-valia considerável.

Este tipo de atuação em que é divulgada informação de natureza negativa, após ter sido constituída uma posição curta, com o intuito de fazer descer a cotação (ou neste caso, subir as *yields*) e o interesse dos demais investidores e permitir a reversão da posição detida com mais-valia, é um dos exemplos das tipologias clássicas de manipulação de mercado, conhecida como *trash and cash*.

Em face dos indícios de manipulação de mercado detetados, e atendendo à divulgação da informação incompleta idónea para alterar o regular funcionamento do mercado, a CMVM participou o caso ao Ministério Público, o qual se encontra em fase de inquérito.

### Caso E

Um investidor sofisticado estrangeiro, que dispunha de acesso direto ao mercado (DMA) disponibilizado por um membro de mercado estrangeiro, efetuou transações fictícias (as designadas *wash-trades*), atuando simultaneamente na compra e na venda. As transações fictícias incidiram sobre ações de emitente que integrava o índice acionista nacional de referência (PSI 20). Durante todo um trimestre apresentaram frequência significativa e tiveram normalmente por objeto grandes quantidades de ações. No seu total apresentaram um peso relevante no mercado nesse período, afetando também artificialmente a liquidez do título. No trimestre, as transações fictícias representaram cerca de 12% da quantidade total transacionada no período (e mais de 40% do total transacionado pelo investidor) e ocorreram em mais de 80% das sessões realizadas no período.

O caso foi participado ao Ministério Público encontrando-se em fase de inquérito. Antes da participação, a CMVM teve que adotar medidas de supervisão do mercado e do membro do mercado para pôr termo à conduta ilícita.

## G. A experiência judicial em crimes contra o mercado

1. Desde 1997 e até final do primeiro semestre de 2014, a CMVM enviou às autoridades judiciais 59 participações relativas a crimes contra o mercado: 34 por abuso de informação e 25 por manipulação de mercado. Desses 59 casos, encontram-se definitivamente resolvidos 29, tendo dado origem a oito decisões condenatórias transitadas, conforme retratado no quadro 32.

**QUADRO 32 – Decisões finais sobre as participações criminais efetuadas pela CMVM por abuso de informação e manipulação de mercado**

Participados	Tipo	Arquivamento em inquérito	Decisões Absolutórias ou Declarações de Participação (Transitadas)	Decisões Condenatórias (Transitadas)	Total
34	Abuso de Informação	9	2	6	17
25	Manipulação de Mercado	8	2	2	12
<b>59</b>	<b>Total</b>	<b>17</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>29</b>

2. As restantes 30 participações por crimes contra o mercado deram origem a processos ainda em curso e que se encontram nas fases des-  
criminadas no quadro 33.

**QUADRO 33 – Situação dos processos pendentes com origem em participações criminais da CMVM por abuso de informação e manipulação de mercado**

Crime	Em fase de inquérito	Suspensão provisória em inquérito	Acusação	Instução	Suspensão provisória em Instrução	Julgamento	Condenação na Primeira Instância	Total
Abuso de Informação	9	1	0	1	3	2	0	16
Manipulação de Mercado	6	1	1	1	2	2	1	14
<b>Total</b>	<b>15</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>30</b>

3. As 59 participações criminais apresentadas pela CMVM deram lugar a 17 julgamentos por crimes contra o mercado (quatro deles em curso), sendo 10 por abuso de informação privilegiada e sete por manipulação do mercado. Entretanto o Tribunal da Relação de Lisboa proferiu acórdão a revogar o despacho de não pronúncia mandando proferir despacho de pronúncia, ordenando assim que o processo seja submetido a julgamento. Antes destes casos tinha havido apenas um

julgamento por abuso de informação privilegiada, na vigência do código antigo, que terminou com a absolvição do arguido.

Dos oito casos de abuso de informação privilegiada já julgados, seis terminaram com condenação dos arguidos e dois com declarações de prescrição, ambas no Tribunal da Relação de Lisboa, na fase de recurso, tendo sido a prescrição declarada num caso no tribunal de primeira instância, depois de o processo ter baixado. Não houve, até agora, nenhuma absolvição que tenha transitado em julgado após decisão do Tribunal da Relação de Lisboa: num dos dois casos de prescrição chegou a ser proferida uma decisão condenatória pelo tribunal superior. Todas as seis condenações já transitaram em julgado, tendo sido executadas.

As duas absolvições nos processos entretanto prescritos (por alegadas dúvidas quanto a alguns factos) foram objeto de recursos interpostos pelo Ministério Público. Num dos casos o Tribunal da Relação de Lisboa não decidiu o recurso nem praticou nenhum ato entre 2006 e 2014, data em que foi declarado prescrito o procedimento criminal. No outro recurso foi declarado extinto o procedimento criminal mas depois de o Tribunal da Relação de Lisboa, num primeiro acórdão, ter julgado procedente o recurso, proferido decisão condenatória e mandado o processo baixar à primeira instância para determinação das penas incluindo penas acessórias, se fosse caso disso. Um segundo acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, que decidiu do recurso interposto pelos arguidos da segunda sentença da primeira instância que os havia condenado e determinado as penas aplicáveis, considerou que se havia formado caso julgado formal no processo quanto à condenação dos três arguidos pela prática de crimes de abuso de informação. Quando o acórdão chegou à primeira instância para ser cumprida uma formalidade respeitante à condenação dos arguidos nas penas acessórias de inibição de exercício de atividade profissional, o tribunal de primeira instância declarou prescrito o procedimento criminal.

Os cinco casos de manipulação do mercado já julgados deram lugar a uma absolvição e quatro condenações. O Ministério Público interpôs recurso da sentença absolutória, alegando erros e nulidades. Todavia, o Tribunal da Relação de Lisboa negou provimento ao recurso. Três condenações (uma delas decidida pelo Tribunal da Relação de

Lisboa, em sede de recurso) tiveram destinos diferentes: duas transitaram em julgado e foram executadas; a outra, tendo recursos interpostos pela defesa pendentes no Tribunal da Relação de Lisboa, foi objeto de uma declaração de prescrição do procedimento criminal (em primeira instância, no âmbito de um recurso que baixou para execução) por terem sido ultrapassados os prazos máximos legalmente previstos (tinha, no caso, sido ultrapassado o prazo máximo de 10 anos e seis meses, a contar da data dos factos); a quarta condenação, decidida por acórdão da primeira instância, encontra-se pendente de recursos, interpostos pelas defesas e pelo Ministério Público. Entretanto, o Tribunal da Relação de Lisboa confirmou a decisão de primeira instância, designadamente quanto à condenação de três dos arguidos pela prática, em coautoria, de um crime de manipulação de mercado. O acórdão da Relação confirmou as penas aplicadas, incluindo as penas acessórias de interdição do exercício de profissão, pelo período de quatro anos.

A sujeição dos casos a julgamento tem um elevado valor no reforço das condições de prevenção geral dissuasora, pois neutraliza o possível sentimento de impunidade que se poderia consolidar no sistema financeiro se tal não acontecesse.

Nos últimos cinco anos tem-se assistido a um número crescente de casos em que os processos são suspensos provisoriamente (seis casos no total, três dos quais de manipulação), quase sempre na fase de instrução, após ter sido deduzida acusação pelo Ministério Público. De acordo com o regime estabelecido no artigo 281º do Código de Processo Penal, os arguidos tiveram em todos os casos que entregar quantias monetárias a instituições de solidariedade social, em montante sempre superior ao valor da mais-valia ilicitamente obtida (*v.g.* o dobro desse valor). Nas mencionadas situações de suspensão provisória do processo, decididas em casos em que os arguidos são, à exceção de um caso, investidores sofisticados (*v.g.* ex-administradores de instituições financeiras e, ou, de sociedades cotadas) podem ser também estabelecidas injunções de inibição temporária de exercício de atividade profissional.

A aplicação coerente de sanções nos diferentes Estados-Membros da UE constitui um elemento essencial para a credibilidade do sistema de supervisão europeu, essencial para manter a integridade e o funcionamento eficiente dos mercados financeiros. Na primeira avalia-

ção, realizada em 2007, às competências conferidas às autoridades de supervisão nacionais em matéria de abuso de mercado, o *Committee of European Securities Regulators* (CESR) identificou a existência de diferenças significativas quanto às sanções (designadamente pecuniárias) aplicáveis em casos de infrações de abuso de mercado.

Consequentemente, em 20 de janeiro de 2012, a ESMA elaborou um relatório (ESMA/2011/RP/39) sobre a aplicação efetiva de poderes sancionatórios nos diferentes Estados-Membros da UE em situações de abuso de mercado. Aquele estudo focou-se essencialmente na utilização efetiva das sanções relativas aos dois principais crimes, abuso de informação privilegiada e manipulação de mercado, com base na Diretiva de Abuso de Mercado (Diretiva 2003/6/CE, adiante designada MAD)<sup>33</sup>.

Uma vez que o foco principal daquela análise era a utilização dos poderes sancionatórios, foram reunidas informações relativas à aplicação de sanções administrativas e, tanto quanto possível, penais. Aquela informação foi obtida através de um questionário (enviado às autoridades de supervisão nacionais) solicitando dados para o período correspondente aos três anos anteriores (ou seja, 2008, 2009 e 2010).

Antes de nos focarmos nas sanções conhecidas no ordenamento jurídico português, importa referir o *settlement* enquanto parte de um enquadramento mais genérico das sanções efetivamente aplicadas, uma vez que alguns Estados-Membros consideram este mecanismo enquanto instrumento eficiente e eficaz para tratar situações de abuso de mercado. Nos Estados-Membros onde o *settlement* é aplicável, o próprio conceito e regime deste instrumento apresenta variações consideráveis dependendo de cada Estado-Membro (*e.g.*, nalguns Estados-Membros, as decisões alcançadas no âmbito do *settlement* podem ser sujeitas a recurso – administrativo ou judicial – enquanto noutros, uma das consequências da conclusão do processo através do *settlement* é a preclusão do direito de recorrer daquela decisão).

<sup>33</sup> Aquela análise incluiu outros temas, como os recursos humanos afetos pelas autoridades de supervisão nacionais à investigação e sanção de infrações de abuso de mercado, a articulação entre procedimentos sancionatórios administrativos (contraordenacionais) e criminais, mecanismos de *settlement*, informação sobre investidores lesados, prazos de aplicação de sanções, recursos de decisões, publicação de decisões e execução das sanções.

Destaca-se que, no espectro europeu, enquanto instrumento de solução de casos de abuso de mercado, o *settlement* é um instituto aplicável em sete Estados-Membros (BE, CY, DE, HU, IE, IS, UK), sendo que em dois desses Estados-Membros (DE, UK) o *settlement* é considerado uma decisão sancionatória (de natureza administrativa).

De entre aqueles sete Estados-Membros nos quais o *settlement* é aplicável a casos de abuso de mercado, entre 2008 e 2010, foram três os Estados-Membros (BE, DE, UK) em que o *settlement* foi efetivamente aplicado. Destes, e para o período considerado, dois Estados-Membros aplicaram o *settlement* em menos de cinco casos de abuso de mercado (BE, DE), enquanto no terceiro Estado-Membro (UK) 23 casos de abuso de mercado foram concluídos com recurso ao *settlement* entre 2008 e 2010.

A maioria das decisões obtidas através de *settlement*, mas não todas, determinou o pagamento de sanções pecuniárias (coimas) até 1.101.498 euros.

No que respeita às **sanções administrativas efetivamente aplicadas** nos Estados-Membros em situações de abuso de mercado, o relatório destaca que, entre 2008 e 2010, foram efetivamente aplicadas sanções administrativas em 24 Estados-Membros, tendo sido apenas três os Estados-Membros (IE, LU, SK) que não aplicaram qualquer sanção administrativa em situações de abuso de mercado no período compreendido entre 2008 e 2010<sup>34</sup>.

<sup>34</sup> A Irlanda (IE) justificou que a não aplicação de sanções deveu-se à dificuldade em obter evidências suficientes, com valor probatório, por forma a instruir processos de abuso de informação ou de manipulação de mercado. Este é, particularmente, o caso da manipulação de mercado, em que o banco central teria de provar a ligação causal entre o eventual comportamento manipulatório e a respetiva influência no preço das ações.

Já o Luxemburgo (LU) apenas introduziu a possibilidade de aplicação de coimas por abuso de informação e manipulação de mercado quando alterou, em 26 de julho de 2010, a legislação relativa ao abuso de mercado. Uma vez que as novas regras apenas são aplicáveis a atos que tenham ocorrido após a entrada em vigor daquela alteração, não foram aplicadas coimas pela CSSF durante o período considerado no relatório (2008 a 2010).

Por último, a Eslováquia (SK) instaurou um processo que terminou na absolvição do arguido. Adicionalmente, a Eslováquia considerou que a falta de casos de abuso de mercado fica a dever-se à reduzida dimensão do seu mercado.



No período entre 2008 e 2010, o número de Estados-Membros que aplicou sanções administrativas a pessoas singulares em situações de abuso de mercado foi ligeiramente superior ao número de Estados-Membros em que foram aplicadas sanções a pessoas coletivas.

No que respeita ao abuso de informação:

- em 2008, foram aplicadas sanções a pessoas singulares em 12 Estados-Membros (BE, BG, CY, EL, ES, FR, HU, IT, LT, NL, PL, UK) e a pessoas coletivas em três Estados-Membros (EL, FR, IT)
- em 2009, foram aplicadas sanções a pessoas singulares em 12 Estados-Membros (BG, CZ, EE, EL, ES, FR, IT, LT, MT, PL, PT, UK) e a pessoas coletivas em cinco Estados-Membros (ES, FR, IT, LT, PT)
- em 2010, foram aplicadas sanções a pessoas singulares em nove Estados-Membros (BE, CY, EL, ES, FR, HU, IT, LT, UK) e a pessoas coletivas em quatro Estados-Membros (EL, ES, IT, PL)

Já no que respeita à manipulação de mercado:

- em 2008, foram aplicadas sanções a pessoas singulares em nove Estados-Membros (AT, BG, CY, DE, EL, FR, LT, PT, UK) e a pessoas coletivas em seis Estados-Membros (BG, EL, FR, HU, LT, PT)
- em 2009, foram aplicadas sanções a pessoas singulares em 12 Estados-Membros (AT, BG, CY, DE, EE, EL, FR, IT, LT, PL, PT, UK) e a pessoas coletivas em nove Estados-Membros (CY, CZ, EE, EL, FR, HU, IT, LT, PT)
- em 2010, foram aplicadas sanções a pessoas singulares em 16 Estados-Membros (AT, BE, BG, CY, DE, EE, EL, FR, HU, IT, NL, PL, PT, RO, SI, UK) e a pessoas coletivas em nove Estados-Membros (BG, CY, CZ, EE, EL, FR, HU, NL, UK)

No que respeita ao montante das coimas efetivamente aplicadas nos diversos Estados-Membros entre 2008 e 2010, as menores coimas aplicadas a pessoas singulares foram 64 euros (EE), por abuso de informação, e 100 euros (FR), por manipulação de mercado. Já no que concerne a pessoas coletivas, as coimas mais reduzidas foram 2.545 euros (PL), por abuso de informação, e 575 euros (EE), por manipulação de mercado.

No período considerado, a maior coima aplicada a uma pessoa singular por abuso de informação foi 6.000.000 (CY) e por manipulação de mercado foi 1.500.000 euros (FR). Relativamente a pessoas coletivas, a coima mais elevada aplicada por abuso de informação foi 1.800.000 euros (IT) e por manipulação de mercado foi 5.000.000 euros (PT).

No referido período, houve oito Estados-Membros (CY, HU, ES, FR, EL, IT, PT, UK) nos quais foi aplicada, pelo menos, uma sanção superior a 1.000.000 euros, na sua maioria aplicada a pessoas singulares por abuso de informação.

No que respeita aos elementos considerados pelas autoridades de supervisão nacionais para a determinação do montante da coima, nove elementos são comuns à maioria dos Estados-Membros: a gravidade da infração, o benefício económico obtido, o grau de cooperação, a dimensão e/ou a situação financeira do arguido, a duração da infração, o impacto no mercado e nos investidores, o grau de culpa e o nível de responsabilidade/experiência. Foram ainda identificados três elementos menos utilizados pelas autoridades de supervisão: a medida da reparação dos prejuízos causados, os prejuízos provocados aos lesados e os antecedentes contraordenacionais.

Entre 2008 e 2010 foram ainda aplicadas sanções administrativas não pecuniárias em 10 Estados-Membros (CY, FI, FR, IT, LT, LV, PL, PT, SI, UK), sendo muito variadas as sanções aplicadas. As sanções administrativas não pecuniárias aplicadas com maior frequência foram a advertência (CY, PT), a admoestação de pessoas singulares (FI, FR, SI), a interdição temporária do exercício de profissão (IT, PT) e a revogação de autorização para o exercício de atividade (LT, SI).

No que respeita à prova, na ausência de prova direta da prática da infração de abuso de mercado, em 23 Estados-Membros (AT, BE, CY, CZ, DE, EE, EL, ES, FR, HU, IE, IS, IT, LT, LU, LV, MT, NL, NO, PT, RO, SI, UK) é possível usar indícios (sérios, específicos e coerentes) para provar a prática da infração de abuso de mercado. Apenas num Estado-Membro (PL) não é possível recorrer a prova indireta ou indiciária.

Em 24 Estados-Membros (AT, BE, BG, CY, CZ, DE, EL, ES, FI, FR, HU, IS, IT, LT, LU, LV, MT, NL, NO, PL, PT, RO, SI, UK) o dolo não é um requisito essencial para a responsabilização contraordenacional pela

prática da infração. Apenas num Estado-Membro (EE) as contraordenações de abuso de mercado apenas são imputáveis a título doloso.

No que respeita à informação relativa às **sanções penais efetivamente aplicadas**, a mesma encontra-se limitada pelos dados que se encontram acessíveis às autoridades de supervisão nacionais referentes às decisões judiciais de primeira instância em processos-crime de abuso de mercado, existindo necessidade de organizar a informação disponível tendo em consideração a entidade competente para a instrução do processo-crime.

Assim, no que respeita ao período compreendido entre 2008 e 2010, foram proferidas decisões judiciais em seis Estados-Membros (DK, EE, EL, IS, NL, NO) relativas a processos-crime abertos e instruídos (desde o início) pelas autoridades judiciárias competentes. A maioria destas decisões judiciais respeitou a processos-crime em que os arguidos eram pessoas singulares.

Já nos quatro Estados-Membros (EL, IE, PL, UK) nos quais a respetiva autoridade de supervisão nacional tem competências para instruir e acusar, perante tribunal judicial, em processos-crime de abuso de mercado, entre 2008 e 2010, foram deduzidas acusações em processos-crime de abuso de mercado em três desses Estados-Membros (EL, PL, UK). Em resultado dessas acusações deduzidas pela respetiva autoridade de supervisão nacional, durante o período considerado, nove pessoas singulares foram condenadas por abuso de informação e seis pessoas singulares foram condenadas por manipulação de mercado. Naquele período, em resultado de acusações deduzidas pelas autoridades de supervisão nacionais em processos-crime por abuso de mercado, não foi condenada nenhuma pessoa coletiva.

Por último, nos 19 Estados-Membros nos quais a autoridade de supervisão nacional desenvolve averiguações preliminares e participa à autoridade judiciária competente a notícia de um crime de abuso de mercado<sup>35</sup> para a instauração de processo-crime, entre 2008 e 2010,

<sup>35</sup> Podendo distinguir-se os Estados-Membros nos quais a autoridade de supervisão nacional participa os indícios da prática de qualquer, ou de apenas alguns, crimes de abuso de mercado. Também a natureza e as condições para o envio de participações da notícia de um crime de abuso de mercado, assim como a extensão dos poderes de investigação das autoridades de supervisão nacionais, depende da legislação nacional de cada Estado-Membro.

foram efetuadas participações à autoridade judicial competente em 15 Estados-Membros (AT, BE, DE, DK, EE, EL, FR, IT, LV, NL, NO, PL, PT, SE, SI), não tendo sido efetuada, durante aquele período, qualquer participação da prática de crimes de abuso de mercado em quatro Estados-Membros (IE, MT, SK, UK).

Nos Estados-Membros nos quais as respetivas autoridades de supervisão tiveram acesso às decisões judiciais proferidas em processos-crime por abuso de mercado que tiveram origem em participações efetuadas pelas próprias autoridades de supervisão, foram 10 os Estados-Membros (DK, EE, EL, FI, FR, IS, NL, NO, PL, PT, IS) nos quais foram condenadas pessoas singulares e/ou coletivas pela prática de crimes de abuso de mercado, entre 2008 e 2010.

No que respeita às **multas** efetivamente aplicadas, em três Estados-Membros (DE, FI, NL) houve condenações ao pagamento de multas por crimes de abuso de mercado em todos os anos do período considerado, em seis Estados-Membros (DK, FR, NO, PT, PL, UK) houve condenações ao pagamento de multas em pelo menos um dos anos do período considerado e, por fim, em seis Estados-Membros (AT, EE, IE, IS, LU, MT) não foi aplicada qualquer sanção de pagamento de multa entre 2008 e 2010 pela prática de crimes de abuso de mercado.

No período compreendido entre 2008 e 2010, o montante das multas efetivamente aplicadas variou, no que respeita ao crime de abuso de informação, entre 670 euros (DK) e 450.000 euros (FR), para pessoas singulares, e entre 50.000 euros (FI) e 60.000 euros (NL) para pessoas coletivas. No que respeita a condenações pela prática do crime de manipulação de mercado, as multas efetivamente aplicadas variaram entre 255 euros (PL) e 50.000 euros (FR), para pessoas singulares, não tendo qualquer pessoa coletiva sido condenada ao pagamento de multa pela prática do crime de manipulação de mercado durante aquele período.

No que respeita aos elementos considerados pela autoridade judicial para a determinação da medida da multa, em oito dos Estados-Membros nos quais foram efetivamente aplicadas penas de multa pela prática de crimes de abuso de mercado, sete elementos foram comuns à maioria dos Estados-Membros: a gravidade da infração, o montante do benefício económico obtido com a sua prática, a situação financeira e/ou a

dimensão do arguido, o impacto no mercado e nos investidores, o grau de culpa do agente e o nível de responsabilidade/experiência do autor da infração.

Por outro lado, no que respeita às penas de **prisão** aplicadas, em nove Estados-Membros (DE, DK, EL, FI, FR, IS, NO, PL, UK) houve condenações a penas de prisão por crimes de abuso de mercado em, pelo menos, um dos anos do período considerado. Mais concretamente, entre 2008 e 2010, pela prática do crime de abuso de informação, houve condenações ao cumprimento de penas de prisão em sete Estados-Membros (DE, DK, EL, FI, FR, NO, UK) e, pela prática do crime de manipulação de mercado, houve condenações em seis Estados-Membros (DK, IS, FR, DE, PL, EL).

Já no que concerne à duração das penas de prisão aplicadas, as penas de prisão pela prática do crime de abuso de informação variaram entre uma sanção mínima inferior a um ano e uma sanção máxima inferior a três anos, enquanto pela prática do crime de manipulação de mercado as penas de prisão variaram entre um mínimo inferior a um ano e um máximo inferior a três anos e nove meses.

Nos nove Estados-Membros (DE, DK, EL, FI, FR, IS, NO, PL, UK) nos quais foram aplicadas penas de prisão pela prática de crimes de abuso de mercado, os elementos mais relevados pela autoridade judicial para a determinação da pena de prisão foram: a gravidade da infração, o montante do benefício económico obtido com a prática da infração, a colaboração demonstrada pelo arguido para a descoberta da verdade, o impacto no mercado e nos investidores, o montante dos prejuízos em que incorreram os investidores lesados, o grau de culpa do arguido, o carácter continuado da infração e o nível de responsabilidade/experiência do agente.

Para além da aplicação das penas de multa e de prisão, infrações por abuso de mercado foram também sancionadas em cinco Estados-Membros (DK, FI, PL, PT, SE) com outros tipos de sanções, como o serviço comunitário (DK), a proibição do exercício da atividade (FI), a realização de doações (PL), a suspensão da autorização para o exercício de atividade (PL), a inibição do exercício de atividade e a publicação da condenação num jornal económico (PT) e a suspensão parcial da pena combinada com o pagamento de multa (SE).

No que respeita à prova, na ausência de prova direta da prática do crime de abuso de mercado, em 23 Estados-Membros (AT, BE, CY, DE, DK, EE, EL, ES, FI, FR, HU, IE, IS, IT, LV, NL, NO, PL, PT, RO, SE, SI, UK) é possível usar indícios (sérios, específicos e coerentes) para provar a prática de crimes de abuso de mercado.

Em 16 Estados-Membros (AT, BE, CZ, EE, EL, FR, HU, IE, IT, LT, LU, PL, PT, RO, SI, SK) a prova da existência de dolo é um requisito essencial para o apuramento de responsabilidades penais pela prática de crimes de abuso de mercado<sup>36</sup>.

## CAIXA 11

### Casos de crimes contra o mercado sujeitos a julgamento

As autoridades judiciais devem comunicar à CMVM as decisões proferidas em processos por crimes contra o mercado (artigo 387º do CdVM quanto a todas as decisões e artigo 422º do CdVM quanto às sentenças e acórdãos). Desde março de 2006, a CMVM divulga no seu *site* as sentenças (condenatórias) e acórdãos (absolutórios ou condenatórios) proferidos após esta data pelos tribunais portugueses, em processos que tenham como objeto crimes contra o mercado e contraordenações muito graves, nos termos do citado artigo 422º do CdVM. O que significa que apenas alguns dos casos adiante referidos foram objeto de divulgação nestes termos.

Segue-se uma descrição sintética de cada um dos casos que chegaram a julgamento.

#### I. ABUSO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

##### **Caso 1: Aquisições de um administrador durante o processo de celebração dum negócio que iria dar origem ao lançamento de uma OPA obrigatória.**

O presidente de uma empresa cotada detinha um lote maioritário de ações. Uma outra empresa, igualmente cotada, iniciou contactos com ele, manifestando interesse em comprar esse lote maioritário, desde que conseguisse, através do lançamento de uma oferta pública subsequente, adquirir no mínimo 90% do capital da empresa visada. Os contactos e negociações prolongaram-se por vários meses, tornando-se o negócio viável a partir de certa altura, pois o presidente da empresa visada terá assegurado informalmente aos interessados que os demais acionistas

<sup>36</sup> Contudo, o conceito de dolo varia consoante o Estado-Membro.

venderiam as suas posições. O potencial oferente acordou pagar um preço que equivalia a mais do dobro do valor da cotação das ações nesse momento. Antes de o processo negocial descrito estar concluído, um administrador não executivo da empresa visada, parente próximo do presidente desta entidade, contraiu um empréstimo bancário para aquisição de ações (dessa empresa), que foram dadas como garantia do empréstimo. Vendeu depois na oferta pública o grande lote de ações que tinha adquirido, por um valor genericamente equivalente ao dobro do preço que havia pago.

O tribunal considerou, após julgamento realizado em 2003, que se tratava de um caso de abuso de informação privilegiada por um *insider* primário, que tinha obtido a informação em função do cargo que exercia e das relações familiares com o presidente da empresa visada, condenando-o na pena de 18 meses de prisão e 120 dias de multa (à taxa diária de 295 euros) e subsidiariamente (caso a multa não fosse paga) a 80 dias de prisão. A pena foi suspensa por um período de três anos, suspensão essa condicionada ao dever de entregar a três instituições de solidariedade social um valor global de 499.000 euros. O Tribunal da Relação de Lisboa confirmou a decisão em recuso, limitando-se a alterar a pena concreta de 18 para 16 meses de prisão. A decisão transitou em julgado e foi já executada.

#### **Caso 2: Aquisição de ações de uma sociedade visada por uma OPA por um administrador da empresa oferente.**

O presidente de uma empresa oferente numa OPA amigável, com relações profissionais com a entidade visada pela oferta, acompanhou o processo de montagem da operação, com intervenção direta em alguns documentos essenciais do processo. Antes de ser anunciada a operação, deu a um corretor ordens de compra sobre ações da empresa visada (uma entidade cotada) para a carteira de títulos de dois familiares seus. A OPA foi então anunciada contemplando um prémio de cerca de 29% em relação à cotação média anterior. Quando a cotação subiu o agente vendeu as ações anteriormente adquiridas, com uma mais-valia significativa.

O tribunal considerou, em 2004, que o arguido tinha usado informação privilegiada que havia adquirido profissionalmente, quer por estar ligado à entidade oferente, quer à entidade visada, condenando-o na pena de 180 dias de multa, à taxa diária de 350 euros, um total de 63.000 euros de multa. O Tribunal da Relação de Lisboa, em recurso, confirmou na íntegra a decisão recorrida (em 2006) e determinou, a pedido do Ministério Público, a perda adicional das vantagens do crime, no montante de 138.892 euros. Após a interposição de diversos recursos, para o Supremo Tribunal de Justiça e para o Tribunal Constitucional, que duraram mais dois anos, a decisão transitou em julgado e foi executada.

**Caso 3: Aquisição de ações de uma empresa que ia realizar uma fusão por incorporação.**

Uma sociedade cotada iniciou um projeto de fusão (por incorporação) com outra empresa cotada do mesmo sector. Antes de divulgar publicamente a operação, apresentou-a, com exigência expressa de sigilo, a um órgão consultivo para obter o seu acordo. Um acionista de referência com assento nesse órgão informou telefonicamente um colaborador da sua empresa informando-o sobre o projeto que iria ser anunciado em breve. Esse colaborador deu ordens de compra de ações de uma das empresas envolvidas, para a sua própria carteira e para a carteira de títulos da empresa dirigida pelo acionista de referência que tinha obtido a informação em primeira linha. Conseguiram adquirir lotes significativos de ações antes de a operação ser anunciada e o preço subir. Essas ações não só se valorizaram com o anúncio da operação, como poderiam ser trocadas por ações da outra empresa envolvida na fusão, com um acréscimo significativo de valor. O que veio a ser aproveitado por ambos os arguidos, tendo um mantido as ações em carteira enquanto o outro alienou as que havia adquirido.

O tribunal considerou (após julgamento realizado em 2004) que os agentes cometeram em coautoria o crime de abuso de informação privilegiada, condenando cada um na pena de 180 dias de multa à taxa diária de 300 euros (num total de 54.000 euros) e, além disso, pelas aquisições individuais que havia feito para a sua própria carteira, condenou ainda um dos arguidos como autor singular da prática de outro crime de abuso de informação privilegiada, na pena de 120 dias de multa (à taxa diária de 300 euros). Em cúmulo jurídico a pena deste último arguido ficou em 260 dias de multa, à taxa diária de 300 euros (um total de 78.000 euros). A defesa recorreu da decisão e o Ministério Público interpôs recurso autónomo requerendo que fosse ainda decretada a perda a favor do Estado das vantagens patrimoniais obtidas com a prática do crime.

O Tribunal da Relação de Lisboa (em 2005) negou razão à defesa e deu razão ao Ministério Público, decretando a perda das vantagens económicas do crime, nos montantes de 18.285 euros e 16.370 euros. A defesa recorreu para o Tribunal Constitucional, que em 2006 lhe negou razão em todos os pontos do recurso. A decisão transitou em julgado e o processo baixou para execução.

**Caso 4: Aquisição de ações de uma sociedade que seria visada por uma OPA por um administrador da oferente, para a carteira desta.**

Uma empresa preparou uma operação que se traduzia em comprar um grande lote de ações de uma sociedade cotada (mais de 44% do seu capital), que estava na carteira de uma *holding* do grupo da sociedade visada, lançando em seguida uma OPA sobre o restante capital ao preço que pagaria pelo grande lote. A proposta foi formalizada junto da *holding* detentora do grande lote e a execução da



operação foi confiada, com um amplo mandato, a um diretor geral da oferente, com responsabilidade na área da execução de projetos de investimento bolsista, que acompanhou todo o empreendimento desde o início. O diretor geral da oferente optou por adquirir o grande lote em bolsa através dum encontro. Mas, para o efeito, deu uma ordem telefónica superior ao volume do grande lote, sabendo que dessa forma iria adquirir todas as demais ações que estavam a ser oferecidas a preço inferior ao do grande lote. O que efetivamente veio a acontecer: foi adquirido não só o grande lote, como também mais de 350.000 ações de outros investidores, o que se traduziu num ganho para a oferente que não teve de comprar essas ações ao preço a que depois lançou a OPA.

Após julgamento realizado em 2005, o tribunal considerou que a decisão e execução da operação nestes termos implicavam necessariamente a aquisição de ações com informação privilegiada e condenou o arguido na pena de 170 dias de multa, à taxa diária de 250 euros (num total de 42.500 euros). A defesa recorreu para a Relação que lhe negou razão, confirmando a sentença recorrida, em 2006. A defesa recorreu novamente para o Tribunal Constitucional que (ainda em 2006) considerou o recurso improcedente. A sentença transitou em julgado e já foi executada.

#### **Caso 5: Aquisição de ações de uma sociedade cotada antes do anúncio de lançamento de uma OPA.**

Uma sociedade preparou e lançou uma OPA amigável sobre uma empresa cotada, tendo o apoio de um banco de investimento como consultor do projeto. O Ministério Público acusou e, depois de realizada a instrução, o Tribunal de Instrução Criminal pronunciou dois arguidos por, indiciariamente, terem adquirido antes do anúncio de lançamento da OPA ações da entidade visada através de duas empresas *off-shore*. De acordo com a acusação e a pronúncia estas sociedades *off-shore* pertenciam a um parente de um administrador do banco de investimento que assessorou a preparação da operação que, por seu turno, seria alegadamente a fonte primária da informação privilegiada. As ações adquiridas foram vendidas após o anúncio da OPA gerando mais-valias.

Realizado o julgamento, em 2006, o tribunal, apesar de expressar na sentença “sérias suspeitas” sobre a forma como as coisas aconteceram, absolveu os arguidos invocando uma dúvida razoável. O Ministério Público recorreu desta sentença para o Tribunal da Relação de Lisboa em 2006, alegando erros e nulidades na fundamentação da decisão. Aquele tribunal não decidiu o recurso nem praticou qualquer ato tendo informado a CMVM, a pedido desta, que em abril de 2012 tinha sido proferido acórdão a julgar extinto, por prescrição, o procedimento criminal.

**Caso 6: Aquisição de um lote de ações antes do lançamento de uma OPA com tratamento diferenciado dos acionistas.**

O Ministério Público acusou e, depois de realizada a instrução, o Tribunal de Instrução Criminal pronunciou dois arguidos, administradores de uma sociedade cotada, por indiciariamente terem adquirido a um administrador de uma sociedade gestora de um fundo de investimento um grande lote de ações de outra sociedade cotada (lote esse que pertencia ao fundo) quando, na mesma altura, estavam a preparar o lançamento de uma OPA e a negociar a aquisição de outro grande lote a outro acionista por um valor superior à primeira aquisição referida. Este lote foi efetivamente adquirido a preço superior e a OPA foi lançada nesse mesmo dia a esse preço.

O tribunal considerou, após julgamento realizado em 2006, que, aquando da primeira aquisição ao fundo de investimento, ainda não existia “informação precisa” que pudesse, por isso, ser considerada informação privilegiada. Em função desse enquadramento absolveu os arguidos. O Ministério Público discordou da decisão e dos seus fundamentos e interpôs recurso.

O Tribunal da Relação de Lisboa apreciou o recurso, em 2007, e revogou a decisão absolutória, com fundamento – entre outros aspetos – numa errada apreciação da prova produzida e em erro de Direito quanto ao entendimento do conceito legal de informação privilegiada, pois a informação em causa já era precisa, não sendo necessário esperar para o efeito pela finalização de todos os pormenores do negócio. Em consequência, o Tribunal da Relação de Lisboa condenou os arguidos na pena de 180 dias de multa, à taxa diária de 250 euros, num total de 45.000 euros cada multa. A decisão já transitou em julgado, encontrando-se em fase de execução.

**Caso 7: Aquisição de ações de uma sociedade visada por uma OPA antes do anúncio de lançamento da oferta.**

Durante o processo de montagem de uma OPA amigável um administrador da sociedade oferente, de acordo com o conteúdo da acusação e da pronúncia, teria fornecido informações a um amigo, com uma vasta experiência profissional de gestão de investimentos, sobre a evolução do projeto. Nos últimos dias úteis anteriores ao anúncio da operação pelas sociedades envolvidas, este investidor e a sua mulher teriam adquirido para uma carteira de uma sociedade *off-shore*, de que eram procuradores e um deles beneficiário económico, um grande lote de ações da sociedade visada, que venderam depois do anúncio da operação com uma avultada mais-valia. Para o efeito haviam contraído um elevado empréstimo em conta corrente que foi amortizado após a venda das ações. As suspeitas de utilização de informação privilegiada assentavam ainda, de acordo com a acusação e a pronúncia, num circuito complexo das transações de compra e de venda, através de quatro contas distintas, metade delas sedeadas em paraísos fiscais,

para tudo regressar à mesma agência bancária em Lisboa, e em circulação de cheques entre o adquirente das ações e o administrador da sociedade oferente que, alegadamente, teria passado a informação relevante ao primeiro.

Os arguidos foram acusados pelo Ministério Público, requereram abertura de instrução, realizaram-se diligências adicionais e foi interposto um recurso que subiu até ao Tribunal Constitucional, tendo sido indeferido. O Tribunal de Instrução Criminal de Lisboa considerou existirem indícios da prática do crime pelos arguidos e proferiu um despacho de pronúncia.

Realizado o julgamento, em 2008, o tribunal, apesar de em diversas passagens afirmar que existiam operações suspeitas, absolveu os arguidos (por aplicação do princípio *in dubio pro reo*) por considerar não provado que tivessem agido de comum acordo na compra das ações e que a compra tivesse sido fundada em informações prestadas pelo arguido que participou no processo de preparação da operação. Considerou ainda que, à data em que as ações foram adquiridas, a informação ainda não era precisa, por não estarem consolidadas as negociações e não existir uma certeza razoável em como a OPA se iria realizar.

Da sentença foi interposto recurso pelo Ministério Público que contestou estes fundamentos da absolvição.

Em 2009, o Tribunal da Relação de Lisboa revogou a sentença absolutória e condenou os três arguidos pela prática do crime de abuso de informação, tendo determinado a reabertura da audiência para determinação das penas concretas a aplicar e, sendo esse o caso, das penas acessórias. Neste acórdão, o Tribunal da Relação de Lisboa entendeu que a sentença da primeira instância havia decidido em contrário da prova produzida e das regras da experiência, padecendo de vícios diversos, tais como erro notório na apreciação da prova, contradições na fundamentação e entre factos provados.

O tribunal de primeira instância condenou todos os arguidos a penas de multa de 27.000 euros, 14.000 euros e 12.000 euros. A sentença determinou ainda a aplicação das sanções acessórias de publicação do acórdão condenatório e da própria sentença e, relativamente a dois arguidos, aplicou a pena acessória de interdição do exercício de atividade profissional pelo período de dois anos.

Em 2010, na sequência de recurso da sentença do tribunal de primeira instância que determinou as penas, o Tribunal da Relação de Lisboa, declarou nula a referida sentença e determinou a reabertura da audiência para cumprimento do artigo 358º, nº 1 do Código do Processo Penal, por considerar que a sentença havia aplicado penas acessórias não tendo esse enquadramento sido previamente comunicado aos arguidos na acusação ou na pronúncia. Este segundo acórdão não aprecia as pretensões dos arguidos recorrentes que pretendiam discutir matéria de facto, por considerar que o primeiro acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 2009, que considerou os três arguidos coautores do crime, transitou

em julgado e, assim, decidiu, de modo definitivo, intra e extra processualmente, sobre os factos que considerou provados e sobre a questão da culpabilidade dos arguidos. O acórdão considerou ainda prejudicada por inutilidade – em resultado da mencionada declaração de nulidade da sentença de primeira instância – a apreciação do recurso do Ministério Público, limitado à circunstância de na sentença de primeira instância não ter sido aplicado, nos termos do artigo 111º do Código Penal, o instituto da perda das vantagens patrimoniais obtidas pela prática do crime que, no entender do Ministério Público, ascendiam a 343.600 euros.

Tendo baixado o processo à primeira instância, foi proferido despacho, em fevereiro de 2011, a declarar extinto o procedimento criminal em consequência da verificação, no dia 31 de setembro de 2010 (10 dias após ter sido proferido o segundo acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa), do prazo de prescrição do procedimento criminal.

Deste despacho foi interposto recurso para o Tribunal da Relação pelo Ministério Público não tendo o mesmo obtido provimento.

#### **Caso 8: Aquisição de ações de uma empresa que ia realizar uma fusão por incorporação.**

Os factos aconteceram durante a mesma operação descrita no Caso 3, embora com outros intervenientes e com pequenas diferenças de pormenor. Assim, uma sociedade cotada iniciou um projeto de fusão (por incorporação) com outra empresa cotada do mesmo sector. Antes de divulgar publicamente a operação, apresentou-a, com exigência expressa de sigilo, a um órgão consultivo para obter o seu acordo. Um acionista de referência com assento nesse órgão informou telefonicamente um colaborador da sua empresa dando-lhe indicações de investimento. Esse colaborador, que fazia a gestão de investimentos do acionista que tinha assento no órgão societário descrito, deu ordens de compra de ações de uma das empresas envolvidas, para a sua própria carteira e, em quantidades muito maiores, para as carteiras de títulos daquele, duma empresa da sua família e de diversos familiares seus. Deste modo, conseguiram adquirir lotes muito significativos de ações antes de a operação ser anunciada e o preço subir. Essas ações não só se valorizaram com o anúncio da operação, como poderiam ser trocadas por ações da outra empresa envolvida na fusão, com um acréscimo imediato de valor em função da relação de troca estabelecida (que representava uma valorização de cerca de 13, 4%).

Realizado o julgamento, em 2008, o tribunal considerou que os agentes cometeram em coautoria o crime de abuso de informação privilegiada, condenando o titular do órgão societário numa pena de multa de 150 dias, à taxa diária de 300 euros, num total de 45.000 euros de multa.

O seu colaborador foi, por seu turno, condenado nos mesmos termos, numa pena 120 dias de multa, à taxa diária de 150 euros, num total 18.000 euros. Foi ainda decretada a perda das vantagens do crime a favor do Estado, respetivamente no montante de 139.000 euros e 5.800 euros.

Os arguidos recorreram mas a decisão foi integralmente confirmada pelo Tribunal da Relação de Lisboa, ainda em 2008, mantendo-se por isso a condenação anterior. Os arguidos recorreram para o Tribunal Constitucional da decisão do Tribunal da Relação que não admitiu a interposição de recurso para o STJ. O Tribunal Constitucional não admitiu o recurso, os arguidos reclamaram e o Tribunal Constitucional indeferido a reclamação. A decisão condenatória transitou em julgado.

## II. MANIPULAÇÃO DO MERCADO

### **Caso 9: Operações de natureza fictícia e outras práticas fraudulentas.**

Dois arguidos adquiriram (legitimamente) uma participação qualificada numa empresa. Posteriormente, iniciaram contactos com o bloco maioritário que detinha a administração no sentido de participarem de forma ativa na vida da empresa, formulando diversas exigências.

Para o efeito, exerceram de forma intensa os diversos direitos societários como bloco minoritário. Neste contexto, procuram vender a sua posição ao bloco maioritário, por um preço muito superior à cotação que as ações tinham em mercado. Enquanto decorriam estas negociações, com avanços e recuos, os arguidos realizaram centenas de transações no mercado a contado, em concertação entre si ou entre carteiras por si controladas, cruzando posições contrárias com poucos segundos de intervalo. Com esta rotação intensiva de títulos aumentaram a liquidez e o preço das ações ao longo do tempo. Valorizaram a participação qualificada que detinham e diminuíram a diferença entre o preço de mercado e o preço que pediam pelo seu lote aos acionistas maioritários. Algumas das transações marcaram a cotação de referência para o dia seguinte.

Em 2005 realizou-se o julgamento e o tribunal considerou na sentença proferida que se estava perante um caso de manipulação com diversas operações de *circular trading*, *matched orders* e *marking the close*. Condenou os arguidos pela prática em coautoria do crime de manipulação de mercado, nas penas de 260 dias de multa (total de 12.740 euros) e 240 dias de multa (total de 11.760 euros). Aplicou ainda a pena de publicação acessória da sentença a divulgar por extrato, a expensas dos arguidos, num jornal diário especializado em matéria económica ou financeira de tiragem nacional e numa publicação oficial do mercado de valores mobiliários, sob pena de desobediência em caso de incumprimento. Determinou a perda a favor do Estado das vantagens económicas obtidas com o

crime, no montante de 1.902.249,36 euros (calculado por aplicação do critério do custo médio ponderado), por depósito à ordem dos autos no prazo de trinta dias a contar do trânsito em julgado da decisão.

Foram interpostos pela defesa diversos recursos de decisões interlocutórias, bem como da decisão final. Um dos recursos de uma decisão interlocutória (sobre a forma de exercício do contraditório relativamente a prova pericial) foi objeto de uma decisão favorável e baixou para execução. Entretanto, foram ultrapassados os prazos máximos de prescrição (neste caso, 10 anos e seis meses) tendo o tribunal de primeira instância, no início de 2008, declarado a extinção do procedimento criminal com esse fundamento.

**Caso 10: Prática fraudulenta (ordens dadas com identidade falsa para fazer subir a cotação e fechar negócio com uma oferta do arguido).**

Numa sexta-feira à tarde, no final do mês e pouco antes do fecho da sessão de bolsa, um funcionário de um intermediário financeiro usou uma identidade falsa e, a partir de um telemóvel emprestado, deu uma ordem de venda telefónica a uma corretora. Fê-lo usurpando o nome de uma empresa (que era cliente dessa corretora), revelando conhecimento da empresa que dizia representar, tornando-se desse modo convincente para a operadora que o atendeu, e deu uma ordem de venda com uma quantidade e um preço muito elevados.

Minutos depois, nos últimos segundos da negociação, deu uma ordem de compra sobre os mesmos ativos, que fechou negócio com a primeira e que, sendo executada no período de consolidação de ofertas, arrastou para um nível de preço muito superior todas as demais ofertas que estavam pendentes. Entre estas ofertas encontrava-se uma oferta de venda introduzida por esse operador sobre uma carteira que pertencia à sua mulher e que era gerida por si. O novo preço chegou a ser publicado no boletim de cotações da segunda-feira seguinte, apesar da CMVM e da entidade gestora da bolsa terem (excecionalmente) promovido a anulação das transações.

Realizado o julgamento, em 2005, o tribunal considerou que se tratava de uma prática fraudulenta de natureza manipulatória e condenou o arguido na pena de prisão de um ano e quatro meses, com a execução suspensa pelo período de quatro anos, acrescida da sanção acessória de inibição do exercício da atividade profissional por um período de três anos.

O arguido recorreu para o Tribunal da Relação de Lisboa que confirmou a decisão recorrida, em 2007, tendo a mesma transitado em julgado.

**Caso 11: Prática fraudulenta para alterar o preço de um instrumento financeiro.**

Um investidor e uma funcionária (estagiária) de um intermediário financeiro foram acusados de manipulação do mercado através de uma *prática fraudulenta*

*em coautoria*, por alegadamente terem executado operações no sistema de negociação com recurso, de acordo com a acusação, a vários elementos de fraude: utilização não autorizada de uma conta alheia para inserir uma ordem de venda, inexistência dos valores mobiliários transacionados nessa conta, invocação de alegados telefonemas de um investidor que não veio a ser identificado, ultrapassagem intencional dos filtros do sistema de negociação do intermediário financeiro que limitava as quantidades a transacionar, emissão duma oferta que provocou uma alteração muito acentuada no nível de preços e quantidades transacionadas, queda abrupta do preço por efeito de tal facto de 0,80 euros para 0,03 euros, sem que tal correspondesse ao funcionamento do mercado de acordo com o livre jogo da oferta e da procura. O objetivo seria, alegadamente, o de adquirir um lote significativo de *warrants* a um preço muito inferior em relação ao preço do mercado, podendo realizar uma mais-valia substancial com a venda posterior dos mesmos a preços normais.

Realizado o julgamento, em 2008, o tribunal decidiu absolver os dois arguidos por ter dúvidas sobre a concertação dos mesmos e sobre o seu real envolvimento nos factos. Considerou que existiam várias coincidências que não eram facilmente explicáveis, mas que só fundamentavam suspeitas, subsistindo dúvidas sobre a real intervenção dos arguidos nos factos provados, sobre a sua concertação e sobre a consciência dos efeitos dos seus atos sobre os preços dos ativos (no caso da operadora de mercado). O tribunal alicerçou ainda parte da sua dúvida no facto de terem existido dois telefonemas para o intermediário financeiro no período dos acontecimentos, de um número que não associou aos arguidos, o que não permitiria concluir de forma isenta de dúvidas que teria sido o arguido a realizá-los.

Da sentença foi interposto recurso pelo Ministério Público, com discordâncias quanto ao significado da prova produzida. Em 2009, o Tribunal da Relação de Lisboa de 2009 revogou a sentença absolutória proferida em primeira instância, condenado os arguidos em coautoria pela prática de um crime de manipulação de mercado, por atuação destinada a reduzir fraudulentamente a cotação de determinados instrumentos financeiros, e determinado que o processo baixasse para determinação da pena concreta que caberia aos arguidos. Em 2010, o tribunal de primeira instância condenou os arguidos a penas de multa (de 2.000 euros e de 1.000 euros), em função da situação socioeconómica dos mesmos. A decisão transitou em julgado, passando à fase de execução.

**Caso 12: Informação falsa e manipulação do mercado (ocultação de prejuízos resultantes de transações sobre ações próprias não reveladas ao mercado).**

Em 2008 a CMVM participou ao Ministério Público um caso de manipulação de mercado, também com indícios de falsificação de documento (contas anuais),

que consistiu, em síntese e no essencial, em não refletir na informação financeira de um banco com ações cotadas prejuízos muito avultados resultantes da negociação oculta de ações do próprio banco efetuada e financiada pelo próprio banco, incluindo a ulterior dissimulação desses prejuízos e ocultação da sua origem; e em ter incluído informação falsa nas contas anuais também sobre o nível de liquidez das ações, ao não ter revelado as transações efetuadas sobre ações próprias – que representou quotas de mercado relevantes.

A ocultação desta informação, nomeadamente a relacionada com os elevados prejuízos, foi suscetível de alterar artificialmente o preço das ações do banco no mercado. Com efeito, a informação (não só sobre o elevado montante dos prejuízos originados como também sobre a origem dos mesmos, sobre o elevado montante de ações próprias detidas (4,99% do capital social em dezembro de 2002) e transacionadas pelo banco, sobre o reforço dos financiamentos concedidos, e autorizados pelos próprios ex-administradores, depois de os prejuízos terem atingido valores muito elevados) seria inequivocamente apta a influenciar o preço das ações.

Entre setembro de 1999 e dezembro de 2002, um banco com ações cotadas concedeu empréstimos em montante global elevado a um numeroso conjunto de sociedades *off-shore* domiciliadas nas Ilhas Caimão. Os empréstimos foram concedidos através da sucursal do banco nas Ilhas Caimão mas todos eles foram autorizados por administradores do banco. Nenhuma das sociedades tinha qualquer beneficiário económico sendo todas integralmente dominadas pelo banco. Os únicos ativos das sociedades eram ações do próprio banco que foram adquiridas com os empréstimos concedidos. As aquisições das ações foram sempre ordenadas pelo próprio banco através dos responsáveis pelo departamento de relações com os investidores do banco.

Entre abril de 1999 e dezembro de 2004, o mesmo padrão verificou-se em relação a outro conjunto de sociedades *off-shore* domiciliadas nas Ilhas Virgem Britânicas com uma diferença: neste caso as sociedades tinham um beneficiário económico formal que, no entanto, não ordenou nenhuma transação nem nunca deteve qualquer interesse económico relacionado com as sociedades.

Em resultado das transações realizadas e da prolongada e acentuada desvalorização da cotação das ações do banco, as sociedades *off-shore* detidas pelo banco registaram acentuados prejuízos que nunca foram refletidos na informação financeira divulgada pelo banco ao mercado, designadamente nas suas contas anuais. Esses avultados prejuízos foram de cerca de 600.000.000 euros em 2003, por exemplo. Representaram cerca de 20% do capital próprio do banco em 2002 e 2003 e, nesses anos, mais de 100% dos resultados líquidos do banco e mais de 50% desse indicador em 2004 e 2005.

Em dezembro de 2002, foi celebrado um contrato de derivados de *swap* pelo qual as ações foram transmitidas a um banco internacional tendo mantido



o banco, através das sociedades *off-shore* das Ilhas Caimão, por si dominadas, o interesse económico (risco e benefício) sobre as ações. Em simultâneo, três pessoas singulares declararam-se como beneficiários económicos formais das sociedades, tendo assumido as suas dívidas com financiamentos concedidos pelo próprio banco. No início de 2004 uma sociedade imobiliária, uma vez mais com financiamento do banco, veio assumir as dívidas das sociedades das Ilhas Caimão. Depois foram efetuadas múltiplas operações financeiras relacionadas com esta sociedade imobiliária e outras por si dominadas.

Entre março de 2004 e fevereiro de 2008, os prejuízos foram sendo gradualmente refletidos nas contas: todavia sem revelação da verdadeira origem. Entre 2006 e 2007, os prejuízos de 121.000.000 euros originados pelas transações realizadas através das sociedades *off-shore* das Ilhas Virgem Britânicas foram registados como tendo tido origem em normais empréstimos não reembolsados. Por sua vez, os prejuízos registados no grupo das sociedades *off-shore* das Ilhas Caimão foram repartidos entre um prejuízo de cerca de 116.000.000 euros no fundo de pensões do banco, por um lado, e por uma correção nas contas anuais de 2007, publicadas em fevereiro de 2008, nas quais foi corrigida a valorização de um projeto imobiliário em 300.000.000 euros com um abatimento desse valor nos ativos do banco em consequência do não reconhecimento dessa valorização.

À luz do artigo 379º, nº 1, do CdVM que prevê o tipo do crime de manipulação do mercado, designadamente dos seus nºs 1 e 2, os factos acima descritos são subsumíveis ao tipo do mencionado crime de manipulação do mercado. Com efeito, ao terem sido ocultados nas contas anuais os prejuízos decorrentes da realização das transações sobre ações do próprio banco – e financiadas pelo próprio banco –, foi reiteradamente divulgada ao mercado informação financeira falsa. A informação falsa assim divulgada, em particular pelo montante e peso dos prejuízos ocultados, revelou-se claramente idónea a alterar o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários, designadamente das condições de formação dos preços das ações do banco permitindo aos investidores atribuir-lhes um valor superior ao que resultaria de uma valorização efetuada com informação financeira verdadeira, ou seja, informação que refletisse os prejuízos e a origem dos mesmos. Também a informação sobre os níveis de liquidez das ações do banco divulgada ao mercado nas contas anuais até ao momento em que cessaram as transações (mas não os prejuízos), ao não refletir que uma parte expressiva das quantidades anuais transacionadas resultava de transações efetuadas pelo banco sobre as suas próprias ações, revelou-se suscetível de induzir os investidores em erro sobre esse nível de liquidez e desse modo de alterar as normais condições de funcionamento do mercado.

Em 2014 o tribunal condenou três dos ex-administradores da sociedade cotada a penas de dois anos de prisão pela prática do crime de manipulação do mercado

(à data dos factos o crime tinha uma pena legal máxima de três anos). A execução das penas foi suspensa pelo período de dois anos na condição de os ex-administradores entregarem a determinadas instituições de solidariedade social 600.000 euros num caso e 300.000 euros nos dois outros. Foram ainda condenados na pena acessória de interdição de exercício de profissão de administração, direção, chefia ou fiscalização em instituições de crédito e sociedades financeiras pelo período de quatro anos bem como na pena acessória de publicação do acórdão. Um quarto arguido, também ex-administrador da sociedade cotada, foi absolvido. Tendo considerado que entre o crime de manipulação de mercado e o crime de falsificação existirá uma relação de concurso aparente ou de normas, o tribunal absolveu todos da prática do crime de falsificação de documento tendo entendido que este último serviria apenas como fator de agravamento da pena dentro da moldura penal do crime de manipulação de mercado.

O acórdão teve um voto de vencido no qual se sustentou que os arguidos deveriam ter sido também condenados em concurso efetivo pela prática do crime de falsificação de documento, que deveriam ter sido imputados aos arguidos os factos anteriores a 2002 que lhes eram imputados na acusação e depois na pronúncia (constituição, uso e financiamento das *off-shore*) e, consequentemente, que o apuramento e determinação da medida concreta da pena deveriam ser vistos com esse enquadramento; sustenta ainda que o ex-administrador absolvido deveria ter sido também condenado.

Na acusação do Ministério Público aos arguidos era também imputada a prática do crime de burla qualificada. Com efeito, de acordo com a acusação, ao não terem sido adequadamente refletidos nas contas os resultados da sociedade, que em alguns anos seriam mesmo negativos, encontrando-se os mesmos sobreavaliados e sendo a componente variável das remunerações dos administradores calculada em função dos resultados alcançados pelo banco, os ex-administradores terão obtido para si benefícios indevidos (cerca de 24 milhões de euros, na totalidade, de acordo com o relatório pericial da Polícia Judiciária). Além disso, a acusação foi também deduzida contra um quinto ex-administrador. No despacho de pronúncia este quinto ex-administrador não foi pronunciado e a pronúncia deixou de fora o crime de burla qualificada.

Da decisão do tribunal foram interpostos recursos pelo Ministério Público e pelas defesas.

---

Entretanto, o Tribunal da Relação de Lisboa confirmou a decisão de primeira instância, designadamente quanto à condenação de três dos arguidos pela prática, em coautoria, de um crime de manipulação de mercado. O acórdão da Relação confirmou as penas aplicadas, incluindo as penas acessórias de interdição do exercício de profissão, pelo período de quatro anos.

4. As penas concretamente aplicadas aos arguidos nos casos referidos foram diversificadas.

Relembre-se que até 1999 a pena máxima para estes crimes era de dois anos de prisão e multa cumulativa, a partir de 1999 passou a ser até três anos de prisão e multa alternativa e em 2009 as penas máximas de prisão aumentaram para cinco anos de prisão. Em qualquer caso acresciam as sanções acessórias de publicação da sentença e de inibição profissional temporária.

Em três casos foram aplicadas penas de prisão (de dois anos, de 16 meses e de 18 meses de prisão, os dois primeiros em casos de manipulação e o último num caso de abuso de informação) que, de acordo com o regime legal de suspensão da execução dessa pena (artigo 50º do Código Penal), foram suspensas com condições e regime de prova. Num dos casos, a pena de 18 meses de prisão, acrescida de pena de multa cumulativa, no valor de 34.500 euros, foi sujeita à condição de entrega pelo arguido de um valor global de 499.000 euros a três instituições de solidariedade social. Em outro, a execução das três penas de prisão de dois anos foi suspensa na condição de os arguidos entregarem a determinadas instituições de solidariedade social quantias que variam entre os 300.000 euros e os 600.000 euros. No recurso interposto, a pena de 18 meses de prisão, acima referida, foi reduzida para 16 meses, mantendo-se todas as demais sanções e condições fixadas, que transitaram em julgado e foram executadas. Foram igualmente aplicadas sanções acessórias de publicação da sentença a expensas do arguido e de suspensão do exercício da atividade profissional por um período de três anos e de quatro anos em relação a três arguidos, noutro caso.

Nos demais casos, foram aplicadas penas de multa (com conversão em prisão em caso de não pagamento, o que nunca se chegou a verificar), tendo a mais elevada atingido um montante de 63.000 euros.

Em regra, o valor das multas aplicadas absorveu a vantagem económica obtida pelos arguidos com a prática do crime. Mas em três casos (dois de abuso de informação e um de manipulação) o tribunal decretou ainda a perda adicional das vantagens patrimoniais obtidas (o valor máximo declarado perdido a favor do Estado foi no montante de cerca 1.900.000 euros, num caso de manipulação, que contudo acabou por não ser executado por ter sido declarada a prescrição do procedimento

criminal). Diferentemente, num caso de manipulação de mercado o tribunal proferiu uma condenação mas não decretou a perda das vantagens económicas obtidas pelos arguidos e identificadas nos autos.

5. Em sete dos oito casos de abuso de informação que foram julgados, os arguidos (ou a maior parte deles) exerciam cargos relevantes (em órgãos de administração ou de controlo) em entidades emitentes (ou empresas ligadas a estas), o que lhes permitiu o acesso à informação privilegiada sobre operações importantes em curso. Em apenas um processo os arguidos terão obtido a informação no âmbito de uma entidade financeira que assessorava uma operação de mercado.

Nos quatro casos de manipulação do mercado levados a julgamento, os arguidos eram investidores (num caso), um investidor atuando em concertação com um funcionário de um intermediário financeiro (noutro caso) e um funcionário de um intermediário financeiro (no terceiro caso) que geria uma carteira de um familiar seu (ou seja, atuava como investidor). Em outro caso os arguidos exerciam à data dos factos cargos de administração em instituição financeira.

Embora a amostra não permita conclusões definitivas, pode reconhecer-se que tendencialmente o percurso da informação privilegiada nas entidades emitentes gerou mais situações de aproveitamento ilegítimo da mesma e que tal se verifica essencialmente ao nível de altos quadros das empresas ou de pessoas com eles relacionados. Na realidade, os casos de abuso de informação privilegiada levados a julgamento até agora envolvem essencialmente *insiders* qualificados pela sua ligação profissional aos emitentes e algum envolvimento nas operações em curso. Os casos que envolvem *insiders* secundários ou *tippies* surgem em regra ligados a uma fonte de informação qualificada na entidade emitente, exceto o caso acima referido em que a informação poderá ter sido alegadamente obtida num intermediário financeiro que assessorava uma entidade emitente na montagem de uma operação.

A maior parte dos casos de manipulação evidencia um envolvimento de investidores e profissionais de mercado, o que se pode explicar pelo facto de os primeiros terem interesse (designadamente, patrimonial) no curso artificial da negociação e os segundos terem a oportunidade e os meios para executar as operações proibidas. Nestes casos existem,

portanto, investidores interessados no curso de negociação e quando os profissionais do mercado intervêm fazem-no como investidores ou em articulação com investidores. Evidenciam ainda envolvimento de profissionais com interesse no bom desempenho no mercado de ações de sociedade cotada a que se encontravam profissionalmente ligados.

6. Os processos por crimes contra o mercado são em regra longos e morosos. Apesar de terem início com uma participação criminal fundamentada da CMVM e a mesma ser sempre acompanhada por um acervo significativo de prova documental existe em regra alguma investigação a realizar no inquérito. Todos os processos seguiram sempre a forma comum (mais lenta e morosa) e em nenhum caso foi usada uma forma mais expedita (como a forma abreviada, por exemplo), o que se pode explicar pelo facto de as autoridades judiciais sentirem que os processos têm algum nível de complexidade (incompatível com as formas especiais de processo) e serem objeto de uma litigância intensa por parte dos arguidos (o que aumenta a sua complexidade). Na verdade, em todos os casos (com exceção de um processo por manipulação do mercado) os arguidos requereram abertura de instrução e interpuseram sempre recurso de decisões finais e de decisões interlocutórias, tendo havido intervenção de todas as instâncias de recurso (Tribunal da Relação de Lisboa, Supremo Tribunal de Justiça e Tribunal Constitucional). Confirma ainda este elevado nível de litigância o facto de, em pouco mais de quatro anos, o Tribunal Constitucional ter proferido seis acórdãos em recursos interpostos de decisões proferidas em processos por crimes contra o mercado. Nota-se um esforço intenso da defesa dos arguidos para evitar a submissão dos casos a julgamento, através de iniciativas processuais consequentes nas fases preliminares dos processos, o que é congruente com o referido efeito dissuasor da audiência de julgamento no plano da prevenção deste tipo de criminalidade.

Em nenhum caso submetido a julgamento houve a fixação de outras medidas de coação além da prestação de termo de identidade e residência (artigo 196º do CPP) que é obrigatória por lei a partir do momento em que exista constituição de arguido. O que significa que não foram sentidas especiais necessidades de acautelar prova ou evitar riscos de fuga.

A defesa raramente nega os factos essenciais, pelo menos quanto às transações realizadas, embora ponha em causa o significado que o Ministério Público lhes atribui na acusação. A defesa mais comum nos casos de abuso de informação privilegiada consiste em aceitar as operações (que estão documentalmente comprovadas) mas negar que as mesmas tenham sido decididas com base em informação privilegiada, invocando que tal não passa de uma mera coincidência cronológica. Nos casos de manipulação, as defesas têm sido mais diversificadas, pois aceitam em regra as operações cuja evidência de artificialidade seja menos intensa, mas procuram atribuir as demais operações a erros de operadores ou à intervenção de terceiros. Em nenhum caso os arguidos confessaram os crimes que lhes foram imputados enquanto tal, isto é, enquanto factos criminalmente ilícitos cometidos conscientemente.

A prova testemunhal neste tipo de crimes tem tido uma relevância excessiva, dado que os depoimentos são em grande parte sobre aspectos genéricos do funcionamento do mercado e não sobre os factos concretos que estão a ser objeto de julgamento, o que faz com que as audiências de julgamento durem mais tempo do que seria realmente necessário se as declarações se limitassem aos factos essenciais do objeto do processo.

Houve constituição de assistente em apenas um processo (por manipulação), o que se revelou de grande interesse para a descoberta da verdade pois permitiu que fosse produzida prova sobre aspetos internos da vida de uma sociedade que, de outra forma, dificilmente teriam sido objeto de inquirição e de esclarecimento, não fora os conhecimentos específicos que os ofendidos e os seus mandatários levaram para a audiência.

## **H. Cooperação com reguladores e autoridades judiciárias**

1. Uma dimensão por vezes menos visível, mas não menos importante, da atividade da CMVM é a da cooperação institucional, uma área vasta e heterogénea que vai da colaboração com outros reguladores nacionais (em especial, Banco de Portugal e Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões) à cooperação com entidades

congêneres estrangeiras, passando pela colaboração efetiva com as autoridades judiciais e órgãos de polícia criminal nacionais. Em todos estes domínios a CMVM tem ao longo da sua existência desenvolvido laços de colaboração institucional efetiva que fazem hoje parte do seu património histórico. Cooperação essa que inclui também diligências, informações e várias formas de colaboração em matérias de carácter sancionatório e em processos desta natureza.

2. A legislação portuguesa contempla, desde 1991, formas específicas de colaboração, ao nível nacional e internacional, no âmbito da supervisão do sistema financeiro (cfr. artigos 373º a 377º-A, do CdVM em vigor).

A cooperação entre os reguladores nacionais do sistema financeiro começou por ser vista como um complemento às competências de cada autoridade e, em casos específicos, como uma forma articulada do exercício das mesmas (por exemplo, a articulação entre autorizações e registos de intermediários financeiros). A este nível a cooperação traduzia-se essencialmente numa troca de informações necessárias ao exercício das competências de cada um dos reguladores. Dois factos vieram alterar este padrão de funcionamento.

Em primeiro lugar, a criação (através do Decreto-Lei nº 228/2000, de 23 de setembro) do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, cujas competências foram entretanto reformuladas (Decreto-Lei nº 211º-A/2008, de 3 de novembro), que em si mesmo evidenciou a emergência e a necessidade de um novo paradigma de cooperação institucional que ultrapassasse a mera troca de informações, apontando para uma cooperação efetiva e permanente, mais intensa e articulada, entre os reguladores do sistema financeiro.

Em 2007 foi criado o Comité Nacional de Estabilidade Financeira que integra o Ministro das Finanças e as três autoridades de supervisão do sistema financeiro, como fórum nacional para os temas relacionados com as entidades financeiras.

Em segundo lugar, a revelação, em especial a partir de 2007, de um conjunto de casos de particular gravidade e com uma natureza heterogênea e transversal, que reclamaram a intervenção articulada de diferentes reguladores e que adquiriram relevância em distintos

segmentos do sistema jurídico aplicável (designadamente, nos níveis administrativo da supervisão, de infrações de direito de mera ordenação social, da competência cumulativa de diferentes reguladores, e mesmo criminal). A necessidade de cooperação institucional entre as diferentes autoridades, programaticamente antecipada em 2000, ganhou assim uma nova dimensão que se tem traduzido numa cooperação mais intensa e construtiva entre os reguladores do sistema financeiro. Essa cooperação inclui não apenas a troca de informações, mas também o acompanhamento e a articulação (material, processual e probatória) de ações de supervisão e de processos sancionatórios instaurados e participados pelos reguladores.

3. As questões desta natureza já se tinham feito sentir no domínio da cooperação internacional, com reflexos na organização interna da CMVM e nas atividades externas a que foi chamada a participar, bem como nos meios e obrigações de atuação.

Como resultado da transposição de diretivas e de regulamentos europeus, os artigos 376º a 377º-A do CdVM conferem à CMVM meios de cooperação internacional, permitindo-lhe solicitar ou prestar informação ou diligências de supervisão e averiguação necessárias a congêneres internacionais incluindo, mais recentemente, a possibilidade de troca de informação com a própria ESMA (no âmbito das competências desta entidade). Um número alargado de memorandos de entendimento bilaterais e dois importantes MoUs multilaterais [do CESR (transposto para a ESMA) e da IOSCO] completam este quadro jurídico que suporta a cooperação internacional.

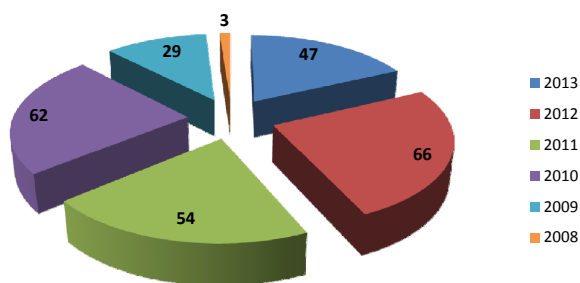
No plano da cooperação internacional entre autoridades de supervisão assistiu-se a uma significativa alteração nos últimos anos, desde 2009. Para isso contribuiu decisivamente a internacionalização do mercado nacional de instrumentos financeiros no qual não só os investidores estrangeiros operam ativamente, designadamente através dos membros remotos da Euronext Lisbon, como os próprios investidores residentes podem intervir recorrendo a circuitos de intermediação estrangeiros. Também os instrumentos financeiros disponíveis para negociação indireta (como é o caso, por exemplo, dos contratos por diferenças, habitualmente conhecidos por *CFD*), bem como a possibi-



lidade de negociar instrumentos financeiros nacionais em plataformas estrangeiras, contribuem para essa internacionalização do mercado português. Compreende-se assim que a CMVM recorra com carácter já habitual aos mecanismos de cooperação internacional ao seu dispor, designadamente quando procede à averiguação de operações no âmbito das suas competências de supervisão da regularidade de funcionamento do mercado.

O recurso à cooperação internacional tem permitido à CMVM obter os registos de operações, documentos, informações e outros elementos de que necessita para as suas averiguações. Em alguns casos, e sempre que tal se revela necessário, tem sido possível proceder à recolha presencial de elementos junto de intermediários financeiros estrangeiros ou a inquirições, sob a forma escrita ou presencial.

Não considerando os inúmeros pedidos de informação, nomeadamente de identificação de comitentes, que a CMVM efetua diretamente aos membros do mercado estrangeiros, ao abrigo do artigo 57º da Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (nem os demais casos em que a CMVM dispõe de competências para solicitar diretamente informações a entidades não residentes como é o caso dos detentores de participações qualificadas), os pedidos de informação dirigidos a congéneres estrangeiras foram, em média, de 52 por ano nos últimos cinco anos, tendo oscilado entre o mínimo de 29 em 2009 e o máximo de 66 em 2012. Em 2009 verificou-se um aumento relevante e consistente deste tipo de pedidos: nos cinco anos anteriores o número médio de pedidos foi de 12.

**GRÁFICO 27 – Pedidos de assistência internacional por ano**

Embora os pedidos tenham sido dirigidos predominantemente a jurisdições da União Europeia, refletindo a maior interligação do nosso mercado com estas, tiveram também por objeto outras jurisdições: igualmente na Europa mas fora da UE, jurisdições ditas *off-shore* e em outras geografias. Para estas últimas o Memorando Multilateral de Entendimento entre autoridades que integram a IOSCO tem-se revelado um instrumento jurídico muito importante. Nos últimos cinco anos, 78% dos casos tiveram como destino jurisdições da UE, destacando-se entre estas o Reino Unido. Fora da Europa a distribuição geográfica é equilibrada: Suíça, Estados Unidos e jurisdições *off-shore* foram os principais destinatários de pedidos da CMVM.

**GRÁFICO 28 – Pedidos de Assistência Internacional – 2009 a 2013**

**QUADRO 34 – Distribuição geográfica dos investidores  
objeto de pedidos internacionais**

Ano	EU	Europa / Extra-EU	Outra	Jurisdição Offshore	Total
2013	71	4	6	5	86
2012	56	6	12	7	81
2011	47	6	3	2	58
2010	57	3	10	4	74
2009	33	3	2	2	40
<b>Total</b>	<b>264</b>	<b>22</b>	<b>33</b>	<b>20</b>	

No geral, e sem prejuízo de exceções pontuais, as congêneres internacionais têm remetido os elementos e a informação solicitada pela CMVM e têm-no feito em tempo aceitável (a título de exemplo para os anos de 2012 e de 2013, em média um mês).

A CMVM é também destinatária de pedidos de assistência internacional mas em menor número.

**4.** No plano sancionatório a CMVM tem mantido uma colaboração ativa e empenhada com as autoridades judiciais (Ministério Público e tribunais) e com o órgão de polícia criminal com competência nesta área (Polícia Judiciária).

Essa colaboração iniciou-se em 1992, quando foram submetidos a julgamento os primeiros processos de contraordenação decididos pela CMVM que foram judicialmente impugnados. Desde essa data até à atualidade a CMVM tem colaborado intensamente com as autoridades judiciais. Essa colaboração traduz-se, por um lado, na apresentação de testemunhas e de todos os elementos que sejam solicitados pelo tribunal e, por outro, numa articulação efetiva e consequente com o Ministério Público quanto à intervenção judicial que cada uma das entidades assume em cada processo. A articulação com o Ministério Público passa igualmente pela prestação de todo o apoio solicitado à CMVM, dentro das suas competências e possibilidades, e pela representação em juízo da autoridade administrativa, ao abrigo dos poderes legais de que dispõe. Esta representação judicial foi sempre assumida por técnicos qualificados e por dirigentes da CMVM que, até hoje, acompanharam

todos os processos de contraordenação objeto de impugnação, com intervenção em audiência de julgamento, na produção de prova, na prestação de esclarecimentos técnicos, nas alegações finais e na interposição autónoma de recursos (ou resposta aos mesmos).

De igual modo, a CMVM tem assumido uma disponibilidade permanente para acompanhar os processos criminais que têm origem em participações por si apresentadas. Fá-lo há cerca de 20 anos, no quadro do estatuto legal que orienta a sua atividade e dentro dos respetivos limites: por um lado, a CMVM não tem em processo criminal (ao contrário do que acontece em processos de contraordenação) um estatuto formal que lhe permita uma intervenção ativa na tramitação dos processos (que são da competência exclusiva das autoridades judiciais) nem é, por outro lado, um órgão de polícia criminal que subordine a sua atividade às autoridades judiciais, assumindo antes o estatuto legal que lhe está reservado de autoridade administrativa independente. Este estatuto assenta, contudo, em princípios de atuação equivalentes aos das autoridades judiciais (v.g. legalidade, imparcialidade e verdade material), o que facilita todo o quadro de colaboração prestada. Para o efeito, a CMVM tem, em todos os processos criminais por si participados, indicado testemunhas, prestado esclarecimentos técnicos, fornecido elementos de prova decisivos e, em alguns casos, participado em diligências concretas de obtenção ou conservação de prova e realizado perícias através dos seus técnicos, a pedido das autoridades judiciais.

Todos os processos de natureza criminal participados pela CMVM são acompanhados através de canais institucionais com a magistratura do Ministério Público. Por vezes essa articulação alarga-se também à Polícia Judiciária, na realização de diligências conjuntas ou na prestação de apoio técnico qualificado. Uma concreta ilustração desta forma ativa de cooperação pode ser documentada com o Caso *Paramount*: venda fraudulenta de ações (vide Caixa 2).

5. Finalmente, a CMVM tem assumido uma colaboração ativa em ações de formação no sector dos mercados de valores mobiliários, realizando conferências, participando em seminários, apoiando estágios e publicando obras sobre o funcionamento do sector financeiro,

a sua supervisão e os problemas jurídico-económicos que aí se podem encontrar.

Ao longo dos 24 anos de existência da CMVM, os seus quadros, diretores e os membros dos vários conselhos diretivos realizaram centenas de conferências, em Portugal e no estrangeiro, algumas das quais dedicadas a magistrados e a órgãos de polícia criminal, designadamente através de ações de cooperação com o Centro de Estudos Judiciários, a Procuradoria-Geral da República e o Instituto Superior de Polícia Judiciária e Ciências Criminais.



## Capítulo IV

### Perspetivas de evolução do regime sancionatório do sistema financeiro

#### A. Matrizes de evolução do sistema sancionatório

1. O regime sancionatório vigente no mercado de valores mobiliários há mais de duas décadas tem uma consistência claramente comprovada, que resulta da congruência histórico-jurídica das diversas reformas que se sucederam neste domínio.

Podemos, para o efeito, apontar quatro momentos essenciais que permitem identificar as matrizes essenciais que influenciaram as reformas legislativas realizadas: (a) a aprovação do Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991, (b) a sua reforma através do Código dos Valores Mobiliários de 1999, (c) as alterações de 2006 (que realizaram a transposição da diretiva do abuso de mercado de 2003) e, de forma mais pontual, (d) os ajustamentos introduzidos em 2009.

(a) O regime sancionatório acolhido no Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991 teve três referências essenciais: a lei espanhola então em vigor (*Ley del Mercado de Valores*, de 1988), a primeira diretiva sobre o abuso de informação privilegiada (Diretiva 89/592/CEE, de 13 de novembro, relativa à coordenação das regulamentações respeitantes às operações de iniciados) e o enquadramento existente na legislação nacional (em especial, os antecedentes contidos no Código

das Sociedades Comerciais de 1987 em matéria criminal e o regime geral das contraordenações, vigente desde 1982). Esta confluência permitiu criar um regime sancionatório ajustado aos objetivos imediatos da supervisão no início da década de noventa, do século passado. As soluções eram genericamente adequadas a esse período de afirmação de uma regulação independente e eficaz no sistema financeiro, mas o cruzamento de matrizes diferentes não tinha sido depurada por técnicas de formulação dos tipos de infração congruentes com a nossa realidade legislativa e processual. E, por isso, os tipos de ilícito e as normas de sanção apresentavam um excesso de elementos na descrição legal (todos eles relevantes para a prova dos factos) que, pontualmente, dificultavam a aplicação judicial e a própria evolução legislativa (pois, como já se referiu, a construção dos tipos de contraordenação assentava em remissões expressas das normas de sanção para o regime substantivo do Código).

(b) A reforma de 1999 veio resolver estes problemas. O Código dos Valores Mobiliários que foi então aprovado teve como referência legislativa no domínio sancionatório algumas soluções da lei italiana (*o Testo Unico della Finanza*, de 1998) – em particular na estrutura típica dos crimes contra o mercado – e incorporou a experiência sancionatória entretanto acumulada pela CMVM, criando soluções mais adequadas à realidade judicial, incluindo alguns regimes completamente inovadores (como o regime do processo sumaríssimo em matéria de contraordenações). Os tipos incriminadores e os tipos de contraordenação foram simplificados e organizados de acordo com uma estrutura probatoriamente comprovável, ultrapassou-se a limitação das remissões estáticas para outras partes do código, criaram-se soluções processuais que autonomizaram o papel da CMVM na fase judicial do processo de contraordenação e desenvolveu-se o regime de averiguações preliminares (em crimes contra o mercado), que existia numa lacónica versão no texto legal de 1991. Tudo isto antecedido de debate e aprovação no grupo de trabalho designado pelo Ministério das Finanças para o efeito e apresentado depois em sessões públicas, em Lisboa e no Porto. Tratou-se, em suma, de uma reforma legislativa que resultou do saber acumulado na experiência legislativa italiana, na aprendizagem com experiências (algumas negativas) de outros países



européus (designadamente da COB francesa ou da própria CONSOB italiana), no trabalho de investigação realizado na CMVM em matéria sancionatória, numa cuidadosa filtragem técnico-jurídica das matérias e, em especial, na experiência de instauração de centenas de processos de contraordenação e do seu acompanhamento judicial. Tudo isto de forma a garantir a congruência das novas soluções com o sistema jurídico nacional e, em particular, a sua adequação à realidade e aos valores constitucionais. Um trabalho que deu os seus frutos quer no domínio das contraordenações, quer no campo do direito penal, e que, não raras vezes, foi usado como referência legal e doutrinária noutros sectores da supervisão nacional.

(c) A aprovação da reforma do abuso de mercado na União Europeia em 2003, através da Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de janeiro, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado), exigiu uma nova revisão legislativa. Uma reforma que para o legislador português foi minimalista, ao contrário do que aconteceu noutros Estados-Membros, porque o elenco de contraordenações e a tipificação dos crimes contra o mercado já antecipava no essencial (desde a reforma de 1999) o novo regime que veio a ser criado pela citada diretiva, que em alguns pontos foi inclusivamente influenciado pela lei portuguesa. Na verdade, desde a reforma de 1999, a CMVM tinha já obtido resultados muito significativos no combate aos abusos de mercado (incluindo condenações criminais), o que não acontecia na maior partes dos países da União Europeia. Os ajustamentos foram por isso pontuais, com algum reforço dos poderes da CMVM em matéria de averiguações preliminares relativas a crimes contra o mercado e a consagração de soluções inovadoras (em relação à própria diretiva) quanto à conexão da responsabilidade civil das pessoas coletivas com a responsabilidade criminal dos agentes individuais. O anteprojeto de transposição das diretivas comunitárias do abuso do mercado foi preparado pela CMVM, em articulação e colaboração com o Ministério das Finanças. A reforma legislativa apresentada pelo Governo (Lei nº 55/2005, de 18 de novembro, acompanhada do projeto do que veio a ser o Decreto-lei nº 52/2006, de 15 de março) foi depois aprovada por unanimidade no Parlamento (cfr. *DAR*, I série, nº 46/X/1).

(d) A adaptação do regime sancionatório existente aos novos desafios da regulação financeira no século XXI e o ambiente da crise de 2007 motivaram duas iniciativas posteriores. Por um lado, em 2008, a CMVM divulgou um documento (ainda atual e disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)) contendo as *Novas medidas de prevenção e combate ao abuso de mercado* (Lisboa, 2008). Um conjunto pormenorizado de informação sobre diversas dimensões das estratégias regulatórias e jurídicas do combate aos comportamentos abusivos no mercado, divulgado após consulta pública intensamente participada. Por outro lado, o Parlamento aprovou a Lei nº 28/2009, de 19 de junho, através da qual operou uma revisão do regime sancionatório no sector financeiro em matéria criminal e contraordenacional. Este diploma estendeu à legislação do sector bancário (regulado pelo BdP) e do sector segurador (regulado pelo ISP, agora ASSFP) alguns regimes que tinham sido criados pelo Código dos Valores Mobiliários de 1999 (como o processo sumaríssimo ou o regime de divulgação de decisões) e agravou (de forma equilibrada) as sanções previstas para os crimes e para as contraordenações em todo o sector financeiro. A par disto, a CMVM continuou a desenvolver uma intensa atividade no domínio sancionatório, instaurando e acompanhando (com quadros próprios e sem qualquer contratação externa) os processos de contraordenação na fase administrativa e na fase judicial (incluindo nas instâncias de recurso) e apresentando participações criminais fundamentadas relativas a crimes contra o mercado e infrações conexas, que permitiram depois às autoridades judiciárias competentes tomar decisões consequentes quanto à instauração de inquéritos criminais.

2. Todas as reformas legislativas realizadas a partir de 1999 no mercado de valores mobiliários (incluindo o código de valores mobiliários que entrou em vigor nesta data) tiveram em conta a atividade sancionatória desenvolvida pela CMVM, o saber acumulado do estudo e acompanhamento dos processos e o conhecimento dos problemas concretos que foram sendo resolvidos. Estes aspetos foram condições essenciais para garantir a adequação e eficácia do sistema sancionatório neste sector e assentaram em algumas bases fundamentais.

Na verdade, praticamente desde a sua fundação (em 1991) a CMVM entendeu a dimensão infracional como um aspeto central para um cabal

desempenho das funções de supervisão. A perseguição infracional não é, nem deve ser, o principal instrumento de atuação, mas constitui uma das garantias de que os restantes regimes são levados a sério. Se foi mantida uma política de rigor e estrito respeito pela legalidade vigente (o que se verifica nomeadamente pelos números de arquivamentos ainda na fase administrativa) acompanhada da preocupação em assumir uma abordagem pedagógica (vejam-se, designadamente, os números das admoestações, ou níveis de coima mais baixos em certas áreas e em certos momentos), foi porque se teve consciência de que uma eficaz perseguição infracional das condutas ilícitas exige um investimento de qualidade e concentração de recursos específicos na área sancionatória.

Em segundo lugar, a CMVM assumiu de forma consequente a componente infracional do regime, investindo em estudo e numa cuidada preparação penal e processual penal dos quadros que tinham de trabalhar nestas áreas. Não por entender que o regime contraordenacional se subsumia ao regime penal, mas por compreender que, sem este último, a natureza e as próprias especificidades do regime contraordenacional não podiam ser exatamente compreendidas e plenamente dominadas num quadro exigente de litigância processual.

Em terceiro lugar, os dois fatores antes referidos levaram a que a própria CMVM propusesse, desde 1999, no âmbito da elaboração do Código dos Valores Mobiliários, um regime infracional inovador para a regulação financeira, tanto sob o ponto de vista substantivo como processual (do artigo 378º até ao atual artigo 422º), inspirando-se na sua larga experiência na matéria, mas igualmente em estudos internos a que sempre deu central importância. A experiência da CMVM em matérias legislativas assenta pois no duplo pilar do enquadramento teórico rigoroso e da análise crítica da experiência passada, e as novas figuras jurídicas que tem proposto ao legislador têm sido testadas de forma consistente ao longo dos anos. O método tem-se revelado proveitoso, ao ponto de outras autoridades administrativas terem acolhido soluções inicialmente avançadas pelo Código dos Valores Mobiliários.

Em quarto lugar, a CMVM tem tido uma política consistente de integração vertical e horizontal da sua atuação nesta área. Integração vertical porque, concentrando numa mesma unidade orgânica a atuação na fase administrativa e na fase judicial nas contraordenações, consegue

uma especial criação de sinergias, acumulação de conhecimentos e uma atuação coerente em ambas as fases. Integração horizontal porque na mesma unidade orgânica se concentra não apenas o conhecimento na área das contraordenações, mas igualmente de outras áreas do direito, o que permitiu um tratamento integrado das contraordenações, e não soluções desgarradas dos restantes enquadramentos jurídicos operados pela CMVM.

Em quinto lugar, deve sublinhar-se o facto de a CMVM ter estabelecido e promovido relações de colaboração com o Ministério Público, que permitiram assegurar uma coerência de estratégia jurídica entre esta magistratura e a autoridade de supervisão.

Em sexto lugar, foi assumida uma política ativa de formação e de troca de experiências, em que a CMVM partilhou com outras autoridades administrativas, com magistrados, com advogados e com o meio académico os seus conhecimentos, procurando aprender com o estudo realizado por outras entidades. Os inúmeros colóquios, cursos, seminários e conferências que tem organizado (autonomamente ou em colaboração com o Centro de Estudos Judiciários, a Procuradoria-Geral da República e as universidades) comprovam o que se afirmou.

A conjugação de todos estes fatores permitiu obter resultados muito positivos, amplamente documentados neste estudo. A quantidade de processos tramitados, o nível de sucessos judiciais obtidos, a consistência da atuação infracional ao longo dos anos, a capacidade de promover soluções para problemas processuais e as correntes jurisprudenciais que se têm formado sobre temas centrais da atividade sancionatória mostram que a CMVM nunca ficou impedida de ter uma atuação consistente e consequente na área infracional, fosse qual fosse o quadro legislativo com que trabalhou nestes vinte e quatro anos.

## **B. Cinco pilares de uma reforma legislativa**

1. Este breve excuro pelas reformas do sistema sancionatório do Código dos Valores Mobiliários e pela atividade sancionatória concomitante da CMVM permite perceber uma realidade essencial em qualquer reforma legislativa: ela deve ser necessária, informada e

adequada ao sistema jurídico em que se vai inserir. Por outras palavras, deve apresentar soluções que resolvem problemas práticos ou problemas jurídicos reais, deve trazer soluções fundamentadas e consistentes que surgem em relação harmoniosa com o regime existente (e que, por isso, resolvem problemas e não criam novos problemas) e, finalmente, deve assentar em propostas que respeitem a nossa tradição jurídica e se revelem adequadas ao sistema legal e judicial vigente, pois é nesse e não em qualquer outro que vão ser aplicadas. O que vale por dizer que é com base no saber histórico-legislativo, no conhecimento das práticas judiciais e num saber jurídico corretamente organizado que as novas soluções devem ser apresentadas e desenvolvidas. E não, entenda-se, na importação acrítica de soluções nacionais ou estrangeiras deslocadas que, não raras vezes, para além de criarem problemas novos sem resolver os existentes, carecem de legitimidade e de eficácia nos seus próprios sistemas de origem.

2. Assim, o primeiro pilar de qualquer reforma legislativa a realizar num sistema sancionatório com este lastro histórico deve ser a preservação da **estabilidade** geral do regime existente. A sucessão de alterações legislativas é profundamente erosiva para o sistema jurídico. Com os resultados até aqui obtidos, o sistema sancionatório do sector financeiro não precisa de ruturas aventureiras mas sim de uma estabilidade construtiva, com desenvolvimentos pontuais e melhoramentos nas matérias carentes de intervenção legislativa.

Um segundo pilar é o da **preservação das garantias fundamentais** do Estado de Direito nos processos sancionatórios públicos. O processo de contraordenação atualmente existente organiza-se também por referência a um importante acervo de garantias do arguido na fase organicamente administrativa do processo e na fase judicial, designadamente o direito de defesa, o direito a requerer a apreciação plena do caso perante um tribunal judicial e o direito de recurso para instâncias superiores. A eficácia do sistema não exige qualquer diminuição das garantias existentes. Pode apenas aconselhar uma maior disciplina processual, como forma de evitar os efeitos de alguns atos com consequências dilatórias ou de necessidade processual duvidosa (como, por exemplo, arrolar várias testemunhas residentes no estrangeiro ou

requerer a junção ao processo de toda a documentação existente num banco). Mas as garantias fundamentais são de preservar não só pela sua finalidade principal, a de garantir os direitos de defesa, mas também porque tais garantias reforçam a legitimidade das decisões processuais e a forma de realizar os valores da justiça neste sector de atividade.

Um terceiro pilar de qualquer reforma legislativa é a *clareza* do regime jurídico. Um regime legal equívoco é fonte de dúvidas, presta-se a distorções, gera atrasos processuais e motiva recursos para instâncias superiores. Ou seja, consome recursos só para que a dúvida (pertinente ou deslocada) seja resolvida. Podem por isso motivar intervenções legislativas as soluções ou regimes dúbios, pouco claros ou imprecisos que sejam, por esse motivo, fonte de conflitualidade processual. Sendo possível em abstrato aguardar por uma clarificação jurisprudencial (o que já tem acontecido em matérias tão relevantes como a legalidade da prova ou a imputação de factos ao arguido) justifica-se que o legislador faça nestes casos opções claras, elegendo uma das soluções possíveis em detrimento de outras. No regime sancionatório do sector financeiro este aspeto é particularmente relevante porque a lei assenta numa sucessão de remissões (o Código dos Valores Mobiliários tem o Regime Geral das Contraordenações com direito subsidiário e este, por sua vez, é completado do mesmo modo pelo Código Penal e pelo Código de Processo Penal) que garantem a completude do sistema, mas que podem ser fonte de insegurança para todos os sujeitos processuais. De igual modo, se importa resolver as dúvidas decorrentes deste cruzamento de instrumentos sancionatórios, devem igualmente ser evitadas sobreposições de outra natureza (como aquelas associadas a uma invocação direta do Direito Administrativo) que, para além de serem estranhas ao quadro constitucional do Direito de Mera Ordenação Social, colocariam em causa a eficácia do sistema e aumentariam a imprecisão do seu regime jurídico. Aspetos essenciais neste domínio devem, pois, ser esclarecidos pelo legislador sempre que possível, evitando aumentar a imprecisão do regime pela mistura de ramos do Direito distintos. O Direito de Mera Ordenação Social não é nem Direito Penal, nem Direito Administrativo: é um ramo autónomo do Direito Sancionatório Público.

O quarto pilar de uma reforma legislativa eficaz é a *simplicidade*. Na medida do possível, o legislador deve eleger soluções simples que

evitem uma tramitação complexa, com sucessivos atos decisórios que possam ser fonte de litígio processual. Talvez seja mais fácil encontrar espaço para promover soluções desta natureza na fase organicamente administrativa do processo de contraordenação (onde podem vigorar soluções especiais) do que na fase judicial (já padronizada pelo modelo de audiência penal). Uma tramitação mais simples que reduza o potencial de conflitualidade é do interesse de todos os sujeitos processuais, em especial numa fase que pode terminar com um arquivamento ou com a aceitação tácita da decisão da autoridade de supervisão, já que a impugnação é facultativa.

Finalmente, a clarificação e a simplicidade promovem a *celeridade* da tramitação, o que beneficia todos os envolvidos e pode ser, em si mesmo, um motivo para intervenções legislativas seletivas.

Em suma, as reformas legislativas no sistema sancionatório do sector financeiro, em particular nas áreas da responsabilidade da CMVM, devem garantir a estabilidade essencial do sistema, preservar as garantias existentes, clarificar regimes que possam ser equívocos e adotar soluções simples, necessárias e adequadas que promovam a celeridade na tramitação do processo.

### C. Possíveis soluções e propostas em debate

A reflexão sobre a experiência de duas décadas de atividade sancionatória, o conhecimento dos problemas suscitados nas centenas de processos conduzidos pela CMVM e os estudos realizados sobre o sistema sancionatório da regulação financeira (a nível nacional e internacional) permitem identificar alguns pontos de possível incidência de reformas, quer ao nível da lei geral (Regime Geral das Contraordenações) quer ao nível da legislação especial (Código dos Valores Mobiliários).

Nesse sentido, mereceram um consenso alargado no seio da CMVM as seguintes propostas:

- (1) O processo de contraordenação, ao prever a impugnação judicial como facultativa, abre um espaço natural de *consenso processual* e de *redução da conflitualidade* pela aceitação tácita da decisão da autoridade administrativa. Esse espaço de consenso



e de redução da conflitualidade pode ser alargado com vantagens para todos os envolvidos (arguidos, reguladores, tribunais) através da reformulação de regimes existentes ou da criação de novas soluções que promovam tais valores. Pense-se, por exemplo, no regime do processo sumaríssimo, nas soluções de confissão e colaboração processual e no regime de suspensão da execução da sanção:

- (2) A forma sumaríssima de processo, criada de forma inovadora pelo Código dos Valores Mobiliários de 1999 (cfr. artigo 414<sup>o</sup>), comprovou o seu valor teórico e prático em cerca de quinze anos de aplicação efetiva pela CMVM. A experiência adquirida, a compatibilidade da solução com a celeridade processual, com as garantias de defesa e com as finalidades da regulação financeira aconselham o alargamento do seu campo de aplicação, quanto aos *seus pressupostos* (designadamente, já não se revela atualmente necessário exigir uma reduzida gravidade da infração e da culpa do agente) e quanto às *sanções propostas* pela autoridade administrativa ao arguido (que podem ser elevadas, por exemplo, até ao limite de um quarto da sanção máxima legalmente cominada). Este alargamento do campo de aplicação do processo sumaríssimo é aliás congruente com idêntica tendência que se tem verificado nesta figura no âmbito do processo criminal.
- (3) Por razões semelhantes, a lei deve acolher *instrumentos simples e expeditos* que permitam aos arguidos *aceitar de forma linear as imputações* que lhe são dirigidas e *colaborar no esclarecimento processual dos factos*, como acontece aliás em vários regimes especiais vigentes no direito penal. Por maioria de razão, tais instrumentos podem fazer especial sentido no processo de contraordenação dos sectores regulados, nos quais os agentes exercem uma atividade profissional permanente, sujeita a uma dinâmica temporal mais intensa, à luz da qual o esclarecimento dos factos e a resolução rápida do conflito processual acabam por ser do interesse de todos. Assim, a lei pode contemplar perfeitamente em qualquer momento processual *um regime simplificado de confissão* (despido das conotações ético-morais de



expição da culpa e assunção do arrependimento que dominam no processo penal) e *soluções de colaboração processual* na descoberta da verdade dos factos, que garantam legalmente uma atenuação extraordinária da sanção obrigatória (por exemplo, diminuição das sanções legais em um terço dos seus limites mínimos e máximos ou, inclusivamente, a redução a metade em caso de confissão e colaboração processual simultâneas). Na mesma linha poder-se-á contemplar um regime simplificado de transação, aperfeiçoando o que já se encontra acolhido no nosso ordenamento jurídico.

- (4) Finalmente, também o atual regime de suspensão da execução da sanção (artigo 415º do Código dos Valores Mobiliários) pode ter o seu campo de aplicação alargado e clarificado, reduzindo-se para o efeito o regime de prova para três meses (o que na dinâmica da atividade nos mercados financeiros é um período mínimo mais razoável do que os atuais dois anos) e prevendo-se os efeitos da eventual impugnação da decisão pelo arguido.
- (5) Em matéria de prova, tanto na fase administrativa como na fase judicial, revela-se conveniente que a lei limite o regime de tradução de documentos (designadamente, quando estes foram elaborados ou assinados pelos intervenientes, sejam por estes compreendidos ou surjam em língua internacionalmente usada nos mercados financeiros).
- (6) A importância da prova documental em todo o processo deve ser legalmente assumida e reforçada. A preservação do valor e relevância da prova documental em todo o processo é um aspeto fundamental nas infrações económico-financeiras, pois a generalidade dos factos relevantes é comprovada por via documental, designadamente na fase administrativa do processo de contraordenação. Carece por isso de sentido construir todo o processo na fase administrativa com base em prova documental e não a ter depois em conta na fase judicial ou acabar por a desvalorizar em audiência de julgamento, centrando a atividade probatória na prova testemunhal.
- (7) Também por isso, o número máximo de testemunhas, total e por infração, que hoje em dia encontra limitação por força do

artigo 66º do Regime Geral das Contraordenações, deveria ser regulado expressamente como regra geral tanto na fase administrativa como na judicial. Quando o essencial da prova é de natureza documental um excesso de testemunhas serve apenas para perturbar o bom andamento do processo.

- (8) As testemunhas indicadas pelos arguidos deveriam ser apresentadas por este, em data determinada pela autoridade administrativa, de forma a evitar delongas e vicissitudes processuais que apenas atrasam injustificadamente o andamento do processo.
- (9) Na fase administrativa do processo de contraordenação outras matérias podem ainda ser objeto de clarificação. Quando um regime especial prevê uma acusação, é conveniente que a lei deixe bem claro quais são as menções obrigatórias e o prazo máximo para defesa, sob pena de se debater até à exaustão em tribunal as diferenças entre as acusações em processo de contraordenação e em processo criminal. Nesse sentido, pode ser acolhida a solução já aceite pela jurisprudência dominante (designadamente, pelo Tribunal Constitucional) que considera apenas relevantes a identificação dos factos, a lei aplicável (incluindo a enunciação das sanções legais) e a indicação do prazo para defesa.
- (10) Da mesma forma, é conveniente assumir em lei expressa os poderes disciplinadores de boa condução do processo e de produção de prova na fase organicamente administrativa, com o objetivo de evitar a prática de atos desnecessários, supérfluos, inúteis ou manifestamente dilatórios. O que se revela particularmente adequado num sistema que permite que o arguido aceite a decisão da autoridade administrativa (sendo por isso desnecessária uma parte da promoção probatória) ou a impugne, requerendo a realização dum julgamento perante um tribunal (caso em que haverá normalmente produção adicional de prova, se tal for necessário).
- (11) O regime das custas também deveria ser simplificado, dado que a remissão para o regime judicial se mostrou inadequado na prática pela sua complexidade e ineficiência. Tem mais sentido

uma solução que se funde no número de folhas do processo, regime que já existiu no passado.

- (12) Na fase judicial seria útil consagrar um verdadeiro despacho saneador no processo de contraordenação. No atual regime existem as mais díspares interpretações, entendendo uns tribunais o despacho previsto na lei como mero despacho liminar, usando-o outros como um despacho saneador mais ou menos incompleto. A solução pode introduzir alguma racionalidade processual, evitando que a audiência seja perturbada com a formulação de questões que podiam e deviam estar decididas antes de esta se iniciar.
- (13) Da mesma forma, o regime da audiência em primeira instância deveria ser expressamente regulado. O atual regime (artigo 66º do Regime Geral das Contraordenações) remete para o regime das contravenções. Como este regime está revogado, uns tribunais não o aplicam e outros, pelo contrário, consideram-no aplicável por força da remissão.
- (14) O atual recurso para melhoria do direito consagra a legitimidade dos arguidos e restantes intervenientes processuais e ao mesmo tempo a sua admissão depende da discricionariedade do Tribunal da Relação. O resultado é que este instrumento acaba por nunca ser usado porque a Relação (legitimamente) teme que seja uma via para distorcer a natureza restrita dos recursos em processo de contraordenação. Seria, portanto, útil ponderar a hipótese de restringir a legitimidade ao Ministério Público e tornar a admissão deste recurso vinculada. As perspetivas dos arguidos e das autoridades administrativas estariam garantidas pela sua resposta ao recurso do Ministério Público. Assim se poderia garantir algum controlo público deste recurso e, ao mesmo tempo, a obrigatoriedade da sua apreciação.
- (15) Finalmente, deveria ser consagrado um forte aumento das custas no caso de interposição de recurso de atos irrecorríveis, de forma a cessar algumas situações de abuso que o regime atual permite na prática.
- (16) É ainda aconselhável rever o regime das execuções. Este regime é essencial porque é através dele que se garante em última aná-

lise o efetivo cumprimento das sanções impostas em processo de contraordenação. O Regime Geral das Contraordenações rege esta matéria através de uma longa e pouco consistente cadeia de remissões.<sup>37</sup> Esta é uma das áreas que merecia tratamento substantivo e não por mera remissão, adequando-se às especificidades das contraordenações. A grande destriça deve ser não entre execução de coimas e sanções acessórias, mas entre a execução de sanções *patrimoniais e não patrimoniais* (para efeitos de execução irreleva a causa e a qualificação da sanção, mas apenas o seu conteúdo, patrimonial ou não). Note-se, por outro lado, que não estão previstas na lei *medidas cautelares* que possam garantir o pagamento de coimas, custas ou de excussão de benefícios ilícitos. A possibilidade de execução de sanções contraordenacionais no plano europeu é quase desconhecida da maioria dos agentes jurídicos, pelo que se deveria pensar uma remissão para a lei competente.<sup>38</sup> O atual regime apenas atribui legitimidade para promover a execução ao Ministério Público. O regime (artigo 89º, nº 2, do Regime Geral das Contraordenações) devia permitir igualmente a possibilidade de a autoridade administrativa promover a execução da sanção. Com essa autonomia, as autoridades administrativas poderiam aliviar o trabalho do Ministério Público e agir mais eficientemente, pois trata-se de executar decisões proferidas por si relativas a agentes e mercados que conhecem.

- (17) Em sede de *prescrição* a solução não passa por se aumentarem em abstrato os prazos de prescrição. A celeridade da justiça é um bem jurídico tutelado em geral, mas na área do sistema

<sup>37</sup> No âmbito do processo de execução 1) o RGCO remete para a execução da multa, artigo 89º; 2) por sua vez, a execução da multa (artigo 491º do CPP) remete para a execução de custas (DL nº 34/2008); 3) o regulamento das custas (artigo 35º) qualifica a execução como especial e determina a aplicação subsidiária das regras da forma sumária do processo de execução (CPC). Já o 89º, nº 4 do RGCORDS remete para a execução das *sanções acessórias* em processo penal (artigo 499º CPP).

<sup>38</sup> Lei nº 93/2009, de 1 de setembro, que transpõe a Decisão-Quadro 2005/214/JAI do Conselho, de 24 de fevereiro de 2005, relativa à aplicação do princípio do reconhecimento mútuo das sanções pecuniárias.

financeiro tem particular acuidade. Os mercados financeiros caracterizam-se pela celeridade e uma sanção aumenta a sua eficácia se for aplicada rapidamente. Questão diversa é a do alargamento do regime da suspensão da prescrição. A suspensão apresenta duas diferenças de monta em relação ao simples alargamento de prazos: em primeiro lugar, tem como causa factos concretos ocorridos num processo concreto e, em segundo lugar, estes factos são em muitos casos imputáveis aos arguidos ou vão em seu benefício. Teria sentido consagrar como causa de suspensão a existência de sentença condenatória, como no processo penal, mas igualmente as situações de suspensão do procedimento por questão prejudicial, a omissão de prestação de informações verdadeiras, completas e claras em violação de deveres de colaboração ou, ainda, a interposição de recurso para o Tribunal Constitucional. A suspensão da prescrição prevista atualmente em caso de impugnação judicial é de seis meses, o que é manifestamente inadequado tendo em conta o tempo normal de duração dos processos. Poderia por isso ser alargado para cerca de dezoito meses, a contar da data da apresentação da impugnação judicial junto da autoridade administrativa, prazo razoável que contempla a possível complexidade do processo, a sua articulação com a agenda judicial e os atrasos associados ao movimento anual de magistrados.

- (18) Na fase judicial, poderia ser contemplada em casos excecionais a extensão dos prazos de adiamento da audiência, por despacho judicial fundamentado, por forma a preservar a prova produzida em audiência em respeito pelo princípio da continuidade. Alargamento que se compreende pela complexidade dos casos em questão, pela duração de alguns julgamentos (em especial, com pluralidade de arguidos) e por a maior parte da prova ser documental, não fazendo sentido pôr em causa o seu valor prático por vicissitudes quanto à duração da produção de prova pessoal.
- (19) Pode também ser aconselhável consagrar expressamente soluções de prioridades processuais no agendamento, realização dos julgamentos por fatores específicos de urgência e um regime

próprio de aceleração processual (designadamente, em casos de risco de prescrição, de necessidade de reforço da confiança no funcionamento no sistema financeiro ou de tutela dos interesses dos investidores).

- (20) Tem-se assistido a uma tendência da parte do legislador de consagrar em legislação avulsa novos poderes contraordenacionais para a CMVM, em temas que não são diretamente da área dos valores mobiliários. A multiplicação de tipos infracionais ou de molduras sancionatórias não constitui em si mesma um problema inultrapassável (afinal é o que acontece igualmente no direito penal), mas já suscita problemas a disparidade de regimes gerais substantivos e processuais aplicáveis às contraordenações para as quais a CMVM é competente. Em relação a um mesmo arguido, aplicar distintos regimes processuais e substantivos pode potenciar contradições ou induzir complexidades desproporcionadas nos processos. É por isso aconselhável que se consagre norma no Código dos Valores Mobiliários no sentido de, independentemente das fontes normativas que consagram as contraordenações, ser aplicável o regime geral substantivo e processual do Código dos Valores Mobiliários.
- (21) Finalmente, seria de evitar o recurso aos preceitos reguladores do processo criminal como direito subsidiário, de forma a conter alguma da incerteza associada à sua invocação deslocada e abusiva. Aliás, a dispersão do regime sancionatório ter vários instrumentos legais será sempre negativo. A solução ideal será a consolidação num regime de contraordenações para entidades sujeitas a supervisão, que contemple as respetivas especificidades; e dispensa e aplicação subsidiária de quaisquer outros instrumentos legais. Seria, aliás, uma solução consistente com a criação do Tribunal da Concorrência, da Relação e Supervisão, especializado nestes domínios e que, no que diz respeito à área de atuação da CMVM, se tem revelado uma solução adequada.

## Síntese Final

1. Desde a sua criação, a CMVM tem registado uma intensa atividade de investigação e sancionamento da violação das regras que regulam o mercado de valores mobiliários e os instrumentos financeiros.

Numa breve síntese, entre 1991 e 2014 (15 de julho), **a CMVM instaurou 1787 processos de contraordenação** e (desde 1997) **abriu averiguações preliminares em 509 casos de possíveis suspeitas de crimes de mercado** (manipulação de mercado, abuso de informação privilegiada e outros crimes relacionados com a atividade desenvolvidas no mercado), tendo apresentado **79 participações** fundamentadas ao Ministério Público para subsequente investigação criminal.

Estes números globais documentam de forma expressiva a atuação da CMVM no sentido de zelar pela integridade, legalidade e credibilidade do mercado de capitais português.

2. No que toca aos processos de contraordenação, dos **1787 processos abertos, 1661 foram decididos**. Destes, 454 processos foram arquivados (antes ou após a dedução de acusação). Nos restantes processos foram aplicadas 757 coimas (sendo que em alguns processos foram aplicadas várias coimas, em virtude da existência de vários arguidos) e 584 admoestações.

Cerca de 30% dos processos abertos incidiu sobre factos relacionados com a divulgação de informação financeira pelas sociedades cotadas (551 processos) e cerca de 22% respeitou ao cumprimento do dever de

divulgação de informação privilegiada e ao conteúdo da informação (399 processos). Entre as infrações mais comuns estão também as relativas ao cumprimento das regras de gestão coletiva de poupanças (268 processos). Em conjunto, estes ilícitos representaram mais de dois terços do total.

O valor total das coimas deliberado foi de 17,1 milhões de euros. A coima mais elevada foi decidida em 2009 – cinco milhões de euros, em resultado de um cúmulo de sanções – e 2004 foi o ano em que a soma das coimas foi mais reduzida – 65.000 euros. Desde 1999 o valor das coimas aplicadas em processo de contraordenação reverte integralmente a favor do Sistema de Indemnização dos Investidores.

**3. As decisões de condenação da CMVM em processos de contraordenação foram aceites pelos seus destinatários em 88% dos casos.** Até julho de 2014, apenas 140 processos foram alvo de impugnação judicial.

No que toca ao desfecho dos processos de impugnação judicial, apenas 11,4% das decisões da CMVM levadas aos tribunais foram revogadas e 15% não puderam ser confirmadas por ter decorrido o prazo de prescrição. Este prazo era de dois anos até à entrada em vigor do Código dos Valores Mobiliários (1999), tendo depois passado a ser de cinco anos. Considerando apenas os processos em que houve decisão de mérito (106), verificou-se que **85% dos casos deram lugar a condenações judiciais**, as quais consistiram, em 51% dos casos, em confirmações do montante da coima aplicada pela CMVM.

**4. A complexidade dos processos alvo de impugnação tem vindo a aumentar quer no que toca ao seu enquadramento jurídico quer do ponto de vista da produção de prova.** Talvez por esta razão tem-se verificado o recurso cada vez mais frequente a incidentes processuais por parte dos arguidos.

Neste plano refira-se que a CMVM sempre assumiu uma postura de colaboração ativa e empenhada com as autoridades judiciárias (Ministério Público e tribunais). Iniciada em 1992, quando foram submetidos a julgamento os primeiros processos de contraordenação decididos pela CMVM que foram judicialmente impugnados, essa colaboração



traduz-se, por um lado, na apresentação de testemunhas e de todos os elementos que solicitados pelo tribunal e, por outro, numa articulação efetiva e consequente com o Ministério Público quanto à intervenção judicial que cada uma das entidades assume em cada processo. A articulação com o Ministério Público passa igualmente pela prestação de todo o apoio solicitado à CMVM, dentro das suas competências e possibilidades, e pela representação em juízo da autoridade administrativa, ao abrigo dos poderes legais de que dispõe.

A condução diferenciada que a CMVM dá à persecução de infrações do foro contraordenacional e do foro criminal resulta dos poderes que a lei lhe confere, que são distintos consoante se trate de ilícitos de mera ordenação social ou de ilícitos tipificados como crimes. Quando estejam em causa infrações puníveis como contraordenações, a CMVM tem competência para instruir, acusar e decidir os processos (ainda que a decisão possa ser impugnada nos tribunais). Diversamente, quanto estejam em causa ilícitos criminais a CMVM tem competências apenas de averiguação preliminar que podem dar origem a uma participação criminal fundamentada ao Ministério Público. Cabe depois às autoridades judiciais a condução do respetivo processo.

**5.** Ao estabelecer esta estrutura infracional dualista (contraordenações e crimes), o legislador terá procurado graduar o ilícito consoante o seu nível de danosidade. Assim, estabelece-se uma dicotomia clara entre a violação dos deveres cujo acatamento se revela necessário para garantir o funcionamento correto e adequado do mercado, punível como contraordenação, e as práticas que, por agredirem bens jurídicos essenciais à organização, estrutura e funcionamento deste sector do sistema financeiro, mereceram a tutela penal conferida pelos crimes contra o mercado (abuso de informação privilegiada e manipulação de mercado). Este regime é semelhante, aliás, ao da maioria dos países europeus.

Ainda no que toca aos processos de contraordenação e aos interesses que se pretendem tutelar, o legislador graduou de forma distinta a sua violação em processos muito graves, graves e menos graves. São puníveis como contraordenações muito graves, por exemplo, a divulgação ao mercado de informação que não seja completa, verdadeira, atual, clara,

objetiva e lícita, a violação dos deveres de informação dos emitentes, a realização de ofertas públicas sem registo prévio pela CMVM e a violação do dever de defesa do mercado pelos intermediários financeiros.

A medida das coimas que a CMVM pode aplicar a cada tipo de infração é também graduada por lei em função dos bens jurídicos tutelados. Até junho de 2009, as coimas máximas variavam entre 2.500 euros para as contraordenações menos graves e os 2,5 milhões de euros para as muito graves, sendo aplicáveis as normas penais relativas ao concurso de infrações e ao cúmulo de sanções. Os ilícitos criminais até essa mesma data eram puníveis com pena de prisão até três anos podendo esta ser substituída por multa. A partir de 20 de julho de 2009, com a entrada em vigor da Lei nº 28/2009, de 19 de junho, as coimas máximas passaram a ser de 500.000 euros para as contraordenações menos graves e cinco milhões de euros para as contraordenações muito graves. As penas de prisão previstas para os crimes contra o mercado foram elevadas para cinco anos, por força do mesmo diploma. São também aplicáveis sanções acessórias (de interdição temporária de atividades e de publicação das sanções a expensas dos arguidos) em processos de contraordenação e em processos criminais. Os benefícios obtidos com a prática dos crimes são automaticamente apreendidos.<sup>39</sup>

No plano comparado, verifica-se uma significativa disparidade nos montantes das coimas (ou sanções equivalentes) aplicáveis aos casos de abuso de mercado nos diferentes Estados-Membros da União Europeia. Com efeito, o montante máximo pode variar entre 14.200 euros (Letónia) e 100.000.000 euros (França) e a legislação nacional da maioria dos Estados-Membros não fixa um valor mínimo para as coimas. No entanto, em alguns países (Itália e Portugal), o valor mínimo da coima que se encontra fixado na legislação nacional é superior ao valor máximo da coima aplicável noutros Estados-Membros (Letónia, Roménia e Lituânia).

Algo semelhante se passa quanto à cominação das penas de prisão para os crimes contra o mercado. Em todos os Estados-Membros

<sup>39</sup> O valor máximo da coima poderá duplicar caso o benefício económico da infração seja superior a esse valor, nos termos do novo regime acolhido pelo artigo 388º, nº 2, do CdVM, na redação introduzida pela Lei nº 28/2009, de 19 de junho.

inquiridos, além da pena de multa, quem cometer o crime de abuso de informação privilegiada ou de manipulação de mercado está sujeito ao cumprimento de pena de prisão. Contudo, existem variações significativas no que respeita aos limites mínimos e máximos da pena de prisão aplicável. Com efeito, alguns Estados-Membros aplicam penas severas em ambos os tipos de crime, com penas máximas de prisão iguais ou superiores a 10 anos (Chipre, Eslováquia, Grécia, Itália e República Checa; no caso da Letónia, a pena máxima de prisão de 10 anos apenas é aplicável a casos de abuso de informação privilegiada), enquanto noutros Estados-Membros a pena máxima de prisão não ultrapassa os dois anos relativamente a qualquer um dos crimes de abuso de mercado (Bélgica, França, Holanda e Luxemburgo). A legislação nacional da maioria dos Estados-Membros não estabelece um período mínimo de pena de prisão. Em duas jurisdições (Hungria, relativamente aos dois tipos de crime, e Eslováquia, apenas relativamente ao crime de abuso de informação privilegiada), o limite mínimo da pena de prisão (três anos) é superior à pena máxima aplicável nos Estados-Membros em que esse limite é mais baixo (Bélgica, França, Holanda e Luxemburgo).

A fim de assegurar a integridade dos mercados financeiros na União Europeia e aumentar a proteção dos investidores e a confiança nesses mercados, foi publicado o Regulamento Abuso de Mercado (Regulamento (EU) nº 596/2014), que estabelece um quadro regulatório comum, e a Diretiva Abuso de Mercado (Diretiva 2014/57/EU) que estabelece normas mínimas aplicáveis às sanções penais.

**6.** Na atividade sancionatória da CMVM são facilmente identificados dois períodos quanto ao tipo de ilícitos detetados: o primeiro entre 1991 e 1999 e o segundo entre 2000 e 2014.

Entre 1991 e 1999 foram decididos 821 processos e assistiu-se a uma tendência para o crescimento do número de processos concentrados em infrações relacionadas com a transparência e a divulgação de informação. Neste período foram abertos em média 100 processos de contraordenação por ano sendo que o número máximo – 201 – se registou em 1999 e o número mínimo – 24 – em 1993. As infrações mais frequentes respeitaram aos deveres dos emitentes em matéria de

prestação de informação periódica ao mercado e à CMVM (50%) bem como aos requisitos de qualidade e de oportunidade da informação.

Cerca de 47% dos processos instaurados neste período culminaram na aplicação de coimas, cujo montante médio anual foi de 403.000 euros. Assinale-se, porém, que a política sancionatória da CMVM nos primeiros anos da sua atividade teve em consideração preocupações de natureza pedagógica e preventiva. O início da atividade da CMVM coincidiu com a entrada em vigor do primeiro Código do Mercado de Valores Mobiliários (1991), conhecido também como Lei Sapateiro, que pela primeira vez regulamentou em profundidade a atividade dos mercados e dos seus operadores. Foi também este diploma que criou a CMVM.

Entre 2000 e 2014 foram decididos 840 processos e registou-se uma maior diversidade nos ilícitos. Predominaram as contraordenações relativas à qualidade e oportunidade da informação (nomeadamente participações qualificadas, informação privilegiada e qualidade de informação), aos deveres dos intermediários financeiros e à violação das regras relativas à gestão coletiva de poupanças.

Em contrapartida verificou-se uma redução substantiva dos processos por violação dos deveres de prestação de informação financeira periódica. Este período coincide com a entrada em vigor do novo CdVM (1999) e a consequente criação pela CMVM (Março de 2000) do sistema de difusão de informação, através do qual as entidades emittentes passaram a divulgar obrigatoriamente ao mercado e à CMVM, entre outras, a informação financeira periódica. Foi também revogado o dispositivo legal que obrigava as empresas a publicar na íntegra os relatórios e contas periódicos nos jornais de grande circulação.

A violação dos deveres de oportunidade e qualidade da informação e das regras relativas à gestão coletiva de poupanças foram as infrações que deram origem a um maior número de processos, sendo que, no primeiro caso, se tornou o segundo ilícito mais relevante em termos de valor das coimas aplicadas desde 1991 (o primeiro foi a divulgação de informação financeira periódica).

Com a entrada em vigor, em 20 de março de 2002, do Decreto-Lei nº 61/2002 a CMVM passou a poder declarar uma participação qualificada como não-transparente por estar, por exemplo, sedada numa

jurisdição *off-shore* e por poder pertencer a acionistas com posições de concertação ou de domínio no capital social das empresas cotadas.

7. A CMVM aplicou as coimas mais elevadas de sempre no período 2000-2014: uma por violação de deveres relativos à qualidade de informação (de cinco milhões de euros), outra por incumprimento de deveres por parte de um intermediário financeiro (de três milhões de euros) e uma ainda por violação do dever de defesa da integridade do mercado (no valor de 950.000 euros). Estas decisões foram (tal como outras) divulgadas no sítio da CMVM na *internet* ao abrigo do artigo 422º do CdVM alterado em 2006, que passou a determinar a divulgação pela CMVM das decisões proferidas nos processos de contraordenação muito graves.

A atividade sancionatória neste período teve como pano de fundo o crescimento exponencial do mercado a par de uma progressiva sofisticação da atividade dos seus principais operadores, sem esquecer a profunda reforma regulatória paralelamente incrementada como resultado da transposição de várias diretivas comunitárias (Diretivas do Abuso de Mercado, dos Prospetos, das OPA, dos Mercado de Instrumentos Financeiros, da Transparência e da Auditoria). A transposição destas diretivas introduziu alterações profundas e transversais a todo o CdVM (só com a transposição da DMIF foram alterados 170 artigos do Código e introduzidos 56 novos), tendo ainda originado a aprovação de um conjunto extenso de regulamentos.

8. Em 2005 foi conduzida pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) uma avaliação da atividade sancionatória da CMVM, integrada no programa de análise global da supervisão do sistema financeiro português. Os resultados desta avaliação foram publicados em 2007. O FMI considerou que a CMVM dispunha de poderes suficientes e adequados ao exercício das suas funções, tendo, contudo, recomendado a adoção de uma política mais severa de aplicação de coimas. Esta recomendação do FMI veio ao encontro às orientações que, nessa altura, tinham já sido adotadas pela CMVM, tal como consta do relatório final do FMI.

Nesta avaliação o FMI recomendou, ainda, maior transparência sobre a punição dos intervenientes do mercado, designadamente através da

divulgação das sanções aplicadas nos processos de contraordenação. Todavia, a adoção desta medida já estava prevista no âmbito da transposição da Diretiva do Abuso de Mercado de 2003 e veio a concretizar-se, quanto às contraordenações muito graves, com a entrada em vigor, a 30 de junho de 2006, do diploma de transposição. Com a entrada em vigor da Lei nº 28/2009, de 19 de junho, este regime de divulgação de decisões sancionatórias passou a ser também aplicável às decisões relativas a contraordenações graves (através da nova redação do artigo 422º, nº 1, do CdVM).

Também a vertente da atividade da CMVM de investigação e deteção de crimes de mercado foi submetida à avaliação pelo FMI que concluiu que a CMVM dispõe de “amplos poderes de investigação”. Estes poderes – recorde-se – vieram a ser clarificados e (até mesmo) reforçados em determinadas vertentes de obtenção de prova, na revisão do CdVM processada em 2006, com a transposição da Diretiva do Abuso de Mercado (de 2003).

**9.** Na vertente da atividade da CMVM de investigação de crimes de mercado, entre 1997<sup>40</sup> e o primeiro semestre de 2014 a CMVM abriu **509 processos de averiguações preliminares** que poderiam fundamentar eventuais participações criminais ao Ministério Público ou a possível instauração de processos de contraordenação. Do total, 115 incidiram sobre suspeitas abuso de informação privilegiada e 108 sobre suspeitas de manipulação de mercado.

Destes processos, **59 permitiram a recolha de indícios da prática efetiva de crimes** (11,5% do total) pelo que foram enviados ao Ministério Público para ser dado início ao procedimento criminal. Entre estes, **17 processos foram conduzidos até à fase de julgamento** e em **10 foram proferidas decisões condenatórias** (seis por abuso de informação privilegiada e quatro por manipulação de mercado).

Os processos de natureza criminal participados pela CMVM são acompanhados através de canais institucionais com a magistratura do Ministério Público. Para o efeito, a CMVM tem, em todos os pro-

<sup>40</sup> A CMVM não dispõe de dados anteriores a 1997 dado que até essa altura a organização desta informação era efetuada não por natureza de ilícito mas por tipo de agente infrator.

cessos criminais por si participados, indicado testemunhas, prestado esclarecimentos técnicos, fornecido elementos de prova decisivos e, em alguns casos, participado em diligências concretas de obtenção ou conservação de prova e realizando perícias através dos seus técnicos, a pedido das autoridades judiciais. Por vezes essa articulação alarga-se também à Polícia Judiciária, na realização de diligências conjuntas ou na prestação de apoio técnico qualificado. A CMVM fá-lo há mais de 22 anos, no quadro do estatuto legal que orienta a sua atividade e dentro dos respetivos limites.

O primado de assegurar mercados regulares, seguros e credíveis marcou visivelmente a vida da CMVM. Porém, os acontecimentos que mergulharam os mercados financeiros internacionais numa crise profunda, também ela uma crise de confiança, demonstraram a necessidade de adoção de medidas que dotem os reguladores/supervisores de poderes mais efetivos e harmonizados e que estendam a regulação a segmentos da atividade financeira até aí não cobertos.

Na parte final de 2008, diferentes organismos internacionais, nomeadamente o G20 e a Comissão Europeia (com o apoio do CESR), enunciaram a necessidade de ser desenvolvido um conjunto de novas medidas com vista à reposição da confiança nos mercados. Entre elas, nova regulamentação para as agências de *rating* e para os *hedge funds*, a preparação de regulamentação para os mercados OTC e a revisão de várias diretivas comunitárias. A Comissão Europeia nomeou um grupo de personalidades presidido por *Jacques de Larosiére* para apresentar soluções para a reforma do modelo de supervisão do sistema financeiro e encontrar medidas regulatórias que evitem a repetição dos acontecimentos que estão na base desta crise.

**10.** A CMVM tinha, entretanto, elegido (no início de 2008) como um dos pilares do seu plano programático o reforço do combate às infrações e crimes de mercado. Para tanto, foram desenvolvidos mecanismos mais eficazes de deteção de situações que podem configurar violação das regras de funcionamento dos mercados, quer sejam eventuais ilícitos de mera ordenação social ou correspondam à possível prática de crimes contra o mercado.



**A detecção das situações suspeitas resulta de três fontes distintas:** (i) de um sistema de alertas que funciona com base nos dados da negociação em mercado (SIVAM); (ii) de denúncias efetuadas à CMVM pelos intermediários financeiros, entidades gestoras de mercados, investidores ou outras entidades; (iii) de comunicações de suspeitas por parte de departamentos de supervisão da CMVM.

Neste âmbito, passou a realizar-se quotidianamente o controlo e a triagem dos alertas de negociação, tanto dos que resultam do acompanhamento das sessões de mercado (*Real Time*), como dos que resultam da análise do dia seguinte (T+1). Foram desenvolvidos e implementados alertas inerentes a testes de largo espectro e a testes específicos, destinados a sinalizar tipologias particulares de abusos de mercado. Além disso, passaram a ser analisadas de forma sistemática os sinais de alerta emitidos em face da ocorrência de eventos supervenientes. As operações suspeitas de manipulação de mercado ou de violação do dever de defesa do mercado e as operações suspeitas de terem sido realizadas com utilização de informação privilegiada são particularmente analisadas.

Uma vez obtida a consolidação das suspeitas relativamente às operações detetadas, prossegue-se a averiguação aprofundada dos casos de forma a fundamentar a sua denúncia às autoridades judiciais competentes. Nos ilícitos de mera ordenação social é iniciado o respetivo procedimento contraordenacional.

**11.** A CMVM aprovou e divulgou em 2009 um conjunto de novas recomendações no âmbito da análise financeira (abrangendo jornalistas, emitentes, investidores e os próprios analistas), novos entendimentos sobre informação privilegiada e definiu e publicou, pela primeira vez, os procedimentos de supervisão de informação de emitentes.

Estas novas medidas refletiram-se nos anos subsequentes, entre 2009 e 2014, na eficiência da atividade da CMVM, em especial a utilização do SIVAM na deteção de indícios de situações de abuso de mercado. Com efeito, a permanente monitorização do mercado com um sistema de alertas e a análise destes alertas, a fase de análise preliminar prévia à fase de averiguações e as comunicações de operações suspeitas



recebidas (incluindo de intermediários estrangeiros) permitiram uma maior eficácia e celeridade na deteção e investigação de casos de abuso de mercado.

Para o período de 2009 a 2014, essa eficiência reflete-se (i) na percentagem de 27% de processos de averiguações que culminaram em participações ao Ministério Público (próxima de 1/3 e que aumentaria se se considerassem também os casos em que dos processos resultou a instauração de processos de contraordenação por violação do dever de defesa do mercado); (ii) na concentração do número de participações neste último período que representa 54% do total das participações – e na consistência desse aumento ao longo dos anos (média de seis participações por ano); (iii) no diminuto número de casos arquivados pelo Ministério Público (apenas três) ou no facto de ter sido proferido apenas um despacho de não pronúncia neste período; (iii) na natureza dos investidores objeto das participações, com um número significativo de investidores especialmente habilitados, alguns dos quais estrangeiros; (iv) na complexidade de alguns casos identificados (de manipulação com recurso à introdução e modificação de ofertas recorrendo a negociação automatizada de elevada velocidade); (v) na identificação de casos de informação privilegiada em todas as ofertas públicas de aquisição e fusões anunciadas desde 2009.

12. Apesar dos resultados conseguidos, a CMVM continua a desenvolver uma intensa e rigorosa atividade sancionatória, a assumir uma participação ativa em instâncias e grupos internacionais, a promover uma permanente revisão das suas metodologias de trabalho e a perspetivar a possibilidade de reformas legislativas – sejam estas impulsionadas pela adoção de novos instrumentos jurídicos comunitários, seja por via da reflexão interna em grupos especializados, da realização de conferências ou da promoção de publicações. E, por isso mesmo, o presente estudo reúne também informação atualizada sobre as reformas dos mercados de valores mobiliários na União Europeia (em matéria de mercados, intermediação financeira, prospetos e transparência e abuso de mercado) e culmina com a apresentação de várias propostas legislativas destinadas a promover a eficiência do sistema sancionatório vigente no sector financeiro.

*Os Anexos desta publicação estão disponíveis no web site da CMVM em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)*