

PRIVATIZAÇÕES E CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS

Pelo Prof. Doutor Eduardo Paz Ferreira

O texto que se apresenta, de seguida, corresponde a um parecer elaborado em Agosto de 1996 em relação com problemas surgidos no processo de privatização do Banco de Fomento e Exterior.

Não obstante o tempo decorrido, julgamos que o seu conteúdo mantém actualidade.

O Decreto-Lei n.º 33/96, de 12 de Abril, aprovou a segunda e a terceira fase de reprivatização do Banco de Fomento e Exterior, S.A., com o que se consubstanciará a privatização total daquela instituição bancária.

Na sequência daquele Decreto-Lei, a Resolução do Conselho de Ministros n.º 73/96, de 22 de Março, publicada no D.R., 1.ª Série B, de 21 de Maio de 1996, veio regular a segunda fase da reprivatização, a qual se encontra já em curso.

No decurso dessa segunda fase surgiram algumas dúvidas que levaram a que me fosse pedido o presente Parecer, com carácter de extrema urgência.

Pergunta-me a entidade consulente “se, em relação à privatização do Banco de Fomento e Exterior, existe no Decreto Lei n.º 33/96, de 22 de Abril, no caderno de encargos aprovado pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 73/96, ou no Código do Mercado de Valores Mobiliários alguma norma que impeça que

um concorrente, após ter feito a entrega da sua proposta de aquisição, incluindo a proposta de preço, em envelope fechado, possa adquirir em bolsa acções do BFE”.

É quanto passo, de imediato, a analisar

1. A possibilidade de alienação de acções representativas do capital do Banco de Fomento e Exterior, S.A., de aqui em diante designado abreviadamente por BFE, foi pela primeira vez admitida pelo Decreto-Lei n.º 428/89, publicado ainda antes da revisão constitucional de 1989 e ao abrigo da Lei n.º 84/88, de 20 de Julho, que admitia a eventualidade da privatização parcial de empresas públicas, desde que o Estado conservasse a maioria do capital.

O BFE foi, assim, transformado em sociedade anónima de capitais maioritariamente públicos, sendo o capital social titulado por acções do tipo A, de que apenas poderiam ser titulares o Estado ou outras entidades públicas, e acções do tipo B, que poderiam ser detidas por entidades privadas.

Apesar de ter ficado aberto o caminho para a privatização parcial do BFE, a mesma só seria desencadeada após a publicação da Lei n.º 11/90, de 5 de Abril.

Foi, de facto, o Decreto-Lei n.º 270/94, de 25 de Outubro, que veio autorizar a alienação parcial das acções representativas do capital daquele Banco, nos termos que vieram a ser regulados na Resolução do Conselho de Ministros n.º 115-A/94, de 10 de Novembro, publicada no D.R., 1.^a Série B, de 11 de Novembro de 1994.

O modelo de privatização para que, então, se apontou caracterizava-se pela opção por uma profunda dispersão do capital, bem evidenciada pela proibição, imposta pelo n.º 1 do artigo 7.º do Decreto-Lei n.º 270/94, de que qualquer entidade singular ou colectiva pudesse adquirir mais de 5 por cento do capital social da empresa.

Por outro lado, o preâmbulo do próprio Decreto-Lei n.º 270/94 era expresso quanto ao modelo de privatização que se pretendia seguir, uma vez que nele se podia ler “...ser intenção do Governo que o Estado mantenha uma forte presença no capital

accionista do Banco, não apenas pela origem histórica da instituição, como, sobretudo, pela importância da natureza especializada que a mesma assume no contexto das instituições bancárias a operar no País”.

Deverá, ainda, recordar-se que, já depois de realizada a primeira fase da reprivatização, se admitiu a possibilidade de os CTT-Correios de Portugal, S.A., virem a receber uma parcela das acções do BFE para regularização da dívida do Estado para com aquela sociedade anónima de capitais exclusivamente públicos, nos termos do artigo 68.º da Lei do Orçamento para 1995 (Lei n.º 39-B/94, de 27 de Setembro).

O XIII Governo Constitucional definiu, porém, uma orientação diferente nessa matéria, afirmando o princípio de que “a participação accionista do Estado no sistema financeiro limitar-se-á à Caixa Geral de Depósitos e ao Banco Nacional Ultramarino, que manterão entre si uma relação de grupo, ainda que com respeito pela autonomia operacional e de marcas” (1).

Em consequência dessa opção, o Programa de Privatizações previa: “...De igual modo, no ano corrente será dada continuidade à privatização do Banco de Fomento Exterior — visando a sua privatização total — e, concomitantemente, privatização indirecta das respectivas empresas participadas, incluindo, naturalmente, o Banco Borges & Irmão. O modo de alienação da posição do Estado a adoptar será definido e regulado no mês de Fevereiro de 1996, garantindo que a transferência da posição de controlo do BFE para a iniciativa privada, se faça com respeito pelos interesses patrimoniais dos actuais accionistas minoritários, com todas as garantias de transparência e isenção, e salvaguardando a concorrência e a solidez do sistema financeiro”.

Essa orientação definida no Programa de Privatizações foi, aliás, umas das razões fundamentais apontadas pelo Senhor Ministro das Finanças para indeferir o pedido do Banco Português de Investimento — SGPS, S.A., que pretendia adquirir noventa e

(1) Programa de Privatizações 1996-1997 (Aprovado por Resolução do Conselho de Ministros n.º 21/96, de 5 de Março).

cinco por cento do capital do BFE através de uma oferta pública de aquisição (OPA).

Optou, de facto, o Governo por manter o controlo do processo de privatização do Banco, em vez de aceitar passivamente a iniciativa de um interessado, tendo considerado, designadamente, conforme se pode ler no despacho n.º 74/96-XIII, de 23 de Fevereiro, do Ministro das Finanças, que "... a reprivatização por aceitação de oferta pública de aquisição, entre outros inconvenientes, não garante, neste caso concreto, pelos motivos expostos, quando comparada com outras soluções, tais como o concurso público, a necessária flexibilidade, o melhor ajustamento às características específicas de que se reveste esta operação de reprivatização e potencia o afastamento de ulteriores interessados. É sabido que o respeito escrupuloso destas orientações se encontra intimamente relacionado com o sucesso das operações de privatização e, em geral, com a credibilidade e sucesso do Programa de Privatizações".

É, pois, neste quadro que se insere a opção de privatizar a totalidade do capital do BFE, tal como foi decidido pelo Decreto-Lei n.º 33/96, que aprovou a segunda e terceira fase da privatização.

Está, agora, apenas em causa a segunda fase, correspondente à alienação em bloco de um lote de 52 000 000 acções representativas do capital social.

Tal alienação deverá realizar-se através de concurso público limitado, regulado pela Resolução n.º 73/96, que aprovou o respectivo caderno de encargos, que agora está especialmente em apreciação.

2. Ficou já dito que o Governo optou pela reprivatização do BFE, na parcela que não é destinada a trabalhadores e pequenos investidores e que será objecto de uma terceira fase desta operação, pelo recurso ao método do concurso público limitado.

Trata-se uma forma de reprivatização que tem vindo a ser crescentemente utilizada e que é expressamente permitida pelo n.º 3 do artigo 6.º da Lei n.º 11/90, "desde que o interesse nacional ou a estratégia definida para o sector o exijam ou quando a situação económico-financeira da empresa o recomende".

Não tem sido prática do legislador, nem tem vindo a ser objecto de exigência por parte das entidades fiscalizadoras do processo de privatização, a explicitação das razões porque o Governo considera que estão reunidas as condições legais para poder lançar mão deste processo (2).

Trata-se de uma solução de venda que, conforme a prática atesta e a doutrina tem sublinhado (3), se destina sobretudo a facilitar a formação de núcleos duros dotados de estabilidade, valor que parece justificar o relativo afastamento das regras de concorrência, a que se assiste nestes casos.

Esta é uma solução em que o legislador dispõe de uma grande margem de manobra quer na definição de quais as entidades que são aceites a concorrer, quer na das regras especiais a que fica sujeita a futura transacção de acções adquiridas neste processo, afastando-se conseqüentemente as regras normais do direito societário.

Na impossibilidade de descrever, nesta sede, todos os traços característicos da operação de privatização, deverão em qualquer caso reter-se a exigência, quanto aos concorrentes, constante do n.º 4 do artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 33/96 e sua explicitação feita pelo artigo 5.º do Caderno de Encargos, aprovado pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 73/96, bem como o período de indisponibilidade das acções, fixado pelo artigo 5.º do mesmo Decreto-Lei.

Um e outro aspecto representam exemplos da ampla margem de discricionariedade de que dispõe o Governo ao desencadear este tipo de operações e não se poderá ignorar que, dentro desses mesmos poderes discricionários, se poderia incluir igualmente o de proibir os concorrentes de adquirirem acções do BFE em transacções de bolsa, enquanto durasse o concurso e não existisse ainda a obrigação de lançamento da OPA, prevista no artigo 3.º do Decreto-Lei n.º 33/96.

(2) Vd., Eduardo Paz Ferreira, *Sumários de Direito da Economia*, AAFDL, 1995, pág. 340.

(3) Cfr. Luís Morais, *Privatização de Empresas Públicas. As Opções de Venda*, AAFDL, 1990, págs. 207 e segs.

Da leitura do Decreto-Lei n.º 33/96, assim como do Caderno de Encargos não resulta, no entanto a existência de qualquer norma com esse sentido.

3. É certo que se poderiam levantar algumas dúvidas em face do n.º 1 do artigo 12.º do Decreto-Lei n.º 33/96, que dispõe: “Nenhuma entidade, singular ou colectiva, poderá adquirir, no âmbito das operações que integram as duas fases do processo regulado no presente decreto-lei, mais de 65% do capital social do Banco salvo por efeito do disposto no n.º 7 do artigo 2.º, no n.º 1 do artigo 3.º e no n.º 8 do artigo 5.º ”.

Estamos, aqui, de facto, em, presença de uma norma cuja interpretação literal apresenta algumas dificuldades que são, de resto, extensíveis à própria *ratio* do preceito.

Os princípios vigentes no ordenamento jurídico nacional em matéria de interpretação das leis estão condensados no artigo 9.º do Código Civil, que impondo, embora, ao intérprete o recurso a elementos extra-literais (nomeadamente o histórico e o sistemático), estabelece dois importantes limites, ao determinar:

“2 — Não pode, porém, ser considerado pelo intérprete o pensamento legislativo que não tenha na letra da lei um mínimo de correspondência verbal, ainda que imperfeitamente expresso.

3 — Na fixação do sentido e alcance da lei, o intérprete presumirá que o legislador consagrou as soluções mais acertadas e soube exprimir o seu pensamento em termos adequados.”

A proibição plasmada na disposição interpretanda abrange um universo pessoal não limitado e tem por objecto as operações que integram as duas fases do processo regulado no decreto-lei n.º 33/96.

Como recorda Castro Mendes ⁽⁴⁾ “O termo processo (de proceder, caminhar para a frente, avançar) tem antes de mais um sen-

⁽⁴⁾ *Direito Processual Civil*, 1.º Vol., revisto e actualizado, edição A.A.F.D.L., s.d., págs. 33 e 34.

tido latíssimo, em que significa uma sequência de fenómenos que se dirige a um determinado resultado, sejam esses fenómenos actos jurídicos (processo legislativo, processo de casamento, processo de execução (*)), sejam actos materiais (processo de fabrico), sejam mesmo factos não humanos (processo químico, processo morboso).”

Porém, é manifesto que o conceito de processo, na ciência do direito, independentemente do ramo, é bem mais restritivo e rigoroso.

A doutrina administrativista portuguesa vem, desde há muito, definindo o processo como sendo “a sucessão ordenada de formalidades preestabelecidas tendente à formação ou à execução de uma vontade funcional. (5)”

Diogo Freitas do Amaral, que à expressão processo preferiu procedimento, caracteriza-o como “a sequência juridicamente ordenada de actos e formalidades tendentes à preparação da prática de um acto da Administração ou à sua execução (6).”

E procedendo à análise do conceito explicita que “é a lei que determina quais os actos a praticar e quais as formalidades a observar; é também a lei que estabelece a ordem dos trâmites a cumprir, o momento em que cada um deve ser efectuado, quais os actos antecedentes e os actos consequentes” (7).

No Código do Procedimento Administrativo a expressão processo, por vezes utilizada na doutrina em sinonímia com a procedimento, viu a sua aplicação restringir-se ao dossier burocrático, ao conjunto de documentos em que se traduzem os actos e formalidades que integram o procedimento administrativo, autonomizando-se do procedimento, aqui definido como a sucessão ordenada de actos e formalidades tendentes à formação e manifestação da vontade da Administração Pública ou à sua execução — artigo 1.º.

É verdade que a expressão processo, aplicada às privatizações e utilizada num contexto temporal, pode comportar um sentido amplo, englobando não só os actos jurídicos e as formalidades

(5) Cfr. Marcello Caetano, *Manual de Direito Administrativo*, Tomo II, 10.ª edição, 3.ª reimpressão, Almedina, Coimbra, 1990, pág. 1287.

(6) *Direito Administrativo*, vol. III, Lisboa, 1989, pág. 163.

(7) idem, pág. 165.

inerentes à formação da decisão da Administração (o administrativo), como todos os fenómenos que ocorram durante o espaço temporal em que o procedimento tem lugar.

Não será, contudo, assim se o legislador expressamente se referiu, como no caso presente, às operações integrantes das fases do processo disciplinado pelo Decreto-Lei n.º 33/96, e não apenas ao processo.

Citando Francesco Ferrara, “deve-se (...) partir do conceito de que todas as palavras têm no discurso uma função e um sentido próprio, de que neste não há nada de supérfluo ou contraditório e por isso o sentido literal há-de surgir da compreensão harmónica de todo o contexto”⁽⁸⁾.

Aplicando este princípio, aquelas operações serão operações jurídicas, como tal previstas e valoradas no diploma que estabelece as regras procedimentais a que deve obedecer a reprivatização; serão os actos que integram o procedimento administrativo inerente à reprivatização.

Quisesse o legislador proibir a aquisição independentemente do seu contexto e bastar-lhe-ia interditar genericamente a aquisição de participações superiores a 65%, enquanto estivesse em curso a privatização, em vez de utilizar uma fórmula manifestamente restritiva e inidónea à produção daquele resultado.

Do exposto resulta que a interpretação com maior apoio na letra da lei, é a de que apenas estão em causa as acções objecto de privatização na segunda e na terceira fase do processo — únicas reguladas no Decreto-Lei n.º 33/96 — pelo que o âmbito da proibição apenas abrange a compra de acções que venham a ser adquiridas pelos trabalhadores e pequenos investidores, que gozarão de condições especiais, conforme previsto no n.º 1 do artigo 11.º do Decreto-Lei n.º 33/96, as quais apenas serão fixadas, contudo, em futura Resolução do Conselho de Ministros.

Significará isto que as acções reservadas para a terceira fase estarão sujeitas não só a um período de indisponibilidade total de três meses, consagrado no n.º 1 do artigo 9.º do Decreto-Lei n.º 33/96, como ficarão igualmente sujeitas a uma proibição

⁽⁸⁾ *Interpretação e Aplicação das Leis*, tradução portuguesa 3.ª edição, Coimbra, 1978, pág. 140.

permanente de venda em relação ao núcleo duro de accionistas do Banco.

É, assim, claro que esta proibição nada tem a ver com a aquisição de acções em bolsa.

Mas, mesmo que se pretendesse forçar uma interpretação, sem um mínimo de correspondência na letra da lei, segundo a qual a proibição se reportaria também à primeira fase do processo de privatização, que se efectuou ao abrigo do Decreto-Lei n.º 270/94, não se chegaria a conclusão diversa.

A proibição de exceder os 65 por cento do capital, com as excepções já identificadas, aplicar-se-ia, então, apenas a entidades que tivessem adquirido acções na primeira fase da privatização, através do processo regulado no Decreto-Lei n.º 270/94 e na Resolução do Conselho de Ministros n.º 115-A/94.

Ora, as acções que foram adquiridas posteriormente e, designadamente, aquelas que têm cotação na bolsa já não podem ser consideradas como estando no âmbito da privatização.

Uma vez efectuada a sua venda a entidades privadas, nos termos previstos pelos diplomas reguladores do acto de privatização, tais acções ficam sujeitas ao regime normal, a menos que estejam submetidas a quaisquer restrições determinadas pelo legislador⁽⁹⁾.

As únicas restrições que se encontram em relação às acções transaccionadas na primeira fase da privatização são as que resultam do período de indisponibilidade de um ano das acções adquiridas por trabalhadores, emigrantes e pequenos subscritores (artigo 5.º, n.º 1 do Decreto-Lei n.º 270/94).

Só que mesmo estas restrições já se encontram ultrapassadas, dado o tempo entretanto decorrido, pelo que nem elas poderiam ser invocadas para inviabilizar a aquisição em bolsa de acções do BFE.

4. Mas, se não foi possível identificar no Decreto-Lei n.º 33/96 e na Resolução n.º 73/96 qualquer disposição proibitiva da compra de acções em bolsa por parte de um concorrente à ope-

(9) Ver, António Menezes Cordeiro, "As Privatizações e o Direito Privado: Alguns Aspectos com Especial Referência ao Sector Bancário", *Direito e Justiça*, 1991, pág. 88.

ração de privatização, é até possível sustentar que parece estar implícita no Decreto-Lei a possibilidade de os concorrentes adquirirem acções em bolsa.

Com efeito, o n.º 1 do artigo 3.º do Decreto-Lei n.º 33/96 impõe ao concorrente vencedor a obrigação de lançar uma oferta pública sobre as acções representativas do capital social do Banco que se encontram admitidas a cotação.

Para a fixação do valor a oferecer por cada acção, na OPA a lançar pelo concorrente vencedor, o n.º 3 do mesmo artigo remete para o artigo 550.º, n.º 2 do Código do Mercado de Valores Mobiliários, que determina que “salvo autorização devidamente fundamentada da CMVM, que só a concederá quando as circunstâncias especiais do caso comprovadamente o justifiquem, o valor da contrapartida não pode ser inferior ao mais elevado preço porque o oferente ou qualquer das pessoas referidas no artigo 530.º hajam directa ou indirectamente adquirido os valores mobiliários em causa nos três meses anteriores à data da publicação do anúncio preliminar da oferta, ou, se tais aquisições representarem mais de 15% do total desses valores emitidos pela sociedade visada e ainda em circulação, nos doze meses que antecederam a mesma data”.

A remissão que o n.º 3 do artigo 3.º do Decreto-Lei n.º 33/96 aparenta fazer para as aquisições em mercado de bolsa é, de resto, substancialmente reforçada pelo número 4 do mesmo artigo que explicita que “para efeitos do cálculo da percentagem prevista no artigo 550.º, n.º 2, do Código do Mercado de Valores Mobiliários, não é considerada a quantidade de acções adquiridas no âmbito do concurso público”.

O legislador admite, assim, expressamente a possibilidade de a OPA ser lançada por um de dois preços: ou aquele que resultar das aquisições em mercado bolsista ou, no caso deste ser inferior, o preço pago no concurso público.

É certo que se poderia pensar que a aceitação de aquisições em bolsa, implícita no artigo em apreço, seria compatível com um período em que tais aquisições não fossem permitidas — por exemplo, aquele durante o qual decorresse o concurso — só que não existindo norma que estabeleça essa impossibilidade de transacções bolsistas, resulta reforçada a ideia de que não há limites

quanto ao recurso ao mercado bolsista pelos interessados na operação de privatização.

5. Uma última dúvida que pode, no entanto, ser colocada é a de saber se, ao aparecer no mercado a oferecer determinado valor pelas acções do BFE que estão cotadas na bolsa, o concorrente não estará a revelar o preço por que se propõe adquirir as acções no concurso público, prática que o caderno de encargos claramente pretende excluir ao estabelecer um concurso em duas fases, apenas sendo conhecido o valor da proposta na segunda fase e apenas o valor oferecido pelos candidatos admitidos a essa fase.

O legislador levou, aliás, tão longe, o cuidado em garantir que o júri não conhece, na primeira fase, o preço oferecido pelos concorrentes, que considera causa de exclusão liminar das propostas a inclusão, entre os documentos, de qualquer referência que o júri considere indiciadora do valor oferecido pelas acções objecto do concurso (alínea c) do n.º 3 do artigo 17.º do Caderno de Encargos).

Contra essa interpretação poder-se-ão, sempre, invocar duas objecções que se me afiguram decisivas.

A primeira prende-se com o facto de a citada disposição do Caderno de Encargos apenas se referir à inclusão entre os documentos de qualquer referência indiciadora do preço, quando poderia referir-se a qualquer atitude do concorrente que indiciasse tal valor.

A segunda, e mais importante, é a circunstância de não parecer que o facto de o concorrente ter adquirido em bolsa acções a um determinado valor seja decisiva no sentido que pretende adquirir as acções objecto de concurso público por idêntico preço.

6. Mas, uma vez que se concluiu pela inexistência, na legislação que expressamente regula esta operação de privatização, de qualquer norma que proíba um concorrente de adquirir acções em mercado bolsista, importará considerar o último aspecto abordado na consulta, ou seja, a possibilidade de tal proibição resultar do Código do Mercado de Valores Mobiliários.

Naturalmente que o Código do Mercado de Valores Mobiliários não regula directamente o processo de privatização que está aqui em apreciação mas, na medida em que tem por objecto, como

proclamado no seu artigo 1.º, “estabelecer os princípios e disposições fundamentais porque se regerão a organização, o funcionamento e as operações dos mercados de valores mobiliários e as actividades que nesses mercados exerçam todos os agentes que neles intervêm”, não pode deixar de ser considerado na apreciação da conduta dos concorrentes.

A única disposição do Código do Mercado dos Valores Mobiliários susceptível de ser invocada a propósito da hipótese que é objecto do presente parecer é do artigo 666.º, que prevê, nos seguintes termos, o crime de abuso de informação:

“1 — Quem, devido à sua qualidade de membro dos órgãos de administração ou fiscalização de uma entidade emittente de valores mobiliários ou de um titular de uma participação no respectivo capital, ou em razão do trabalho ou serviço que preste, com carácter permanente ou ocasional, a essa ou a qualquer outra entidade, ou, ainda, em virtude de profissão ou função pública que exerça, disponha de uma informação privilegiada e, tendo conhecimento de que a informação reveste essa natureza:

- a) Procure tirar proveito dela, adquirindo ou alienando, de conta própria ou de conta de terceiro, directamente ou por interposta pessoa, valores mobiliários emitidos por essa entidade ou por outras entidades a que a informação respeite;
- b) Ou transmita essa informação a um terceiro, fora do âmbito do normal desempenho do cargo, trabalho, serviço, profissão ou função pública em razão dos quais haja tido acesso a ela;
- c) Ou recomende ou ordene a um terceiro, com base na mesma informação, que adquira ou aliene os valores mobiliários referidos na alínea a) do presente número, será punido com prisão até dois anos e multa até 180 dias”.

Esta norma veio criminalizar, no ordenamento jurídico nacional, a prática que normalmente é conhecida por *insider trading* e que a Directiva Comunitária n.º 89/592/CEE, de 13 de Novembro

de 1989, designa por operações de iniciado, por influência da terminologia francesa.

6.1 A repressão das práticas identificadas como integrando o conceito de *insider trading* é especialmente vigorosa nos Estados Unidos ⁽¹⁰⁾, remontando ao *Securities Exchange Act* de 1934 ⁽¹¹⁾, enquanto que só tem vindo a ganhar terreno na Europa nos anos mais recentes.

A propósito da adopção em Itália de legislação sobre *insider trading* — Lei n.º 157, de 17 de Maio de 1991 — Giovanni Maria Flick ⁽¹²⁾ escreveu, num comentário que em tudo se justificaria, também, em face da situação portuguesa:

“O aproveitamento de informações privilegiadas por parte do insider, por um lado, e a reacção contrária a tal aproveitamento, com uma escalation que pode oscilar da resignação (e da inveja) até à intolerância, à estigmatização e à repressão, por outro lado, são factos demasiado conhecidos e tradicionais para que nos devamos deter na sua análise.

É, portanto, apenas de sublinhar — para valorar o actual ponto de chegada da experiência italiana — a diferente sensibilidade de aproximação ao fenómeno, na experiência estadunidense e na continental. Tanto quanto a primeira se desenvolveu e acentuou notavelmente, através da progressiva actuação de um leque repressivo sempre mais amplo e rigoroso; a segunda é, pelo contrário, de formação recente e como tal influenciada tardiamente pelas conclusões a que a primeira chegara há muito. Quase a sublinhar — para dizer a verdade

⁽¹⁰⁾ Cfr. Alain Georges, *L'Utilization en Bourse d'Informations Priviliégiées dans le Droit des États-Unis*, Economica, Paris, 1966.

⁽¹¹⁾ Deverá, no entanto, ter-se presente que nos próprios Estados Unidos têm surgido correntes que tendem a considerar que o *insider trading* não constitui um ilícito, mas antes uma prática social útil, na medida em que realizaria uma função de arbitragem consistente em permitir descontar no tempo de um modo mais gradual os efeitos de uma boa ou má notícia, evitando sobressaltos imprevistos (Vd., por exemplo, H. Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, New York, 1966). Para a crítica dessas posições, vd. Giuseppe Carrero, “Il Problema dell'Insider Trading”, *Foro Italiano*, 1988, V, págs. 146 e segs..

⁽¹²⁾ “Insider Trading: Una Tappa Significativa — Anche se Controversa — della Lunga Marcia Verso la Trasparenza”, *Rivista delle Società*, ano 36, 1991, 4, págs. 977 e segs..

de modo simplista e em grandes linhas — o confronto entre duas culturas antagónicas (a primeira, a da transparência, a segunda, a do segredo) e a progressiva sobreposição da primeira à segunda”.

A ligação entre a repressão das práticas de *insider trading* e a necessidade de divulgação da máxima informação sobre a actividade societária, isto é da maior transparência no mundo dos negócios é, de resto, expressamente assumida no Livro Branco sobre a Reforma do Direito Societário Britânico ⁽¹³⁾, onde se afirma que a transparência é limitada pela necessidade de preservar os segredos da empresa, mas que “se deve sempre propender para a divulgação, pondo o ónus da prova a cargo daqueles que defendem o segredo. Quanto mais pessoas puderem ver aquilo que efectivamente acontece, tanto menos, provavelmente, nutrirão essas pessoas suspeitas genéricas e tanto menores serão as ocasiões para ocultar actividades incorrectas ou, porventura, criminosas. A clareza nos negócios societários é o primeiro princípio para obter comportamentos responsáveis”.

O Código do Mercado de Valores Mobiliários português insere-se nessa mesma linha de exigir o máximo de informação e transparência, reclamando-se o preâmbulo expressamente “do princípio da full disclosure, consagrado na legislação americana desde 1933”.

Esta circunstância levou já a defender-se, na doutrina portuguesa, que “As obrigações de difusão de informação e a repressão da utilização de informação privilegiada são, pois, as duas faces da mesma moeda” ⁽¹⁴⁾.

O reconhecimento da justeza da linha prosseguida pela legislação portuguesa, ao avançar decididamente no sentido da transparência do mercado societário e da concomitante repressão das práticas de *insider trading*, não nos podem, no entanto, conduzir a ignorar as preocupações manifestadas, em Itália, por Giovanni

⁽¹³⁾ In *Rivista delle Società*, 1974, págs. 644 e segs..

⁽¹⁴⁾ J.J. Vieira Pires, “O Delito de “Insider Trading” e a Obrigação de Informação”, in Xavier de Basto e outros, *Problemas Societários e Fiscais do Mercado de Valores Mobiliários*, Fisco, Lisboa, 1992, pág. 82.

Maria Flick⁽¹⁵⁾, quando considera que a falta de tradição jurídica e de experiência jurisprudencial nesta matéria aconselham uma aplicação cuidadosa da lei.

Afigura-se, aliás, que a situação é bastante mais grave em Portugal, onde a adopção da solução consagrada no Código do Mercado de Valores Mobiliários, que fora antecipada nos artigos 524.º e 525.º do Código das Sociedades Comerciais, não foi antecedida de um debate aprofundado, contrariamente ao ocorrido na Itália⁽¹⁶⁾ e isto apesar das reticências que alguns criminalistas portugueses colocam à penalização do direito económico⁽¹⁷⁾.

De facto, o legislador português conformou-se com a transposição da Directiva Comunitária⁽¹⁸⁾, que acompanha praticamente a par e passo⁽¹⁹⁾, o que tem como consequência que a repressão das práticas de *insider trading* foi basicamente remetida para o campo do direito penal⁽²⁰⁾, em detrimento do recurso aos mecanismos da responsabilidade civil.

(15) Ob. cit.

(16) Ver, a este propósito, Sergio Seminara, *Insider Trading e Diritto Penale*, Giuffrè, 1989, o conjunto de artigos incluídos na *Rivista delle Società*, ano 34, 1989, I, e Leonardo di Brina, "Il Divieto di Insider Trading", *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni*, Maio-Junho de 1993, págs. 399 e segs. e ampla bibliografia aí citada.

(17) Como é, designadamente, o caso de Eduardo Correia, "Notas Críticas à Penalização de Actividades Económicas", in *Direito Penal Económico*, Centro de Estudos Judiciários, Coimbra, 1985, págs. 11 e segs.

(18) Para uma apreciação crítica da mesma, Paolo Carbonne, *Tutela Civile del Mercato e Insider Trading*, vol. 2. *Profili di Comparazione*, CEDAM, Padova, 1993, págs. 87 e segs.. Vd., também, Gaillard-Pingel, "Les Opérations d'Initiés dans la Communauté Economique Européenne", *Revue Trimestrielle de Droit Européen*, 1990, págs. 329 e segs..

(19) Para uma apreciação das soluções consagradas noutros países, vd., Paolo Carbonne, ob. cit.

(20) A excepção a essa solução é constituída pelo n.º 1 do artigo 449.º do Código das Sociedades Comerciais, que determina que "o membro do órgão de administração ou do órgão de fiscalização de uma sociedade anónima, bem como a pessoa que por motivo ou ocasião de serviço permanente ou temporário prestado à sociedade, ou no exercício de função pública, tome conhecimento de factos relativos à sociedade aos quais não tenha sido dada publicidade e sejam susceptíveis de influenciar o valor dos títulos por ela emitidos e adquira ou aliene acções ou obrigações da referida sociedade ou de outra que com ela esteja em relação de domínio ou de grupo, por esse modo conseguindo um lucro ou evitando uma perda, deve indemnizar os prejudicados, pagando-lhes uma quantia equivalente ao montante da vantagem patrimonial realizada; não sendo possível identificar os prejudicados, deve o infractor pagar a referida indemnização à sociedade".

Se é certo que são compreensíveis as dificuldades de tratamento da matéria de *insider trading* ⁽²¹⁾ em sede de direito civil, não se pode deixar de acompanhar a crítica de Giuseppe Carrero, que vê no recurso à penalização dessas práticas uma tentativa do legislador para dissuadir os seus eventuais autores pela presença de uma ameaça pesada, o que constitui uma solução legislativa perversa e conduz, muito provavelmente, à opção por uma legislação de difícil aplicação ⁽²²⁾.

7. A disposição do artigo 666.º do Código do Mercado de Valores Mobiliários integra uma norma penal de estrutura complexa e parcialmente em branco, cujo preenchimento impõe o apelo a outros ramos do direito.

A sua aplicação ao caso concreto pressupõe, pois, uma tarefa dupla: primeiro a exegese do preceito, depois a tarefa de subsunção imposta pelas exigências específicas do princípio da legalidade em matéria penal, que não só impõe a preeminência de lei como proíbe o recurso à analogia na incriminação.

7.1 O crime de abuso de informação é decomponível numa pluralidade de elementos que se configuram como pressupostos da própria acção típica, os quais são divisíveis em três grandes categorias: pressupostos relativos ao agente; pressupostos relativos à informação utilizada e pressupostos relativos à operação ⁽²³⁾.

Importará, pois, proceder à análise desses pressupostos, a fim de se estabelecer uma aproximação ao universo de casos que cabem na previsão da lei e apurar se a situação em apreciação é subsumível à previsão daquela norma.

7.2 Os pressupostos pessoais são enunciados logo no n.º 1 do artigo 666.º e traduzem-se na exigência de verificação, no agente, de uma das qualidades a seguir discriminadas:

- a de membro de órgão de administração de uma entidade emitente de valores mobiliários;

⁽²¹⁾ Paolo Carbonne, Tutela Civile, cit., vol. 1-Il Mercato e l'Insider Trading.

⁽²²⁾ "Insider Trading e Interessi Meritevoli di Tutela", Quadrimestre, 1990, n.º 3, págs. 625 e segs..

⁽²³⁾ Vd. nesse sentido, Vieira Pires, ob. cit., págs. 83 e segs..

- a de membro de órgão de fiscalização de uma entidade emitente de valores mobiliários;
- a de titular de uma participação no capital de uma entidade emitente de valores mobiliários;
- a de trabalhador por conta de uma entidade emitente de valores mobiliários ou de qualquer outra entidade;
- a de prestador de serviços permanentes ou ocasionais a uma entidade emitente de valores mobiliários ou a qualquer outra entidade;
- a de agente público.

Desta enunciação decorre que só serão juridico-penalmente relevantes, na perspectiva do n.º 1 desta disposição, as condutas dos agentes que tenham acesso directo à informação privilegiada estando investidos numa das qualidades acima enunciadas e por causa delas, excluindo-se, neste segmento os designados *insiders* secundários, cuja conduta é tipificada no n.º 3.

É comum, na doutrina, a distinção entre os chamados *insiders* primários e os secundários, que apenas têm acesso à informação porque a receberam dos primeiros.

À segunda categoria de *insiders* anda normalmente ligada uma acesa polémica doutrinária, dado que as fronteiras entre o agente que recolhe normalmente informações para o desenvolvimento da sua actividade bolsista e aquele que pode ser considerado *insider* são necessariamente fluídas.

Esta é, contudo, uma questão que não tem reflexos na análise do problema que nos foi colocado, importando apenas analisar aqui se, na perspectiva da reunião dos pressupostos pessoais, a conduta dos titulares dos órgãos de gestão e de fiscalização das concorrentes está, ou não, afastada.

A lei portuguesa, à semelhança de outras legislações, não optou por uma acepção ampla dos *insiders* primários, que se bastasse com a circunstancia de estes possuírem informações reservadas, mas exigiu que tais informações se devessem a uma particular relação com a entidade emissora dos títulos mobiliários⁽²⁴⁾.

⁽²⁴⁾ Nesse sentido, em face da lei italiana, Leonardo di Brina, ob. cit., págs. 413 e segs..

É, aliás, manifesto, na formulação da disposição que vimos analisando, que a par com a transparência e confiança do mercado, o legislador protege também, com esta incriminação, a confiança das entidades emitentes dos valores mobiliários.

Na lógica do preceito do Código do Mercado de Valores Mobiliários, exige-se como que uma relação de causalidade adequada entre a qualidade do agente e o acesso à informação, relação que se funda num pressuposto de confiança: confiança da entidade emitente em que os seus administradores e os titulares de participações no seu capital não tirarão proveito pessoal dessa qualidade; confiança do mercado em que os agentes que, por obrigação profissional, têm acesso a informação privilegiada a não utilizarão para fins diversos.

Só assim se explica que a incriminação de terceiros não abrangidos no universo do n.º 1 apenas tenha lugar nos casos em que a informação seja obtida através de um dos agentes típicos elencados no n.º 3.

A circunstância de só haver lugar à responsabilização criminal de terceiros quando o seu conhecimento tem como fonte o agente de confiança, inculca a ideia de que se pretende proteger um dever de reserva próprio dessa relação de confiança.

Ora, a ser assim, como nos parece, forçoso será concluir que a reserva só tem fundamento relativamente ao núcleo de informação abrangido pela relação de confiança, podendo, por consequência, afirmar-se que, no caso dos membros de órgãos de administração ou de fiscalização, apenas aí se inscreve a informação que diga respeito à entidade emitente, ou directamente, ou em virtude de participação no capital de outras entidades.

Aliás, se isolarmos o segmento da norma do artigo 666.º do Código do Mercado de Valores Mobiliários referente aos membros de órgão de administração ou fiscalização, verificamos que se deu continuidade às disposições do Código das Sociedades Comerciais, as quais apenas previam o abuso de informações quanto à própria sociedade.

Aplicando a análise feita ao caso presente, verifica-se que a obtenção da informação pelos concorrentes não resultou de qualquer especial qualidade do agente ou de um seu posicionamento privilegiado em relação à entidade emissora dos títulos, mas ape-

nas do facto de terem utilizado uma faculdade conferida pelo caderno de encargos da operação de privatização.

Nos termos do artigo 8.º, n.º 2 do Caderno de Encargos qualquer interessado poderia solicitar ao Banco um conjunto de documentação, de natureza confidencial, contra o pagamento da importância de 50 000 000\$00.

Significa isto que, ainda que os concorrentes tenham utilizado informação obtida por este via para adquirir as acções, não detinham as qualidades pessoais previstas na norma incriminadora, o que exclui a tipicidade do seu comportamento.

7.3 A idêntica solução se chega, aliás, pela análise dos pressupostos relativos à informação.

O Código do Mercado de Valores Mobiliários define informação privilegiada como a “informação não tornada pública que, tendo um carácter preciso e respeitando a uma ou várias entidades emittentes de valores mobiliários, seria susceptível, se lhe fosse dada publicidade, de influenciar de forma sensível a cotação ou preço desses valores no mercado” — n.º 4 do artigo 666.º.

Ainda que não se conheça exactamente o teor da documentação facultada aos concorrentes, sabe-se que a mesma é, na sua parte mais importante, constituída pelos relatórios de avaliação previstos no artigo 5.º da Lei n.º 11/90.

Ora, tais relatórios, ainda que resultem de uma análise especialmente efectuada à empresa por avaliadores independentes, repousam essencialmente na informação que, por força do direito das sociedades ou do Código do Mercado dos Valores Mobiliários, já é objecto de uma obrigação de divulgação ao público, pelo que esta informação não é susceptível de influir de forma decisiva na cotação ou preço dos valores no mercado.

Não parece, pois, que a informação corresponda à ideia de informação privilegiada, designadamente por não ter um carácter preciso e por o seu conhecimento não parecer susceptível de influenciar de forma sensível a cotação dos valores no mercado.

Trata-se, aliás, de um conjunto de informação totalmente anómalo no direito societário, cuja exigência decorre da lei-quadro das privatizações portuguesa, como condição prévia a que se possa realizar qualquer operação de privatização, pelo que se torna difí-

cil procurar a sua qualificação à luz de experiências de direito comparado.

Poderá, de qualquer forma, dizer-se que estas informações se aproximam da figura de estudos, previsões e estatísticas que, ainda que elaboradas com dados conhecidos do público, são susceptíveis, pelo facto de aumentarem a informação do mercado, de determinarem correcções pontuais nos preços das acções.

Tem sido, contudo, entendimento unânime ⁽²⁵⁾ o de que tais estudos estão afastados do conceito de informação privilegiada.

Da mesma forma, tem-se considerado, em Itália, como não aplicáveis as disposições relativas à repressão do insider trading a outras situações ainda porventura mais semelhantes à das informações confidenciais no âmbito do processo de privatizações, como é o caso de estudos financeiros elaborados com base em elementos não publicados e destinados a entidades específicas que podem ser mantidos em reserva por um período de noventa dias ⁽²⁶⁾.

Aliás, a ideia de que se trataria de informação privilegiada é de difícil compatibilização com uma oferta indiscriminada a todo o mercado, como aconteceu no caso em apreciação.

Seria, por outro lado, difícil de perceber que, tratando-se de informação privilegiada, o legislador não tivesse feito uma remissão para a disposição da norma do artigo 666.º, ficando-se pela exigência, constante do Caderno de Encargos, de que “as entidades que, nos termos do n.º 2, tomem conhecimento do teor da documentação aí referida ficam obrigados a sigilo quanto ao que dela constar” — n.º 4 do artigo 8.º.

Ora, não parece possível identificar dever de sigilo com proibição de utilização da informação, que parece ser, pelo contrário compatível com tal dever ⁽²⁷⁾.

7.4 Os resultados já alcançados justificam que se dispense a análise dos pressupostos relativos à operação, uma vez que concluímos já pela ausência de tipicidade da conduta.

⁽²⁵⁾ Di Brina, ob. cit., págs. 405 e segs..

⁽²⁶⁾ Idem, pág. 409.

⁽²⁷⁾ Nesse sentido, Andrea Bartalena, *L'Abuso di Informazioni Privilegiate*, Giuffrè, Milano, 1989, pág. 23.

7.5 Uma última perspectiva de abordagem do problema é a que se prende com a possibilidade de, ao oferecer um determinado preço pelas acções que vai adquirir em bolsa, o concorrente poder estar a utilizar uma informação de que dispõe — ou seja o preço que ele próprio ofereceu no concurso — para influenciar o mercado, produzindo, assim, um efeito que a legislação portuguesa procura prevenir.

Também esta hipótese nos parece irrelevante, em face da já verificada ausência dos pressupostos relativos ao agente, para além de se apresentar como de impossível demonstração.

Na verdade, mesmo admitindo que um investidor normal possa identificar esse preço com aquele que foi ofertado no concurso, esse investidor sabe, também, que se trata apenas de um dos preços oferecidos, sendo possível que os preços dos restantes candidatos se desviem muito e que o candidato comprador em bolsa não venha a ser seleccionado para a fase final, pelo que é de crer que o efeito sobre o mercado será bastante reduzido.

Em face de quanto ficou exposto, é possível extrair as seguintes

CONCLUSÕES

1.^a — Não existe no Decreto-Lei n.º 33/96, de 12 de Abril, nem no Caderno de Encargos, aprovado pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 73/96, de 22 de Março, qualquer norma que proíba os candidatos à privatização do Banco de Fomento e Exterior, S.A. de adquirirem em bolsa acções deste mesmo Banco;

2.^a — A proibição constante do artigo 12.º da Lei n.º 33/96 aplica-se apenas à segunda e terceira fases do processo de privatização;

3.^a — Ainda que se admitisse, por absurdo, que ela se aplicava também à primeira fase, não se poderia considerar que a compra de acções em bolsa constituía uma operação realizada no âmbito do processo de privatização, pelo que a mesma não estaria abrangida pela referida proibição;

4.^a — Ao remeter a fixação do valor a oferecer por cada acção na OPA determinada pelo n.º 1 do artigo 3.º para o disposto no artigo 550.º do Código do Mercado de Valores Mobiliários, o

legislador parece pressupor que os concorrentes podem adquirir livremente acções em bolsa;

5.^a — A aquisição na bolsa de acções do Banco de Fomento e Exterior não constitui causa de exclusão dos concorrentes na fase de selecção;

6.^a — O Código do Mercado de Valores Mobiliários não contém, também, qualquer disposição que proíba a aquisição de acções pelos concorrentes;

7.^a — As proibições de comportamento previstas na norma do artigo 666.º do Código, na parte aplicável aos membros de órgãos de administração ou de fiscalização de entidade emitente de valores mobiliários, apenas são válidas no que se refere a informação relativa a essa mesma entidade ou a entidade que com ela esteja em relação de grupo;

8.^a — Não é este o caso de informação a que as pessoas referidas na conclusão anterior acedem em virtude da aquisição do Caderno de Encargos relativo à privatização de uma empresa;

9.^a — O Caderno de Encargos limita-se a impor aos adquirentes um dever de sigilo, não se podendo extrair dessa obrigação consequências no plano da aquisição de acções;

10.^a — A informação constante da documentação adquirida pelos concorrentes não pode ser considerada como informação privilegiada, na acepção da disposição do n.º 4 do artigo 666.º;

11.^a — Aquela informação não só não é secreta, como não se revela idónea a influenciar de forma sensível a cotação dos valores no mercado;

12.^a — A aquisição em bolsa de acções de uma instituição em fase de privatização por parte de uma entidade concorrente ao processo não integra a prática do crime de abuso de informação, previsto e punido pelo artigo 666.º do Código do Mercado de Valores Mobiliários.