

ANÁLISE DE UM CASO DE MANIPULAÇÃO RUIDOSA: como se prova os efeitos da informação falsa no funcionamento do mercado de valores mobiliários?*

Paulo de Sousa Mendes**

I Apresentação do caso

Charles Foster Kane concedeu uma entrevista ao jornal diário *The Inquirer*, entretanto publicada no dia 25 de Setembro (sábado) com honras de primeira página. A entrevista foi citada em muitos outros jornais: por exemplo, *The Chronicle* de 26 de Setembro (domingo). Nessa entrevista, *Mr Kane* manifestara a sua intenção irrevogável de rejeitar uma oferta pública de aquisição (*tender offer*) de ações da *Colorado Lode Mining Co* lançada pela *Terrible Lode Mining Co*. As ações da *Colorado Lode Mining Co* estavam admitidas à negociação na Bolsa (designação: ações A). O público sabia que *Mr Kane* era o accionista maioritário da *Rosebud Corp*, que dominava a *Colorado Lode Mining Co*.

Mr Kane prestou novas declarações ao *The Inquirer*, publicadas a 28 de Setembro (terça-feira). Estas foram citadas igualmente em vários órgãos de comunicação social no dia 29 de Setembro (quarta-feira). *Mr Kane* vinha agora re-

* Texto preparado para a conferência de 24.09.14 no Curso sobre Fundamentos do Direito Penal e Processual Penal organizado pelo Centro de Estudos de Direito Penal e Processual Penal Latino-Americano (CEDPAL) e pelo Departamento de Direito Penal Estrangeiro da Universidade de Göttingen, em 22-26 de Setembro de 2014.

** Doutor em Direito. Professor Associado da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. 2º Vice-Presidente do Centro de Investigação em Direito Penal e Ciências Criminais (CIDPCC). Membro do Conselho Científico do CEDPAL.

velar a sua disponibilidade para a eventual aceitação de uma nova oferta da *Terrible Lode Mining Co*, dependendo do preço oferecido. Segundo *Mr Kane*, a entrevista de 25 de Setembro continha erros de transcrição das suas palavras que teriam originado afinal um equívoco acerca da pretensa irrevogabilidade da sua intenção de nunca vender a *Colorado Lode Mining Co*.¹

O gráfico 1 procura demonstrar que o comportamento das acções A registrou uma clara anomalia entre o fecho da sessão de bolsa do dia 24 de Setembro (sexta-feira) e a abertura do dia 27 de Setembro (segunda-feira).² A entrevista concedida por *Mr Kane* ao *Inquirer* foi publicada no dia 25 de Setembro (sábado), chegando assim ao conhecimento do público quando a bolsa estava encerrada (fim-de-semana). Mas é natural que o conteúdo dessa entrevista – que era público a partir do momento em que foi concedida – circulasse já entre os investidores através de circuitos informais de comunicação, podendo ter atraído os especuladores e assim ter dado início a uma valorização do activo em causa, segundo um princípio de eficiência de mercado.³ Mas é na segunda-feira que se nota uma forte reacção em alta do activo em causa, só explicável, dada a sua extraordinária dimensão (repare-se que o activo se comporta sempre acima de quaisquer valores das sessões anteriores, o que nunca acontecera desde 1 de Setembro até essa data), em função da entrevista concedida por *Mr Kane* ao *Inquirer*. Aliás, a própria valorização de 2,79 euros (+7,4%) do activo não tem paralelo em nenhuma das sessões contíguas do período de 1 de Setembro até 27 de Outubro. Com a publicação do desmentido de *Mr Kane* no *Inquirer* de 28 de Setembro, citado noutros jornais no dia seguinte, nota-se uma reacção em baixa do activo nesses dois dias em que o público teve a ocasião de reflectir acerca do sentido dessas comunicações (embora o activo se mantivesse num patamar acima do verificado antes da primeira entrevista ao *Inquirer*). A cotação do activo desceu imediatamente a seguir às novas declarações e é isso que nos autoriza a isolá-las como causa daquela descida.

¹ Os nomes de pessoas e instituições são inspirados no *Citizen Kane* [cf. ORSON WELLES e HERMAN J. MANKIEWICZ, *O mundo a seus pés* (trad. do guião original de *Citizen Kane* por Maria Fernanda Barão, com textos e notas de Lauro António), Famalicão/Lisboa: Famafest-Centro de Estudos de Escrita Audiovisual & Costa do Castelo, 2000, pp. 11-12]. As semelhanças com quaisquer situações realmente ocorridas são pura coincidência.

² Os gráficos são da autoria de António João Miranda, com quem publiquei, em co-autoria, o artigo „Kausalität als heuristisches Kriterium – dargestellt am Beispiel von Kursmanipulation am Finanzmarkt“, in: AA.VV., *Gerechtigkeitswissenschaft – Kolloquium aus Anlass des 70. Geburtstages von Lothar Philipps* (org.: Bernd Schünemann, Marie-Theres Tinnefeld, Roland Wittmann), Berlin: Berliner Wissenschafts-Verlag, 2005, pp. 329-367. Também existe versão portuguesa: PAULO DE SOUSA MENDES e ANTÓNIO JOÃO MIRANDA, “A causalidade como critério heurístico – Uma demonstração através do exemplo da manipulação de cotações no mercado financeiro”, *RPCC* 15 (2005), pp. 167-208.

³ Basicamente, o princípio traduz-se no impacto instantâneo nos preços de qualquer informação relevante.

Não é surpreendente que, passado o momento das declarações contraditórias, o mercado tenha reencontrado uma tendência de subida, entretanto coincidente com a crença do público na viabilidade crescente de novos cenários favoráveis à criação de valor para o activo **A**.

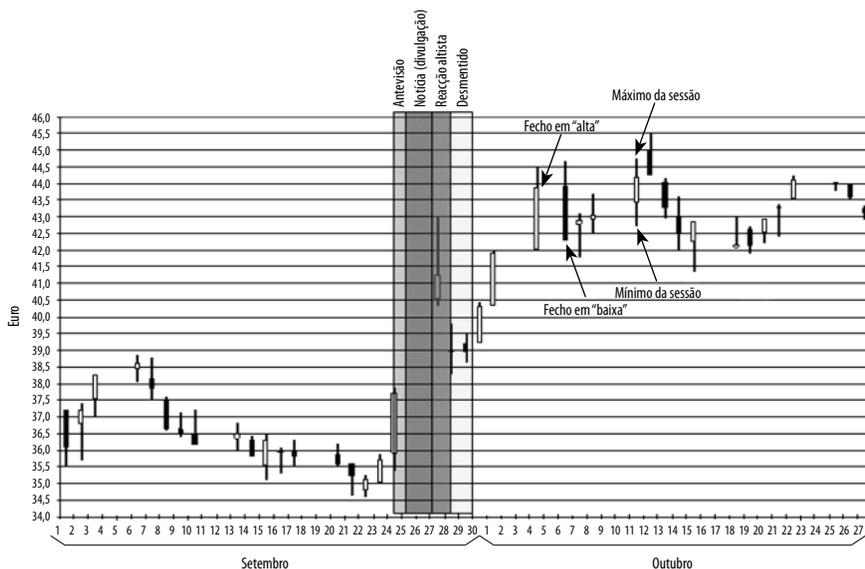


Gráfico 1 – Comportamento das acções A (1 Setembro a 27 Outubro)

O gráfico 2 pretende demonstrar o impacto que a primeira entrevista de *Mr Kane* ao *Inquirer* teve não só no comportamento do activo **A**, mas também no do activo **B1**, dominado pelo **A**, sendo ambos os activos elementos do INDEX20.⁴ Nota-se que esses dois activos acompanharam a tendência geral do mercado nos dias 22 a 24 de Setembro, só depois se destacando, inicialmente com moderação, à medida que se aproximava a ampla divulgação da primeira entrevista ao *Inquirer*, e seguidamente com intensidade, depois de a publicação ter ocorrido. Se subtrairmos sucessivamente ao INDEX20 os activos **A** e **B1**, verifica-se que, no dia 24 de Setembro, o mercado entra em ligeira queda, ao passo que os activos **A** e **B1** registam subidas, e verifica-se que, no dia 27 de Setembro, o mercado, já em subida, tem ainda assim um comportamento que fica notoriamente aquém do comportamento desses mesmos dois activos. Se nos remetermos apenas à valorização registada entre os dias 23 e 24 de Setembro, então verifica-se ainda que a própria subida do INDEX20 é determinada pela integração dos

⁴ O INDEX20 é uma medida da evolução geral do mercado, enquanto carteira teórica composta por um conjunto de 20 activos escolhidos segundo critérios estáveis da Bolsa.

activos em apreço nesse mesmo índice. Quanto à evolução ocorrida de 24 para 27 de Setembro, a forte subida no INDEX20 também só é explicável pela integração nele desses dois activos.

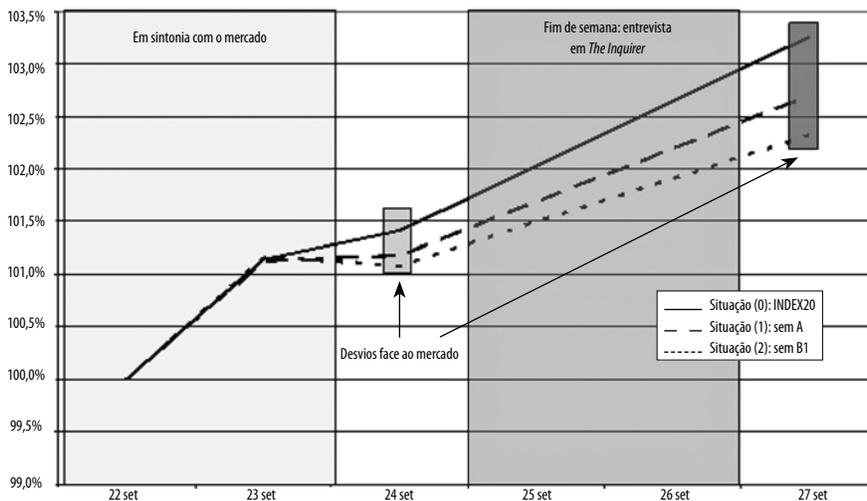


Gráfico 2 – Efeito das cotações das acções A (1) e B1 (2) na evolução do mercado

O gráfico 3 é independente do INDEX20, por forma a representar agora todos os activos dominados pela *Colorado Lode Mining Co.* Este gráfico permite ao intérprete corroborar por outra via as conclusões anteriormente enunciadas, aliás reforçando-as por via de um *argumento de correlação*⁵ que consiste em demonstrar que todos os activos desse Grupo se comportaram da mesma maneira no período relevante, em termos percentuais. Isso mostra que, se os comportamentos dos activos foram similares, então a probabilidade de esses comportamentos terem tido a mesma causa é *próxima da certeza*.⁶ Mais concretamente, não só as oscilações de cotação são paralelas, descrevendo a mesma figura já conhecida (a subida e a descida abruptas), no período entre 23 e 29 de Setembro, bem como é também notório um certo paralelismo de evolução dos activos, nas datas anteriores e posteriores ao período anómalo. Mesmo aos olhos de um leigo não deixa de ser impressionante a repetição exacta da mesma figura no período relevante, quando nos períodos anterior e posterior o comportamento dos activos apenas seguia uma mesma tendência. Tudo isto reforça a indicação de ter havido uma mesma causa, aliás única.

⁵ O estudo de correlações entre activos é frequente na análise financeira [cf. ROSARIO N. MANTEGNA e H. EUGENE STANLEY, *An Introduction to Econophysics – Correlations and Complexity in Finance*, Cambridge: Cambridge University Press, 2007 (1. ed., 2000), *passim*].

⁶ Obviamente, é um grau de credibilidade.

A título de contraste entre os activos correlacionados e um activo não correlacionado, embora relevante, inclui-se ainda no gráfico em causa o comportamento do activo C, no mesmo período temporal.

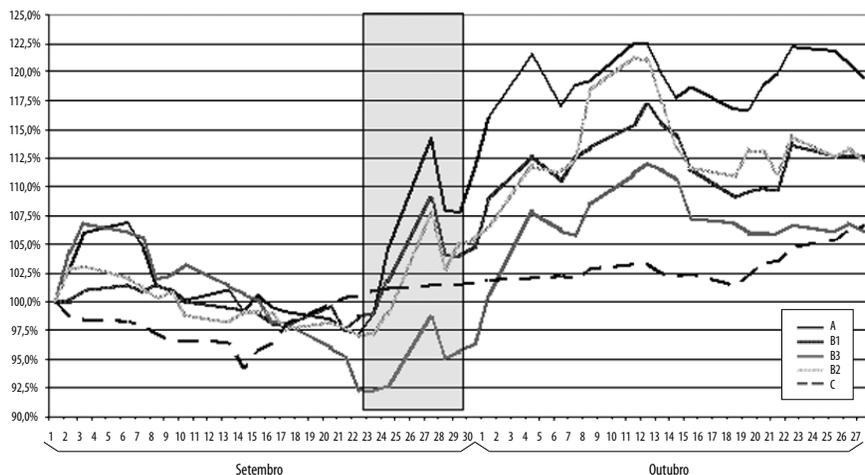


Gráfico 3 – Paralelismo dos comportamentos das acções A, B1, B2 e B3, em contraste com as acções C

Fica, pois, demonstrado que as declarações de *Mr Kane* determinaram as decisões de investimento do público. Essa prova não se baseou, nem se podia basear, na demonstração de que as declarações de *Mr Kane* foram o único factor a condicionar as decisões de investimento do público no período relevante, mas baseou-se apenas na demonstração de que todos os outros factores relevantes se mantiveram *ceteris paribus* antes, durante e depois do período analisado. Pelo contrário, a manipulação de cotações implica geralmente uma acção que contraria as potencialidades preexistentes. Se não fosse assim, a manipulação de cotações seria, na perspectiva do próprio manipulador, desprovida de sentido.

II Para que serve a prova de que uma informação influiu na cotação de um activo?

Em processos por manipulação de mercado, a defesa dificilmente se esquecerá de proclamar a seguinte trivialidade, como se fosse a milagrosa tábua de salvação para o arguido: o processo de formação das cotações de qualquer valor mobiliário é sempre muito complexo e obedece às mais variadas causas! A seguir, a defesa não desperdiçará a oportunidade de referir informações cuja dis-

seminação pelo público num determinado período de referência não poderia ter deixado de influenciar de uma maneira qualquer as sucessivas cotações do valor mobiliário em apreço. Por exemplo, os jornais escreveram que a *Colorado Lode Mining Co* ganhou oportunidades de negócio ou que perdeu quota de mercado, que os rivais de *Mr Kane* se aliaram para lhe fazer frente ou que litigaram uns com os outros... Uma linha de defesa desse género visará convencer o julgador da total impossibilidade de ajuizar se um facto avulso teve impacto no mercado ou sequer se era idóneo para influenciar as decisões de investimento do público. Que dizer então do facto que constitua o objecto do processo? A expectativa da defesa há-de ser que o julgador, mergulhado em dúvidas, decida mandar o arguido em paz.

Esses argumentos da defesa são sempre mais capciosos do que pertinentes. Mas cremos já ter demonstrado suficientemente que a sua desconstrução é mais fácil de fazer se forem confrontados com provas de que a informação de que se trata teve mesmo impacto na cotação de um ou de vários valores mobiliários.

III A manipulação do mercado em perspectiva comparada

Na Alemanha, há disposições penais para perseguir os comportamentos manipuladores desde os finais do século XIX, sendo de destacar o parág. 88 da *Lei da Bolsa (Börsengesetz – BörsG)*, de 22 de Junho de 1896. Segundo essas pregressas disposições, era punível quem actuasse de forma idónea a influenciar a cotação ou o preço de mercado de um valor mobiliário, consumando-se o crime mesmo na falta de uma influência efectiva.⁷ Com a 4.^a *Lei de Promoção dos Mercados Financeiros (4. Finanzmarktförderungsgesetz)*, de 21 de Junho de 2002, a proibição e punição da manipulação do mercado passou por uma revisão substancial, desta feita no âmbito do *Código do Mercado de Valores Mobiliários (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG)*. O respectivo parág. 20a, n.º 1, alínea 1, proíbe a divulgação de informações falsas ou equívocas “*aptas a influenciar a cotação ou o preço de um valor mobiliário nas bolsas e mercados nacionais*” e a alínea 2 proíbe a realização de “*operações enganadoras para influenciar a cotação ou o preço de um valor mobiliário nas bolsas e mercados nacionais*”. Ambas as proibições são sucessivamente conjugadas com um sistema graduado de sanções, nos termos dos parágs. 38 e 39 da WpHG⁸. Assim, é punível com pena de prisão até cinco anos ou multa, nos termos das cominações penais do parág. 38, n.º 2, do WpHG, quem efectivamente influenciar a cotação ou o preço de um valor mobiliário. Tal norma de sanção implica a veri-

⁷ Cf. JÖRG MAILE, *Der Straftatbestand der Kurs – und Marktpreismanipulation nach dem Wertpapierhandelsgesetz*, Berlin: Logos, 2006, p. 183.

⁸ *Idem*, p. 31.

ficação de um resultado típico, segundo a jurisprudência do Supremo Tribunal de Justiça (*Bundesgerichtshof* – BGH), no caso do analista Sascha Opel (Acórdão de 6 de Novembro de 2003).^{9,10} Por sua vez, a mera realização da conduta apta a influenciar a cotação ou o preço de um valor mobiliário sem que o resultado se chegue a produzir é punida como contra-ordenação, nos termos do parág. 39, n.º 1, alíneas 1 ou 2, ou n.º 2, alínea 11, da WpHG. Por conseguinte, a contra-ordenação tem a estrutura de um delito de aptidão¹¹ (ou de perigo abstracto-concreto).¹² Donde resulta que a tentativa de manipulação não é punível como crime, mas apenas como contra-ordenação consumada.¹³ Finalmente, o crime é punível apenas na forma dolosa, ao passo que a contra-ordenação é punível também na forma negligente, desde que por negligência grosseira (*Leichtfertigkeit*), nos termos do parág. 39, n.º 2, alínea 11, da WpHG.

Em Portugal, a manipulação do mercado constitui um crime. A incriminação foi criada em 1991, constando então do art. 667.º do Código do Mercado de Valores Mobiliários (CdMVM). No actual Código dos Valores Mobiliários (CdVM), em vigor desde 1 de Março de 2000, a incriminação da manipulação do mercado consta do art. 379.º, n.º 1,¹⁴ estando claramente concebida como um delito de aptidão, de mais a mais não se exigindo a alteração efectiva do regular funcionamento do mercado como condição para a subsunção do facto manipulador no tipo de crime.¹⁵ Nos termos do art. 379.º, n.º 1, do CdVM: “*Quem*

⁹ BGH, Urteil vom 6.11.2003 – 1 StR 24/03 – BGHSt 48, 373.

¹⁰ Cf. YANNICK SCHÖNWÄLDER, *Grund und Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung der Marktmanipulation – Analyse unter besonderer Würdigung der Börsen – oder Marktpreiseinwirkung*, Berlin: Duncker & Humblot, 2011, pp. 214-215 e 344-353.

¹¹ Cf. ANDREAS HOYER, *Die Eignungsdelikte*, Berlin: Duncker & Humblot, 1987, p. 198.

¹² Os delitos de aptidão eram dantes chamados delitos de perigo abstracto-concreto (cf. HORST SCHRÖDER, „Abstrakt-konkrete Gefährungsdelikte?“, in: JZ 1967, pp. 522-525).

¹³ Cf. JÖRG MAILE, *Der Straftatbestand der Kurs- und Marktpreismanipulation...*, cit., p. 31.

¹⁴ Acerca do crime de manipulação do mercado no direito português, cf. FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO, *O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Almedina, 2000, pp. 83-96; PAULO DE SOUSA MENDES e ANTÓNIO JOÃO MIRANDA, RPCC 15 (2005), cit., pp. 167-208.

¹⁵ Neste sentido, cf. FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO, *O novo regime dos crimes...*, cit., pp. 89-92, e PAULO DE SOUSA MENDES e ANTÓNIO MIRANDA, RPCC 15 (2005), cit., pp. 206-207. Numa decisão judicial sobre a manipulação do mercado ainda à luz do art. 667.º, n.º 1, do CdMVM de 1991, o tribunal considerou, porém, que se tinha de verificar o elemento da alteração efectiva das condições de formação das cotações ou preços. O tribunal chegou mesmo a pronunciar, em via de recurso, uma decisão absolutória por considerar que não se provara a dita alteração (cf. “Acórdão da Relação de Lisboa, de 2 de Novembro de 1999”, in: *Colectânea de Jurisprudência*, ano XXIV, tomo V, 1999, pp. 133-134). A nosso ver, o citado acórdão demonstra, enquanto mau exemplo, as perplexidades que a apreciação da manipulação do mercado é capaz de suscitar na prática da justiça penal. Criticando o referido aresto, cf. ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, “Comentário ao Acórdão da Relação de Lisboa de 2 de Novembro de 1999”, in: *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* 6 (Setembro-Dezembro de 1999), (pp. 225-236) especialmente pp. 232-236.

divulgue informações falsas, incompletas, exageradas ou tendenciosas, realize operações de natureza fictícia ou execute outras práticas fraudulentas que sejam idóneas para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros é punido com prisão até 5 anos ou com pena de multa”. A definição legal da idoneidade ou aptidão da conduta típica consta do n.º 2: “Consideram-se idóneos para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado, nomeadamente, os actos que sejam susceptíveis de modificar as condições de formação dos preços, as condições normais da oferta ou da procura de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros ou as condições normais de lançamento e de aceitação de uma oferta pública”.

No Brasil, a manipulação do mercado é um crime contra a ordem financeira e é previsto e punido pela Lei n.º 10.303, de 31 de Outubro de 2001. Nos termos do art. 27-C (Manipulação do mercado): *“Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros: Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime”.*

IV Os elementos típicos do crime de manipulação do mercado

No crime de manipulação do mercado têm de ser considerados os seguintes elementos típicos:

- a) O agente, que tanto pode ser o investidor como o intermediário financeiro, eventualmente em comparticipação (Alemanha, Brasil, Portugal);
- b) A conduta manipuladora (Alemanha, Brasil, Portugal);
- c) A aptidão da conduta para influenciar as decisões de investimento do público e alterar assim o regular funcionamento do mercado (Alemanha, Brasil, Portugal);
- d) O resultado típico (Alemanha);
- e) O nexo de causalidade hipotético (Brasil, Portugal) ou efectivo (Alemanha);
- f) O dolo (Alemanha, Brasil, Portugal).

A nossa análise voltou-se só para as alíneas *c*, *d* e *e*. Nada dissemos acerca dos demais elementos, os quais também têm de ser provados em cada caso concreto.