HEIDI ROSA FLORÊNCIO NEVES

**DIREITO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR E O CRIME DE *INSIDER*
*TRADING***

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

ORIENTADOR: PROFESSOR DOUTOR EDUARDO REALE FERRARI

FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

SÃO PAULO

2013

Ao Douglas,

Responsável por nutrir em mim o amor pelo direito; companheiro de todas as horas e, sobretudo, amor sem igual, que faz da minha vida um lugar muito feliz.

Aos meus pais, Jair e Eunice,

Por sempre terem me incentivado a estudar. Mais do que isso, por sempre terem demonstrado carinho e amor incondicional.

AGRADECIMENTOS

Agradeço inicialmente ao meu orientador, Eduardo Reale Ferrari, por ter me dado a oportunidade de fazer esse trabalho, o qual não teria sido concebido se não fossem as suas instigantes aulas de graduação do 3º e do 5º ano. Agradeço também por todo apoio que tenho recebido nos últimos três anos, do professor, chefe, sócio e amigo, Eduardo, por quem tenho grande respeito e admiração.

Agradeço aos professores Janaína Conceição Paschoal e David Teixeira Azevedo, examinadores da banca de qualificação que fizeram críticas muito construtivas que certamente contribuíram para a confecção final desse trabalho. Aproveito a oportunidade para agradecê-los, juntamente, ao professor Eduardo, pelas excelentes aulas de graduação que a mim foram dadas, responsáveis por despertar o meu interesse pelo direito penal.

Agradeço também aos meus colegas de trabalho do Reale e Moreira Porto Advogados, Luiz Guilherme Moreira Porto, Osvaldo Gianotti Antonelli, Marina Franco Mendonça, Marcelo Vinícius Vieira, Bruno Redondo e Lara Lima Marujo, por terem me auxiliado nesse momento tão difícil, cada um, de uma maneira ou de outra, contribuiu para que o trabalho fosse elaborado, seja no alívio da quantidade de trabalho, seja nas palavras amigas, de conforto e de incentivo.

Agradeço à Bárbara Samudio Fonseca, Janaína de Cássia Gomes Rodrigues Vargas, Karen Sanchez Guimarães e Ivanise Fillatow, pela amizade sincera mantida desde o tempo de Arcadas e pela compreensão da minha ausência nos últimos tempos, em razão da dedicação a esse trabalho. Agradeço ainda à amiga Bianca Dias Sardilli, pela amizade e pela troca de experiências no assunto aqui tratado.

Agradeço ainda o apoio, o carinho e as palavras encorajadoras dos meus irmãos, Helder Rosa Florêncio e Nathália Augusta Rosa Florêncio. Igualmente, agradeço aos meus pais, Jair Florêncio Vicente e Eunice Rosa Vicente, por, efetivamente, vivenciarem cada um dos meus desafios, sempre torcendo pelo meu desenvolvimento e pela minha felicidade.

Por fim, agradeço ao meu marido e advogado Douglas Ribeiro Neves, pela imensa ajuda na confecção desse trabalho, seja na obtenção das cópias dos textos estrangeiros na biblioteca da Universidade de Salamanca, seja na discussão sobre os temas aqui tratados, que muito contribuíram para o resultado final. Agradeço ainda por ter estado, incansavelmente, ao meu lado a cada noite não dormida para elaboração desse trabalho.

A todos, muito obrigada.

SUMÁRIO

	PÁGINAS
Introdução	08
1 - Mercado de Capitais	12
1.1 – Histórico e Definição de Mercados de Capitais	12
1.2 – Breves considerações relativas às sociedades anônimas	16
1.3 – Regulamentação do Mercado de Capitais	21
1.3.1 – Apontamentos relativos à Lei 6.385/1976	25
1.3.2 - Apontamentos relativos à Lei 6.404/1976	26
1.3.2.1 – O dever de informar	27
1.3.2.2 – Os deveres de lealdade e de guardar sigilo	29
2 – O Crime de <i>insider trading</i>	31
2.1 – Introdução ao crime de <i>insider trading</i>	31
2.2 - Posição Contrária à repressão à conduta praticada pelo <i>insider trading</i>	37
2.3 - Posições favoráveis à repressão à conduta praticada pelo <i>insider trading</i>	40
2.4 – Surgimento da utilização de informação privilegiada	43
2.5 - Evolução da repressão à utilização de informação privilegiada no direito comparado	45
2.5.1 – Nos Estados Unidos da América	45
2.5.2 – Na Europa	52
2.5.2.1 – Aspectos gerais da legislação comunitária	52
2.5.2.2 – O crime de <i>insider trading</i> na Espanha	60
2.5.2.3 – O crime de <i>insider trading</i> em Portugal	65
2.5.2.4 – O crime de <i>insider trading</i> na Itália	71

3 – O Crime de <i>insider trading</i> no Brasil	75
3.1 – Breve análise comparativa do tipo penal brasileiro com a legislação estrangeira	75
3.2 - Análise do tipo penal	78
3.2.1 – Tipicidade objetiva e subjetiva	78
3.2.1.2 – Informação relevante: Elemento Normativo do tipo	85
3.2.1.3 – Sujeitos do delito	90
3.2.1.3.1. – Sujeito Ativo	90
3.2.1.3.2 – Sujeito Passivo	96
3.3 – Bem jurídico protegido pelo crime de <i>insider trading</i>	97
3.3.1 – Considerações a respeito do conceito de bem jurídico	97
3.3.2 – Possíveis bens jurídicos protegidos pelo crime de <i>insider trading</i>	103
3.3.2.1 - Interesse da sociedade emissora dos valores mobiliários	103
3.3.2.2 - Patrimônio do investidor	105
3.3.2.3 - Igualdade de oportunidades – o acesso quantitativo de informações	108
3.3.2.4 - Correto funcionamento do mercado de valores mobiliários	110
3.3.2.5 – Confiança do investidor no mercado de valores mobiliários	111
4 – Direito Penal Econômico e o Crime de <i>insider trading</i>	115
4.1 – Breve Introdução a respeito do Direito Penal Econômico	115
4.2 – Histórico do surgimento do Direito Penal Econômico	119
4.3 – Críticas ao atual modelo de Direito Penal Econômico	122
4.4 - Ineficiência da utilização da esfera penal para proteger de forma eficaz os delitos da moderna criminalidade econômica	129
5 – Direito Administrativo Sancionador e o Crime de <i>insider trading</i>	136
5.1 – Introdução ao Direito Administrativo Sancionador	136
5.2 – Possível configuração de <i>bis in idem</i> entre o ilícito administrativo e o penal	142
5.3 – Sugestão de alteração do sistema criticado	147
5.3.1 – Fortalecimento da CVM	151
CONCLUSÃO	157

BIBLIOGRAFIA	161
RESUMO	172
ABSTRACT	174

INTRODUÇÃO

O tema a ser desenvolvido nesse trabalho é a regulamentação da conduta da utilização indevida de informação privilegiada, de modo a demonstrar como poderia ser regulamentada de forma mais eficaz.

Com o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, aumentou-se o número de operações realizadas nas Bolsas de Valores. Tal fato contribuiu para o desenvolvimento das sociedades anônimas de capital aberto, que utilizam o mercado de valores mobiliários para obter recursos a custo mais baixo do que o obtido por meio de financiamento bancário.

O aumento das operações com mercado de capitais revelou também a utilização indevida de informação privilegiada, principalmente, por parte dos administradores da companhia, pois mantêm relações estreitas com essa e com suas informações confidenciais. Assim, passou a chamar a atenção do legislador brasileiro o fato de o agente utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, da qual deva manter sigilo, com a finalidade de obter vantagem indevida.

Diante disso, e em cumprimento a pressões internacionais, sobretudo das Diretivas da Comunidade Européia, o Brasil tipificou a conduta acima descrita por meio da Lei Federal 10.303/2001, ao introduzir o artigo 27-D na Lei Federal 6.385/1976, que regulamenta o mercado de valores mobiliários no Brasil.

Apesar de tal conduta já ser protegida pelo direito societário, principalmente por meio dos deveres impostos a administrador (dever de informar, de lealdade e de sigilo), a partir de 2001 a utilização indevida de informação privilegiada deixou de ser apenas infração administrativa e passou a ser tida como infração criminal, com pena de reclusão de 1 (um) a 5 (cinco) anos.

Além das várias críticas que podem ser feitas ao modelo de tipo penal adotado pelo legislador brasileiro, principalmente quando comparado com a legislação estrangeira, pois deixou diversas dúvidas na interpretação da norma penal, tais como o

momento da configuração do delito, quem pode atuar como sujeito ativo e qual o bem jurídico tutelado, deve-se entender que essa criminalização não é um fato isolado relacionado ao crime de *insider trading*.

Pelo contrário, a forma utilizada para criminalizar a conduta de utilização indevida de informação privilegiada demonstra claramente tratar-se de um exemplo clássico do expansionismo do Direito Penal Econômico, utilizado para justificar a tutela da sociedade de risco, por meio de bens jurídicos coletivos ou supra-individuais, crimes de perigo abstrato, nos quais basta a colocação do bem jurídico em perigo para configuração do delito, normas penais em branco e delitos de acumulação.

Entretanto, tais características do atual Direito Penal Econômico, ao contrário do que se possa imaginar num primeiro momento, não protegem de forma efetiva os interesses da sociedade alçados à categoria de bens jurídicos, configurando, na verdade, o chamado direito penal simbólico.

Em razão disso, apresenta-se um novo modelo de proteção do mercado de capitais, com o intuito de assegurar de forma eficaz os bens jurídicos protegidos pelo crime de uso indevido de informação privilegiada ou de *insider trading*, representados, a seu turno, pela igualdade de informações no mercado de valores mobiliários e pela confiança depositada pelos investidores nesse mesmo mercado, embora não haja consenso na doutrina nacional e estrangeira a respeito de qual é, efetivamente, o bem jurídico tutelado por esse delito.

Esse modelo leva em consideração o fato de a infração criminal também ser infração administrativa, punida por meio do Direito Administrativo Sancionador, regulamentado pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), configurando um excesso de punição por parte do Estado em relação ao cidadão, pois uma mesma conduta é punida duas vezes, uma na esfera administrativa e outra na esfera penal, inclusive com cumulação de multas, o que não é admitido na legislação italiana, por exemplo.

Como se verá ao longo do trabalho, uma das medidas proposta é o fortalecimento da CVM, já que como órgão técnico e regulamentador do mercado de

capitais, possui condições de reprimir de modo mais eficaz a conduta tipificada como crime *insider trading* no Brasil.

Pretende-se demonstrar que a esfera penal não é a mais adequada para punir e prevenir determinados tipos de conduta, apresentando a esfera administrativa, com a utilização do Direito Administrativo Sancionador, melhores condições de desempenhar tal função.

Desse modo, o objetivo deste trabalho é demonstrar a possibilidade de que condutas atualmente tuteladas pela esfera penal sejam regulamentadas, em sua grande parte, pela esfera administrativa, mais especificadamente, pela CVM, e apenas as infrações mais graves sejam regulamentadas pelo direito penal, de modo a garantir o caráter subsidiário do direito penal.

Nesse contexto, não se pode esquecer de que, muito embora a CVM seja uma unidade autárquica especial, de acordo com o artigo 5º da Lei 6.385/1976, ela desempenha a mesma função exercida pelas agências reguladoras, na medida em que regula, controla e fiscaliza o mercado de capitais no país. Por essa razão, o tratamento dispensado às agências reguladoras deve ser aplicado extensivamente a CVM.

O trabalho pretende demonstrar que esta mudança de aplicação de sanção penal para sanção administrativa, regulamentada por uma agência reguladora, somente tornou-se possível graças à alteração de postura do Estado em relação ao setor público. O Estado deixa de controlar empresas estatais e passa a regular o setor privado, que, no entanto, presta serviço público.

Esta alteração do papel do Estado frente ao setor de serviços públicos pode ser verificada com maior intensidade com as privatizações das empresas estatais. A via encontrada foi a criação de agências reguladoras para controlar este setor.

Para tanto, será necessário instituir estes órgãos de características essenciais para desempenhar a função que lhes foi determinada pelo Estado. Assim, busca-se um modelo, segundo o qual as agências reguladoras sejam dotadas de autonomia, independência, alto conhecimento técnico e específico, transparência e neutralidade, tudo

para permitir que exerçam função gerencial e controle sobre os entes regulados com eficiência.

Deve-se ter em mente que todas estas características são igualmente verificadas à Comissão de Valores Mobiliários, porquanto também atuam como órgão independente, vinculado formalmente ao Ministério da Fazenda, dotado de alto conhecimento técnico, com atuação específica no mercado de capitais.

Diante disso, o presente trabalho pretende além de apresentar uma crítica ao atual sistema de regulamentação do setor pela esfera penal, demonstrar de que forma seria possível a sua regulamentação pela esfera administrativa, executada pelas agências reguladoras e autarquias, com fundamentação no Direito Administrativo Sancionador.

Além de a esfera penal não regulamentar o setor com a eficiência necessária, o que será devidamente demonstrado neste trabalho, há outra questão relevante que deve ser utilizada para justificar a alteração de tutela de determinados bens jurídicos pelas agências reguladoras e não mais pelo direito penal: o fato de este representar a *ultima ratio* a ser utilizada pelo Estado.

Assim, os princípios de subsidiariedade, fragmentariedade e intervenção mínima do direito penal estariam assegurados de acordo com o tema proposto.

1 - MERCADO DE CAPITAIS

O objeto central desse trabalho é a regulamentação da conduta praticada pelo *insider trading*¹ tipificada pelo artigo 27-D da Lei 6.385/1976, incluído na legislação brasileira pela Lei 10.303/2001. Em razão de esse delito ocorrer no âmbito do mercado de capitais, antes de sua análise detalhada, faz-se necessária uma breve introdução sobre o mercado de capitais, com a ressalva de que se trata de tema de fundo. Um estudo detido sobre o mercado de capitais, certamente, renderia um outro trabalho de investigação.

1.1 – Histórico e Definição de Mercados de Capitais

Atualmente, o termo “mercado de capitais” ou “mercado de valores mobiliários” (neste trabalho esses termos serão tratados como sinônimos², pois a possível discussão a respeito de sua diferenciação ou identidade não se mostra relevante para análise do crime de *insider trading*) tornou-se muito comum e desperta grande interesse, principalmente, da comunidade jurídica, em razão do fortalecimento das negociações realizadas nas bolsas de valores a partir da década de 90 no Brasil, apesar de sua regulamentação no país remontar à década de 60.

Apenas por curiosidade, menciona-se que a palavra “mercado”³ tem origem nas praças antigas onde as pessoas eram facilmente encontradas e podiam efetuar transações, tais como trocas de mercadorias. Atualmente, o termo “mercado” possui as seguintes definições no dicionário: “1-lugar onde se comercializam produtos; 2-relação estabelecida entre oferta e a procura e 3-conjunto dos consumidores”⁴.

Os mercados de valores mobiliários tiveram origem nos centros de contratações medievais. As bolsas de valores, entretanto, não podem ser associadas às

¹ Expressão em inglês correntemente utilizado no Brasil.

² TANJI, Márcia. *Mercado de Capitais Brasileiro e Tutela Coletiva dos Interesses*. São Paulo. 2009. Dissertação de Mestrado defendida na Faculdade de Direito de São Paulo, sob orientação do Prof. Paulo Salvador Frontini, p. 13.

³ “Palavra de origem latina, *mercatus* (mercado, praça do mercado), de *mercari* (fazer comércio, traficar), utilizada para indicar o lugar em que se vendem gêneros ou víveres. Assim sendo, é empregada no sentido equivalente à feira, e, por extensão, à praça em que esta se realiza, pois a feira tem lugar, em geral, em uma praça pública”. Enciclopédia Saraiva do Direito. Coordenação do Prof. R. Limongi França. São Paulo: Saraiva, 1977, nº 52, p. 268.

⁴ Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa. Rio de Janeiro: Objetiva, 2003, p. 349.

antigas feiras, pois possuem aspectos particulares, tais como restrição a lugares determinados, brevidade das reuniões e, principalmente, objeto da contratação, que, na época, eram mercadorias representadas em documentos (papéis), o que facilitava as operações⁵.

As bolsas de valores⁶ surgiram justamente da especialização de mercados medievais. As operações especulativas iniciaram-se no final do século XV, início do século XVI, quando se consolidaram as primeiras bolsas. A primeira bolsa de que se tem conhecimento é a de Bugres, na Bélgica, em 1487.

O termo “bolsa” tem origem no nome do proprietário do local em que se realizavam as transações comerciais na época: “Van der Burse”⁷, oriundo de uma família de banqueiros. Tomando como modelo a bolsa da Bélgica, surgiram na sequência as bolsas de Lyon (1549); Londres (1561); Hamburgo (1558); Amsterdam (1668); Paris (1724); e Viena (1771).

No Brasil, a primeira Bolsa de Valores foi criada em 1845, no Rio de Janeiro. Tem-se notícia do surgimento posterior da Bolsa Livre, fundada em 1890, hoje conhecida como BOVESPA, a única em funcionamento atualmente.

Com o surgimento das sociedades anônimas e das ações no século XVII, as bolsas e o mercado de capitais ganharam impulso, o que ocorreu com maior intensidade a partir da Revolução Industrial. Para obter recursos sem recorrer aos financiamentos bancários, as sociedades começaram a colocar seus valores mobiliários no mercado com mais frequência. Com isso, conseguiam obter os valores necessários para o desenvolvimento de suas atividades.

⁵ INIESTA, Diego José Gómez. *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*. Madri: McGraw-Hill. 1997, p. 01.

⁶ “De origem histórica controvertida, remontam, contudo, as Bolsas de Comércio a um passado longínquo, como os “emporium” dos gregos e o “collegium mercatorum” ou a “Basilica” dos romanos. Mais recentemente, na história, assinala-se, na Idade Média, a instalação pelos comerciantes, de depósitos, escritórios ou armazéns, junto às praças em que se realizavam as feiras, inicialmente para auxiliar as suas operações passando, posteriormente a substituí-las. As principais cidades italianas, já no século XIII, possuíam as chamadas loggie e os mercati. Substituindo o comércio eventual e esporádico das feiras, pelo comércio permanente através dos mercados, das reuniões que neles se efetuavam para a compra e venda teriam surgido as Bolsas”. Enciclopédia Saraiva do Direito, Ob. Cit., p. 87.

⁷ Fonte: www.guiadeinvestimento.com.br/historia-da-bolsa-de-valores/. Acessado em 15.10.12.

Além disso, a partir da Revolução Industrial tornou-se possível o acúmulo de capital em decorrência do trabalho remunerado para grande parte da população. Tal fato foi fundamental para o surgimento da classe média. Seus integrantes tornaram-se, diante disso, investidores em potencial, já que a partir de então passaram a ter dinheiro disponível para investir no mercado de capitais⁸.

Mais recentemente, na Europa, o fortalecimento do mercado de valores começou a ocorrer a partir do final da Segunda Guerra Mundial, com a expansão econômica, baseada novamente nas rendas extras da classe média, que mais uma vez estava disponível para ser investida.

Ao mesmo tempo, as grandes empresas preferiam buscar o financiamento no mercado de valores a buscar nos bancos, em razão das altas taxas de juros cobradas comumente pelas instituições financeiras. Dessa forma, a captação de recursos junto à economia popular tornava-se uma operação mais barata a longo prazo.

Assim, voltando ao cerne desse capítulo, observa-se que as sociedades empresárias, quando necessitam de recursos financeiros, podem recorrer (1) ao mercado financeiro ou (2) ao mercado de capitais. No primeiro caso, contraem empréstimos convencionais, mediante o pagamento de remuneração à instituição financeira pela utilização do dinheiro emprestado e, no segundo, colocam em circulação valores mobiliários, principalmente ações e debêntures⁹.

No mercado de capitais, a sociedade empresária não pagará juros em decorrência do investimento feito por seus investidores. Estes passam a ser sócios (acionistas) da sociedade na exata medida de seu investimento. Dependendo do valor mobiliário adquirido (ação ordinária, preferencial, debênture etc.), terá sua remuneração ou lucrará com o progresso da sociedade e da cotação de seus valores mobiliários.

O mercado de capitais, portanto, tem como objetivo possibilitar a capitalização das sociedades anônimas por meio dos recursos angariados pelos

⁸ SAINZ, Esther Hernández. *El Abuso de Información Privilegiada en los Mercados de Valores*. Navarra: Thomson Civitas, p. 110.

⁹ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 9ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 153.

investidores. Verifica-se, no mercado de capitais, um fluxo de capital direto do poupador para quem necessita de recursos para investimento na produção¹⁰, ou seja, a mobilização da poupança ocorre diretamente entre o investidor (unidade econômica superavitária) e o emissor dos valores mobiliários (unidade econômica deficitária)¹¹. Não há intermediação de instituições financeiras, a não ser para realizar a corretagem, registros e liquidação das operações.

Segundo ASSAF NETO¹², o mercado de capitais é o “grande municiador” de recursos permanentes para a economia, pois atua na ligação entre os que têm capacidade de poupança (investidores) e aqueles que necessitam de valores para ser empregados em suas atividades e que apresentam déficit de investimento (sociedade anônima de capital aberto). De acordo com o autor, a função básica do mercado de capitais é a de promover a riqueza nacional por meio da participação da poupança de cada agente econômico¹³.

O mercado de capitais¹⁴ atua, portanto, na oferta e procura de dinheiro passível de ser investido, de modo a suprir as necessidades de investimentos dos agentes econômicos¹⁵, por meio da captação de recursos junto ao público. Características marcantes desse mercado são o dinamismo e a liquidez, “uma vez que os títulos adquiridos poderão ser revendidos, a qualquer tempo, mediante a sua oferta no mesmo mercado”¹⁶.

Em 1977, a Enciclopédia Saraiva do Direito já apontava que o mercado de capitais consistia em “um mercado dinâmico, tenso e efervescente, verdadeiro termômetro de uma economia livre, e que se expande à medida que encontra condições

¹⁰ Nesse sentido, ver: FUCHS, Natália Sores. Uso Indevido de informação privilegiada. Jus Navegandi, Teresina, ano 17, n. 3241, 16.05.12. Disponível em: <http://jus.com.br/revista/texto/21774>. Acesso em 14.10.12: “A regulação do mercado de capitais tem como finalidade fazer com que os recursos alocados em tal mercado obtenha o máximo retorno e que o processo de alocação dos recursos se dê ao custo mais baixo”.

¹¹ EIZIRIK, Nelson (et al). *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 9.

¹² ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 10ª ed. São Paulo: Atlas, 2011, p. 74.

¹³ ASSAF NETO, Ob. Cit., p. 182.

¹⁴ “Como se vê, a grande vantagem do mercado de capitais reside na ligação poupança/investimento de forma eficiente, talvez a mais produtiva de todas as outras possíveis. Normalmente, grande número de supridores de capital tende a produzir, individualmente, modestos pecúlios e esperam, invariavelmente, ótimos retornos, com pequena margem de risco e liquidez imediata”. PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading. Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 77.

¹⁵ ASSAF NETO, Ob. Cit., p. 74.

¹⁶ BORBA, Ob.Cit., 154.

favoráveis”¹⁷. De fato, nos dias de hoje, verifica-se grande mobilidade dos valores mobiliários no mercado de capitais. Basta uma ordem e um determinado valor é comprado ou vendido em questão de segundos¹⁸.

Ressalta-se, por fim, que o progresso do mercado de capitais foi acompanhado pelo progresso das sociedades anônimas, em especial das organizadas sob a forma de capital aberto, conforme se demonstrará na sequência.

1. 2 – Breves considerações relativas às sociedades anônimas

A respeito das sociedades anônimas, deve-se esclarecer que são sociedades de capitais nas quais pouco importa a pessoa dos sócios: não há entre esses o *intuitu personae*¹⁹. De acordo com ULHOA COELHO²⁰, as principais características da sociedade anônima são a limitação da responsabilidade dos sócios e a negociabilidade da participação acionária.

São exatamente essas as características previstas no artigo 1º da Lei 6.404/1976, lei que regulamenta as sociedades anônimas no Brasil:

A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

Tais características despertam o interesse dos investidores. Via de regra, a organização de uma sociedade em anônima deve-se à necessidade de reunião de grande quantidade de capital por parte das sociedades, geralmente relacionadas a grandes empreendimentos econômicos²¹. A própria manutenção dessa forma de sociedade é dispendiosa.

Segundo PAES DE ALMEIDA²², a sociedade anônima constitui um “extraordinário esforço do jurista na democratização do capital. Dividido esse em frações

¹⁷ Enciclopédia Saraiva do Direito. Ob. Cit., 1977, nº 52, p. 269.

¹⁸ COSTA, José de Faria e RAMOS, Maria Elisabete. *O Crime de abuso de Informação Privilegiada. (Insider Trading)*. Coimbra: Coimbra Editora, 2006, p. 9.

¹⁹ BORBA, Ob. Cit., p. 142.

²⁰ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*, vol. 2, 7ª ed. São Paulo: Saraiva, 2004, p. 59.

²¹ PROENÇA, Ob. Cit., p. 163.

²² ALMEIDA, Amador Paes de. *Manual das sociedades comerciais*. 11ª ed. São Paulo: Saraiva, 1999, p. 168.

(as ações) fez-se mais acessível, permitindo fossem angariadas as pequenas economias, possibilitando a movimentação de grandes somas, com a participação efetiva de vasta camada da população”.

Conforme informado anteriormente, o mercado de capitais progrediu concomitante ao desenvolvimento das sociedades anônimas²³. Elas passaram por 3 (três) sistemas de formação ao longo do tempo²⁴.

Inicialmente, durante os séculos XVII e XVIII, vigorou o sistema de privilégios²⁵, no qual a criação da sociedade dependia da concessão do Estado às partes interessadas que, por meio de um ato legislativo, definia o regime daquela sociedade. Na sequência, vigorou o sistema de autorização. Apesar de a sociedade ser criada pelos interessados, ela, necessariamente, precisava de autorização do Governo para iniciar suas atividades. O último dos sistemas foi o sistema de livre criação, que é o verificado atualmente. Nesse sistema, as sociedades são criadas livremente e não ficam sujeitas a privilégios e autorizações do Estado²⁶, devendo apenas cumprir obrigações rigorosas impostas pela Lei específica de cada país.

No Brasil, foi possível verificar a ocorrência dos 3 (três) sistemas de sociedade anônima. O Banco do Brasil foi criado em 1808 por meio de alvará de D. João VI²⁷. Já o Decreto 575, de 10 de janeiro de 1849, o primeiro diploma legal a tratar de sociedade anônima no país, previa a necessidade de autorização preliminar do Governo para início das atividades desse tipo de sociedade. O sistema de autorização foi repetido no Código Comercial de 1850.

²³ A primeira sociedade a se cotizar em ações foi a Companhia Holandesa das Índias Orientais, em 1610. INIESTA, Ob. Cit., p. 02.

²⁴ BORBA, Ob. Cit., p. 133.

²⁵ “As sociedades por ações dedicaram-se, desde a origem, à exploração de empreendimentos de expressiva importância para a economia e o estado. A relativa segurança de retorno do investimento realizado pelos acionistas dependia, por isso, de monopólio sobre o comércio de determinadas zonas ou colônias. Por essas razões, as sociedades anônimas constituíam-se, no início, por um ato de outorga do poder estatal. O rei, ao permitir o empreendimento comercial, concedia um verdadeiro privilégio aos investidores, do qual derivavam a limitação da responsabilidade e a exclusividade do negócio”. COELHO, Ob. Cit., p. 59.

²⁶ “Deve-se atentar, todavia, para a circunstância de que algumas sociedades, em função do seu objeto, dependem de prévia autorização do Governo para funcionar. É o que ocorre, por exemplo, com as instituições financeiras, cujo funcionamento depende de autorização do Banco Central do Brasil. Como sociedades dependentes de autorização oficial podem ainda ser lembradas as empresas de serviço aéreos, de telecomunicações e de radiodifusão, as sociedades de investimento e as companhias seguradoras e de capitalização”. BORBA, Ob. Cit., p. 134.

²⁷ COELHO, Ob. Cti., p. 62.

Em 1882, seguindo a tendência internacional com o desenvolvimento do capitalismo, entrou em vigor a Lei 3.150, que implantou o sistema de livre criação²⁸. Segundo ULHOA COELHO²⁹, após a demonstração de fragilidade do mercado mobiliário brasileiro na década de 70, o sistema de constituição de sociedade anônima aberta voltou a ser de autorização, enquanto o da fechada continuou sendo o de livre criação, com regulamentação.

Importante ressaltar que a cotização do capital de uma sociedade anônima traz benefícios tanto para a própria sociedade como para os investidores. Em relação às sociedades, pode-se citar a obtenção de capital com mais facilidade e de forma mais barata; liquidez dos valores negociados, já que as operações podem ocorrer a qualquer tempo; ampliação do número de sócios; maior publicidade da empresa³⁰, entre outros.

Em relação aos investidores, pode-se dizer que não há entraves à entrada de pessoas estranhas à sociedade. Nem a sociedade, nem seus sócios, precisa consentir com entrada de um novo sócio³¹. Além disso, é possível obter maior retorno do valor investido na sociedade anônima, quer especulando, quer auferindo dividendos, em relação a outros investimentos, inclusive, em algumas vezes, em prazos menores. É, pois, meio de que usam os investidores para conferir maior rentabilidade às suas economias.

Deve-se ponderar, entretanto, que essa alta rentabilidade, em um prazo muitas vezes menor, está acompanhada de riscos na operação realizada. Os investidores não têm nenhuma garantia em relação ao retorno de seus investimentos, que dependerá, exclusivamente, dos resultados do empreendimento econômico desenvolvido pela companhia³².

²⁸ BORBA, Ob. Cit., p. 134.

²⁹ COELHO, Ob. Cit., p. 63.

³⁰ Díez, Manuel Quintanar. *Un concreto aspecto del llamado Derecho penal económico: los delitos bursátiles*. Madrid: 2006, CESEJ, p. 20.

³¹ COSTA e RAMOS, Ob. Cit., p. 8.

³² EIZIRIK, Ob. Cit., p. 8.

Destaca-se que, nos termos do artigo 4º³³, da Lei 6.404/1976, somente as sociedades anônimas de capital aberto terão seus valores mobiliários negociados pelo mercado de valores mobiliários.

Como já mencionado, nas sociedades anônimas, o capital está dividido em ações, que nada mais são do que unidades do capital social. Noutras palavras, “cada ação é, por conseguinte, uma fração do capital, atributiva, a seu titular, da condição de acionista. A ação é uma coisa móvel – um valor mobiliário – e, como tal, circula autonomamente”³⁴.

Cabe ao estatuto social da companhia especificar as espécies, classes e formas de ações. Resumidamente, as ações se dividem em três tipos: ordinárias; preferenciais; de gozo ou de fruição. As ações preferenciais proporcionam algumas vantagens aos seus acionistas, tais como preferência no recebimento de dividendos, no reembolso do capital, em caso de liquidação da sociedade, acumulação das vantagens e preferências enumeradas. Essas ações não podem representar mais de 50% das ações emitidas pela companhia³⁵.

Nos termos do artigo 44, § 5º³⁶, da Lei 6.404/1976, as ações de fruição são aquelas que já foram inteiramente amortizadas³⁷, e que carregam as restrições fixadas pelo estatuto ou pela assembleia-geral que deliberar a respeito da amortização.

³³ “Art. 4º - Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários”.

³⁴ BORBA, Ob. Cit., p. 207.

³⁵ “Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição. § 1º - As ações ordinárias da companhia fechada e as ações preferenciais da companhia aberta e fechada poderão ser de uma ou mais classes. § 2º - O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas”.

³⁶ “Art. 44. O estatuto ou a assembleia-geral extraordinária pode autorizar a aplicação de lucros ou reservas no resgate ou na amortização de ações, determinando as condições e o modo de proceder-se à operação. (...) § 5º - As ações integralmente amortizadas poderão ser substituídas por ações de fruição, com as restrições fixadas pelo estatuto ou pela assembleia-geral que deliberar a amortização; em qualquer caso, ocorrendo liquidação da companhia, as ações amortizadas só concorrerão ao acervo líquido depois de assegurado às ações não amortizadas valor igual ao da amortização, corrigido monetariamente”.

³⁷ “A amortização é a antecipação ao acionista do valor que ele receberia, caso a sociedade anônima fosse dissolvida e liquidada. Essa antecipação não pode afetar o capital social. Proceda-se à simulação contábil da hipótese definindo-se, em balanço de determinação, o valor do patrimônio líquido da companhia no momento da amortização. Calculada a proporção cabível a cada ação (isto é, o seu valor patrimonial), paga-se-a ao acionista, integral ou parcialmente”. COELHO, Ob. Cit., p. 106

As ações não preferenciais são ordinárias e compreendem, principalmente, o direito a participar das deliberações da sociedade, sem as vantagens oferecidas às ações preferenciais. No Brasil, é comum estabelecer, no estatuto social, ausência do direito de voto ou restrição ao exercício do direito de voto para as ações preferenciais.

A legislação brasileira prevê, ainda, outros valores mobiliários³⁸.

Os valores mobiliários podem ser negociados de duas formas no mercado de capitais: no mercado primário e no secundário. No primário³⁹, ocorrem as emissões públicas de novos valores mobiliários, mediante captação de recursos da poupança popular. Trata-se do mercado em que os valores emitidos pela companhia são negociados pela primeira vez, como por exemplo, na oferta pública de ações. Nesse mercado, os valores mobiliários são vendidos pela própria companhia emissora dos títulos, a fim de obter recursos junto aos investidores para colaborar com o desenvolvimento de suas atividades.

Já no mercado secundário⁴⁰, as negociações são realizadas diretamente entre os investidores, sem a participação dos emissores. A principal função do mercado secundário é proporcionar liquidez ao mercado primário⁴¹.

³⁸ “Lei 6.385/1976 - Art. 2º - São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

III - os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV - as cédulas de debêntures;

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;

VI - as notas comerciais;

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

³⁹ “No mercado primário, ocorre a canalização direta dos recursos monetários superavitários, disponíveis aos poupadores, para o financiamento das empresas, por meio da alocação (venda) inicial das ações emitidas. É nesse setor do mercado que as empresas buscam, mais efetivamente, os recursos próprios necessários para a consecução do seu crescimento, promovendo, a partir, do lançamento de ações, a implementação de projetos de investimentos e o conseqüente incremento da riqueza nacional”. ASSAF NETO, Ob. Cit., p. 194.

⁴⁰ “A função essencial do mercado secundário é a de conferir liquidez aos valores mobiliários, permitindo que os seus adquirentes possam vendê-los rapidamente”. EIZIRIK, Ob. Cit., p. 10.

⁴¹ ASSAF NETO, Ob. Cit., p. 194.

As bolsas de valores compõem o mercado de valores secundários, uma vez que negociam ações de domínio do acionista, e não novas ações emitidas pelas companhias: “não é a sociedade anônima emissora que coloca as suas ações em bolsas; são os acionistas, titulares dessas ações, que as revendem na bolsa”⁴².

É justamente no mercado secundário em que é mais comum a ocorrência do crime de *insider trading*, conforme será devidamente destacado nos capítulos seguintes.

1.3 – Regulamentação do Mercado de Capitais

Devido ao desenvolvimento de regras que não só regulamentaram como também fortaleceram o mercado de capitais nos últimos anos, ele deixou de ser considerado pelos investidores tão somente como um jogo de azar⁴³.

Um dos motivos que justifica a regulamentação do mercado de capitais é o objetivo de atrair e manter cada vez mais investidores nesse mercado. A boa regulação e a segurança da efetiva aplicação das normas que o regulam revelam-se fatores muito importantes para angariar investidores. Busca-se, com isso, a eficiência do mercado⁴⁴.

A regulamentação do mercado de capitais busca propiciar a igualdade entre os investidores, assegurar a confiabilidade no mercado, além da justa distribuição dos riscos.

Os Estados Unidos da América possuem a regulamentação mais desenvolvida do mundo a respeito do mercado mobiliário. Naquele país, o mercado de capitais começou a ser fortemente regulamentado a partir da crise da Bolsa de Nova York, em 1929⁴⁵.

⁴² BORBA, Ob. Cit., p. 159.

⁴³ MONROY Antón, Antônio J. *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*. Madrid: DIJUSA, 2006, p. 55.

⁴⁴ “Cuantos más inversores actúen en él, más eficiente resulta. Si el mercado europeo quiere competir en serio no le queda otro remedio que dotarse de una buena regulación. Lo que implica agilidad para reformar sua normativa, pero también seguridad jurídica que es un fator essencial en toda buena regulación”. MARTÍN, Adán Nieto. *El abuso de Mercado: Un nuevo paradigma en el derecho penal económico europeo*. In *El Derecho Penal económico y empresarial ante los desafíos de la Sociedad mundial del riesgo*. Madrid: COLEX, 2010, p. 317.

⁴⁵ “Durante o *New Deal*, comandado pelo presidente Franklin Delano Roosevelt, o Congresso Americano aprovou uma série de leis, que tinham por principal escopo facilitar as reformas econômicas, as quais eram

No intuito de proteger o investidor americano⁴⁶, o governo implementou várias medidas, entre elas a edição do *Securities Act*, no ano de 1933, o qual, além de trazer uma definição de valores mobiliários, instituiu a SEC – *Securities and Exchange Commission*, e do *Securities Exchange Act.*, em 1934.

A lei brasileira que disciplina o mercado de capitais foi fortemente influenciada pela legislação americana. No entanto, no Brasil, o conceito de valores mobiliários só foi definido com a entrada em vigor da Medida Provisória nº 1.637, de 08.01.98, convertida na Lei Federal nº 10.198/01⁴⁷. EIZIRIK destaca que a mencionada lei foi muito importante para o mercado de valores brasileiro, pois o aproximou do conceito de *security* do direito americano⁴⁸, uma vez que, até então, era influenciado pelo direito societário francês.

O desenvolvimento bem anterior da regulamentação do mercado de capitais pelo Estado americano deve-se ao fato de o investimento em ações naquele país ter ocorrido com maior intensidade bem antes do que se verificou no Brasil.

Ao contrário do que ocorreu nos Estados Unidos, no Brasil não se cultivava a prática de investimento no mercado mobiliário. Esse tipo de investimento passou a ocorrer com maior intensidade e com números significativos para a economia nacional a partir do final da década de 90.

Antes disso, o investidor brasileiro, receoso do risco existente no mercado de capitais e da grande instabilidade da moeda nacional, preferia um investimento mais conservador, como o mercado imobiliário. Ainda, na tentativa de fugir da insegurança

tidas por indispensáveis para reconstruir economicamente o país após a crise de 1929. Duas dessas leis, o *Securities Act* (1933) e o *Securities and Exchange Act* (1934), se referiam à regulamentação do mercado de capitais assentando-o no princípio do full disclosure, que implica o respeito a duas regras básicas: a transparência das informações publicadas e a igualdade de acesso a todos os investidores a essas informações”. CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008, p. 87.

⁴⁶ EIZIRIK, Ob. Cit., p. 31.

⁴⁷ Art. 1º- Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

⁴⁸ EIZIRIK, Ob. Cit., p. 55.

econômica vigente no país, muitos investidores optavam por encaminhar o dinheiro para fora do Brasil para deixá-lo, a princípio, em locais mais seguros.

Diante desse quadro, no Brasil, o mercado de valores mobiliários apenas passou a ser definitivamente regulamentado a partir de 1964, com a promulgação da Lei 4.728/1965, que disciplinou e estabeleceu medidas para o desenvolvimento do mercado de capitais. Nessa lei é possível observar a primeira preocupação do legislador brasileiro com o uso de informação privilegiada no país.

Nos termos do artigo 3º, inciso X, da referida lei, incumbia ao Banco Central “fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força dos cargos que exerçam, a elas tenham acesso”. No entanto, não consta na mencionada lei de que forma ocorreria essa fiscalização, qual seria a sanção aplicada, e no que consistia exatamente a utilização de informações privilegiadas⁴⁹.

Dando continuidade ao desenvolvimento da legislação relativa à proteção do mercado de capitais, em 1968, o Banco Central editou a Resolução 88, que disciplinava (1) o registro das pessoas jurídicas de direito privado, sociedades de economia mista, e emissoras de títulos e valores mobiliários, negociáveis em Bolsas de Valores e nos demais integrantes do sistema de distribuição no mercado de capitais, e (2) o registro das respectivas emissões, naquela instituição.

Para obter o referido registro, as companhias brasileiras deveriam instruir o requerimento com o compromisso formal de revelarem, prontamente, ao público, as decisões tomadas pela Diretoria e pela Assembléia Geral com relação a dividendos, direitos de subscrição ou outros elementos relevantes que poderiam afetar os preços dos títulos ou valores mobiliários de sua emissão ou influenciar a decisão dos investidores⁵⁰. PROENÇA aduz que a disposição contida nessa Resolução seria o “nascidoiro” do termo hoje conhecido como “fato relevante”⁵¹.

⁴⁹ LEÃES, Luís Gastão Pais de Barros. *Mercado de Capitais e Insider Trading*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982, p. 173.

⁵⁰ Regulamento anexo à Resolução 88, de 30.01.1968, VI, d. Fonte: http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1968/pdf/res_0088_v2_L.pdf - acesso em 12.11.12.

⁵¹ PROENÇA, Ob. Cit., p. 276.

A partir daí, passou-se a dar maior importância à publicidade⁵² das informações de uma companhia. Com essa resolução, as sociedades ficavam obrigadas a comprovar ao Banco Central, órgão responsável pelo mercado de capitais nessa época, que tinham tornadas públicas todas as informações que pudessem, de alguma forma, influenciar na tomada de decisões por parte dos investidores.

Pretendia-se, assim, possibilitar que o investidor tivesse amplo conhecimento a respeito da situação da sociedade na qual pretendia investir seus recursos, considerando, obviamente, não só as informações que podiam, mas como as que deveriam ser tornadas públicas. Era o início da aplicação, no Brasil, do princípio do *full disclosure*⁵³ (informação ampla e transparente), muito utilizado no mercado americano.

O princípio do *full disclosure* impõe à companhia emissora de valores mobiliários a obrigatoriedade de divulgar todas as informações relativas à sua situação. O desenvolvimento do mercado de capitais está intimamente ligado com a adoção do princípio do *full disclosure* pelos integrantes do mercado, pois, por meio dele, busca-se garantir a confiabilidade do próprio mercado.

Nota-se que a preocupação do legislador brasileiro com a divulgação de informações⁵⁴ ao mercado de capitais continuou e foi se aprimorando ao longo do tempo.

No ano de 1976, foram publicadas duas leis de extrema relevância para a regulamentação do mercado de capitais no Brasil. A primeira delas em, 07 de dezembro,

⁵² “Entre los primeros está el deber de informar al público de todo lo que pudiera influir de manera relevante en la cotización de los valores, y de no hacerlo por afectar a sus intereses legítimos, deberá informar a la CNMV para ser dispensado de tal obligación. Y, entre los deberes que afectan los segundos, éstos deben guardar sigilo e impedir, si fuera el caso, que la información de que dispongan no sea objeto de utilización abusiva o desleal y abstenerse de utilizar dicha información, y sea en beneficio propio o de un tercero. Esta información no pública se denomina información privilegiada, y ha de ser concreta y relativa a unos valores, y que de hacerse pública influiría de manera muy significativa a la cotización aquéllos. Se conoce como insider trading a las operaciones que realizan aquellos valores las personas que se disponen de información privilegiada. Concretamente en la LMV se establecen prohibiciones muy concretas a quienes dispongan de este tipo de información, garantizando así la igualdad de los inversores” DíEZ, Ob. Cit., p. 23.

⁵³ “O princípio do *disclosure* baseia-se na presunção de que uma vez adequadamente provido das informações relevantes sobre a companhia e sobre os títulos emitidos, o investidor tem condições de avaliar o mérito do empreendimento e a qualidade dos papéis”. EIZIRIK, Ob. Cit., p. 485.

⁵⁴ A influenciar a compra ou venda de ações por parte do investidor, que pode ser informado inclusive diariamente sobre o valor de sua carteira de títulos. Nesse sentido, confira-se: “Assim, quem está a transaccionar na bolsa tem acesso facilitado a um vasto acervo informacional, dispensando-o, por isso, dos custos necessários a averiguações, seja sobre a reputação dos demais interventores, seja sobre as entidades emitentes dos valores transaccionados”. COSTA, e RAMOS, Ob. Cit., p. 10.

Lei 6.385/1976, que dispôs sobre o mercado de valores mobiliários e criou a Comissão de Valores Mobiliários, e a segunda, em 15 de dezembro, Lei 6.404/1976, que dispôs sobre as Sociedades Anônimas.

1.3.1 – Apontamentos relativos à Lei 6.385/1976

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), instituída pelo artigo 5º⁵⁵ da Lei 6.385/1976, teve, entre outras atribuições⁵⁶ abaixo especificadas, fiscalizar as informações relativas ao mercado:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório. (grifou-se)

Destaca-se, entretanto, que a política a ser observada na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários, é atribuição do Conselho Monetário Nacional, nos termos do artigo 3º da Lei 6.385/1976. Além disso, compete ao Conselho Monetário Nacional fixar, a orientação geral a ser observada pela CVM no exercício de suas atribuições.

De acordo com a alteração introduzida pela Lei 12.543/2011 no artigo 3º, §1º, da Lei 6.385/1976, a fiscalização dos mercados financeiros e de capitais é exercida pelo Banco Central do Brasil, ressalvado o quanto disposto na Lei 6.385/1976.

⁵⁵ “Art.5º - É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária”. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.02.2002)

⁵⁶ Previstas no artigo 8º da Lei 6.385/1976.

A Lei 6.385/1976 estabelece ainda que cabe tanto ao Conselho Monetário Nacional quanto à CVM garantir a correta publicação das informações a respeito dos valores mobiliários negociados pelas sociedades, como se pode observar no artigo 4º, abaixo transcrito:

Art . 4º - O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

(...)

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

O referido dispositivo tem a finalidade de assegurar a igualdade entre os investidores. Em 03 de janeiro de 2002, a CVM divulgou a Resolução nº 358/02⁵⁷ que trata, especificamente, da regulamentação da divulgação de informações pelas companhias e da definição de ato ou “fato relevante”, termos que serão amplamente abordados em seguida, no capítulo específico a respeito do crime de *insider trading*.

1.3.2 - Apontamentos relativos à Lei 6.404/1976

A Lei 6.404/1976 (Lei das S/A), por sua vez, regulamentou a constituição das sociedades anônimas no Brasil e estabeleceu parâmetros importantes relativos à divulgação de informações ao mercado de valores mobiliários, por parte das companhias emissoras das ações.

A lei societária brasileira, sob forte influência da legislação americana, estabeleceu normas de conduta aos administradores da companhia, com a imposição de diversos deveres a serem cumpridos. Segundo CARVALHOSA⁵⁸, trata-se da transcrição do *standard of loyalty*, vigente no sistema jurídico dos Estados Unidos da América. Ainda, de acordo com o aludido autor, tal imposição encontra justificativa no fato de que o administrador não deve buscar satisfazer seu interesse antes dos interesses da companhia.

⁵⁷ Art. 1º - São regulados pelas disposições da presente Instrução a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante, a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários de emissão de companhias abertas por acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e, ainda, na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, e a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.

⁵⁸ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º vol. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 292.

1.3.2.1 – O dever de informar

O artigo 157 da referida lei trata justamente do dever de informar, tido como uma das obrigações dos administradores da sociedade aberta. De acordo com o artigo 157, § 4º⁵⁹, da Lei 6.404/1976, os administradores dessas sociedades são obrigados a comunicar à bolsa de valores e à imprensa qualquer decisão tomada pelos órgãos de controle da companhia ou fato relevante⁶⁰ ocorrido, que possa alterar a decisão dos investidores em negociar os valores mobiliários emitidos por essa companhia.

O dever de informar⁶¹ imposto ao administrador pela Lei das S/A, fundamentado no princípio do *full disclosure*, tem a finalidade de atender aos interesses dos acionistas, mas, sobretudo, aos interesses do mercado investidor, uma vez que a cotação dos valores mobiliários sofre influência direta das decisões adotadas pela assembleia-geral, pelos órgãos de controle da companhia, e por todos os eventos aos quais a companhia está sujeita.

Diante dessa disposição, extrai-se que o mercado e os investidores têm o direito de saber dessas situações para que não efetuem transações na mais completa ignorância do que se passa, efetivamente, dentro da companhia, de modo a garantir direitos e equidade⁶² nas negociações. Dessa maneira, busca-se impedir que o investidor tenha prejuízo⁶³ ao negociar um valor mobiliário sem a informação necessária, que deveria ter sido transmitida previamente pela sociedade.

⁵⁹ Art. 157 - § 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

⁶⁰ Exemplos de fatos relevantes: “Grandes contratos celebrados por empreiteiras de obras públicas, rescisão desses mesmos contratos, descobertas por companhias de prospecção de minerais, desfalque de monta em instituições financeiras, prejuízos avultados etc”. VIDIGAL, Geraldo de Camargo e MARTINS, Ives Granda da Silva (coord.). *Comentários à lei das sociedades por ações: Lei nº 6.404, de 15.12.1976*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1999, p. 489.

⁶¹ A respeito, oportuno observar o entendimento de CARVALHOSA: “O preceito vigente de 1976 estabelece, para as companhias abertas, o sistema de revelação completa da situação patrimonial dos administradores, com relação aos valores mobiliários emitidos pela companhia, bem como o de revelação oportuna de fatos negociais relevantes da mesma companhia que possam interferir na cotação, negociação e liquidez desses mesmos valores no mercado de capitais. O dever de informar dos administradores corresponde ao direito de ser informado dos acionistas em geral e dos acionistas minoritários em especial”. CARVALHOSA, Ob. Cit., p. 331.

⁶² CARVALHOSA, Ob. Cit., p. 343.

⁶³ VIDIGAL e MARTINS, Ob. Cit., p. 489.

O artigo 3º da Instrução Normativa 358 da CVM disciplina a divulgação de fatos relevantes:

Art. 3º - Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores divulgar e comunicar à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.

§ 3º O Diretor de Relações com Investidores deverá divulgar simultaneamente ao mercado ato ou fato relevante a ser veiculado por qualquer meio de comunicação, inclusive informação à imprensa, ou em reuniões de entidades de classe, investidores, analistas ou com público selecionado, no país ou no exterior.

§ 4º A divulgação deverá se dar através de publicação nos jornais de grande circulação utilizados habitualmente pela companhia, podendo ser feita de forma resumida com indicação dos endereços na rede mundial de computadores - Internet, onde a informação completa deverá estar disponível a todos os investidores, em teor no mínimo idêntico àquele remetido à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação.

§ 5º A divulgação e a comunicação de ato ou fato relevante, inclusive da informação resumida referida no parágrafo anterior, devem ser feitas de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor.

Ademais, de acordo com BARROS LEÃES, o dever de informar tem também a função de impedir que o administrador (possível *insider*) se aproveite da posição que ocupa e tire, em razão da função exercida, vantagens indevidas em detrimento dos acionistas minoritários e demais investidores desinformados. Trata-se, segundo o referido autor, “de tentativa de prover o acionista com um certo grau de igualdade em termos de poder de barganha, de modo a lhe oferecer condições para o exercício de um julgamento criterioso, em toda transação”⁶⁴

CARVALHOSA⁶⁵, por sua vez, argumenta que o dever de informar imposto ao administrador da sociedade tem como objetivo deixar acionistas, investidores e público em geral em posição de autoproteção, pois passam a possuir idêntica condição de negociar os valores mobiliários emitidos pela companhia, com pleno conhecimento dos negócios por ela efetuados.

⁶⁴ LEÃES, Ob. Cit., p. 173.

⁶⁵ CARVALHOSA, Ob. Cit., p. 334.

1.3.2.2 - Os deveres de lealdade e de guardar sigilo

A Lei das Sociedades Anônimas dispõe ainda a respeito de dois outros deveres impostos aos administradores da companhia que são importantes para entender o crime de *insider trading*, são eles os deveres de lealdade e o de guardar sigilo, dispostos no artigo 155 da referida lei e transcritos abaixo:

Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

(...)

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

(...)

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

De acordo com esse dispositivo, é vedado ao administrador aproveitar-se de oportunidade comercial de que teve conhecimento em razão das funções desempenhadas na companhia, ainda que essa não sofra nenhum prejuízo. CARVALHOSA⁶⁶ acrescenta que o descumprimento do dever de lealdade (*breach of the duty of loyalty*, na linguagem do direito americano) prejudica não apenas a companhia, como também todos os acionistas.

Além disso, o administrador da sociedade anônima de capital aberto tem o dever legal de guardar sigilo a respeito de qualquer informação ainda não divulgada ao mercado capaz de influenciar a cotação dos valores mobiliários da companhia. Sendo assim, o administrador, além de estar impedido de negociar ações em seu proveito ou de outrem, está impedido de fornecer essa informação a quem quer que seja.

⁶⁶ CARVALHOSA, Ob. Cit., p. 295.

O parágrafo quarto foi incluído pela Lei 10.303/2001, a mesma que introduziu a figura do ilícito penal relacionada à prática de *insider trading* no ordenamento jurídico brasileiro, e trouxe duas novidades à Lei das S/A: a utilização do termo “fato relevante” e a finalidade de obter vantagem na utilização da informação privilegiada.

Todavia, conforme já esclarecido, desde a edição da Lei 6.404/1976, o administrador da companhia já estava impedido de utilizar qualquer informação, em benefício próprio ou alheio, à qual tivesse tido acesso em razão do exercício do cargo ou função, nos exatos termos do artigo 155, I, § 1º.

Não há dúvidas de que a introdução do parágrafo quarto no referido disposto legal disciplinou a matéria com maior clareza e detalhes. Apenas não é correto dizer que somente a partir de 2001 o administrador da companhia ficou impedido de negociar utilizando informações obtidas em razão do seu exercício profissional.

Desse modo, evidencia-se que, em cumprimento ao dever de informar, o administrador da sociedade anônima de capital aberto tem a obrigação de divulgar toda informação relevante capaz de influenciar o valor das ações. Além disso, em razão do dever de sigilo, está proibido de repassar essa informação a qualquer pessoa, caso ela não possa ser de domínio público. E mais, em decorrência do dever de lealdade, está impedido de utilizar-se dessa informação em proveito próprio ou de outrem⁶⁷.

Esses 3 (três) deveres são os pilares do crime de *insider trading*. Na maioria das vezes, esse delito ocorre em razão da não observância de um desses deveres. Por esse motivo, a regulamentação do mercado de capitais é fundamental para impedir o uso indevido de informação privilegiada e permitir que o investidor esteja protegido a partir da publicação “de todas as informações relevantes a respeito das companhias com os títulos publicamente negociados”⁶⁸.

⁶⁷ “Assim, o administrador, detendo informação privilegiada, se não divulgá-la por entender que sua revelação colocará em risco interesse legítimo da companhia, também não poderá utilizá-la para negociar com valores de sua emissão”. EIZIRIK, Ob. Cit., p. 557

⁶⁸ EIZIRIK, Ob. Cit., p. 485.

2 – O CRIME DE *INSIDER TRADING*

2.1– Introdução ao crime de *insider trading*

No Brasil, o crime de *insider trading* está previsto no artigo 27-D da Lei 6.385/1976 e possui a seguinte redação típica:

utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários.

É possível perceber claramente na redação do tipo penal acima transcrito a presença dos três deveres impostos ao administrador da companhia, anteriormente tratados: deveres de informar, lealdade e de sigilo. Esses deveres são fundamentais para entender o crime de *insider trading*.

Em linhas gerais, pode-se dizer que o crime de *insider trading* se configura a partir de duas premissas básicas: A primeira é a presença de uma informação privilegiada (informação ainda não divulgada ao mercado e que seja capaz de alterar a cotação dos valores mobiliários de uma determinada companhia); a segunda é a utilização dessa informação para obter uma vantagem indevida.

Nota-se, portanto, que o crime de *insider trading* caracteriza-se exatamente por seu *nomen iuris*: uso indevido de informação privilegiada⁶⁹. O objetivo desse tipo penal é impedir que o agente utilize uma informação sobre a qual deveria guardar sigilo e, com isso, obtenha uma vantagem em detrimento dos demais acionistas e investidores.

A prática do abuso de informação privilegiada está relacionada com a compra e venda de valores mobiliários, utilizando-se para tanto de informações ainda não

⁶⁹ “La expresión abuso de información privilegiada engloba cualquier operación que implique una transacción económica en la que existe información asimétrica, esto es, cualquier negocio de cambio en que el una de las partes posee información de la que carece su contraparte”. SAINZ, Ob. Cit., p. 33.

divulgadas ao mercado, ou seja, de uma informação que não está ao alcance dos demais investidores e acionistas, para, na seqüência, efetuar a operação contrária de compra ou venda⁷⁰. O *insider* busca justamente a diferença havida entre a primeira e a segunda operação.

Como bem afirmado por CARVALHOSA⁷¹, o *insider trading* trata-se de uma “omissão prejudicial”, pois as informações detidas pelo administrador da sociedade anônima são desconhecidas (consistente em fatos ignorados) pelos acionistas e pelos investidores. Caso estes tivessem o mesmo conhecimento detido pelo administrador, fatalmente, negociaram seus valores mobiliários em outras condições, com outros preços ou, ainda, poderiam até deixar de negociar.

Como já mencionado, a informação no mercado de valores é de suma importância, pois tem a função de orientar as decisões a serem adotadas pelos investidores. Por isso, é necessário que os sujeitos atuantes no mercado tenham ampla informação no momento de escolha do investimento a ser feito. Possivelmente, um investidor não investirá os seus recursos em uma companhia que apresente resultados ruins seguidamente. Possivelmente, um investidor aplicará recursos em uma companhia que, em razão de determinado(s) evento(s) apresentará bons resultados.

De outro lado, alguém conhecedor de um determinado mercado pode saber que um evento específico pode ter prejudicado as cotações dos valores de uma companhia durante um período e, mesmo diante da divulgação do evento com efeitos negativos para a companhia e da possível queda do valor das ações, pode acreditar que seja o momento correto de adquirir os títulos dessa sociedade, valendo-se do conhecido brocardo dos investidores: “comprar na baixa e vender na alta”.

Entretanto, deve-se frisar que não participam do mercado de valores apenas especialistas nos mais diversos mercados (imobiliário, agrícola, siderúrgico, elétrico, entre outros). Por esse motivo, a regulamentação do mercado de valores tem de

⁷⁰ SAINZ, Ob. Cit., p. 98.

⁷¹ CARVALHOSA acrescenta ainda que: “A conduta do *insider* na espécie é negativa, fundada na omissão, sendo o seu silêncio sobre o fato relevante relativo aos negócios ou ao estado da companhia o elemento principal da formação e consumação das transações por ele realizadas no período, envolvendo acionistas e terceiros”. CARVALHOSA, Ob. Cit., 2009, p. 304.

ser capaz de fornecer informações suficientes a qualquer investidor, de modo a garantir a confiança no funcionamento do mercado de capitais. Caso contrário, a obtenção de recursos junto à sociedade ficará profundamente prejudicada a ponto de inviabilizar o próprio mercado de valores.

Não por outra razão, INIESTA afirma que a informação é “um bem economicamente transcendente”, em virtude de ser um elemento fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais. Defende o autor que a informação correta, verdadeira, ampla e controlada constitui a pedra angular do atual moderno e complexo mercado de valores, evidenciando, assim, a importância da informação para esse mercado⁷².

Apesar de o mercado de capitais necessitar de informações amplas, com toda transparência possível por parte das sociedades anônimas de capital aberto, em algumas situações, a informação pode se tornar sigilosa e ser vedada a sua utilização.

Isso ocorre quando a companhia possui uma informação que não pode ser divulgada ao mercado até que um determinado negócio efetive-se. Somente após a concretização do negócio, com assinatura de todos os instrumentos jurídicos necessários, a informação pode tornar-se pública, como ocorre, por exemplo, na aquisição de uma empresa por outra. Até que se as negociações atinjam grau de concretude, a informação deve permanecer sigilosa. Portanto, o dever de informar imposto aos administradores da companhia não se aplica às informações sigilosas, relativas às negociações em estágios iniciais. Ao contrário, nessa ocasião, o dever imposto ao administrador é o de sigilo.

É fácil imaginar o porquê disso. Se uma empresa estiver em negociação com outra e no início, quando a conversa for ainda preliminar e existir, de fato, apenas meras tratativas, e, diante dessa situação, for obrigada a divulgar a informação ao mercado, essa informação certamente terá uma influência positiva no valor das ações da referida sociedade empresária. No entanto, se com o caminhar das negociações, não se chegar a um consenso e a operação não se efetivar, os valores das ações cairão drasticamente.

⁷² INIESTA, Ob. Cit., p. 40.

No intuito de evitar que o mercado seja protegido dessas variações irreais, inclusive com possível manipulação do mercado, as sociedades anônimas devem manter sigilo até que a informação seja, efetivamente, relevante para os acionistas e demais investidores para que seja publicada, segundo a regulamentação específica da CVM.

Ocorre que, se antes⁷³ da divulgação dessa informação ao mercado, quando as negociações estão em estágios avançados, já se tem elementos para acreditar que a operação se efetivará e, conseqüentemente, os valores das ações das companhias envolvidas sofrerão alteração (para cima ou para baixo), o agente valer-se dessa informação com o objetivo de obter alguma vantagem incidirá na prática do crime de *insider trading*, consistente no uso indevido de informação privilegiada.

A posse da informação privilegiada representa uma vantagem na negociação: a sua utilização diminui os riscos e aumenta a expectativa de lucros por parte do agente que a detém. O crime de *insider trading* ocorre justamente com o uso indevido da informação. Nesse caso, o agente tem conhecimento de que a informação será capaz de alterar a cotação dos valores mobiliários da companhia.

Ao utilizar a informação privilegiada, o agente pode causar um desequilíbrio⁷⁴ lesivo tanto para os envolvidos na operação – comprador e vendedor – como para o mercado com um todo, uma vez que a sua confiabilidade pode ser abalada.

O professor espanhol, ANTONIO J. MONROY ANTÓN⁷⁵, baseando-se nas Diretivas⁷⁶ emitidas pelo Conselho da União Europeia, as quais têm, em regra, a

⁷³ Nesse sentido, CARVALHOSA aduz que o *insider trading* é caracterizado pelo momento da negociação: “Portanto, insider trading é qualquer operação realizada por um *insider*, com valores mobiliários de emissão da companhia, no período imediatamente seguinte ao conhecimento da informação relevante e antes que tal informação chegue ao público investidor pelos meios institucionais de divulgação adotados no mercado de capitais”. CARVALHOSA, Ob. Cit., p. 311. . Compartilhando do mesmo entendimento se posiciona FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO: “Numa das perspectivas possíveis, o que o detentor da informação privilegiada faz, na realidade, é antecipar-se ilegitimamente à generalidade do mercado que só mais tarde terá acesso à informação que ele possui e usa”. PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. Crimes Econômicos e Mercados Financeiros. *Direito Penal*, vol. VIII, Leis Penais Especiais II. (FRANCO, Alberto Silva e NUCCI, Guilherme de Souza (organizadores). São Paulo: RT, 2010, p. 710.

⁷⁴ CARVALHOSA, Ob. Cit., p. 311.

⁷⁵ MONROY Antón, Ob. Cit., 60.

⁷⁶ Maíra Rocha Machado narra com clareza o conceito das diretivas: “As diretivas vinculam os destinatários quanto a um resultado, deixando aos Estados membros a possibilidade de escolherem a forma e os meios de alcançar o objetivo, dentro de um prazo estabelecido. As diretivas são, portanto, atos comunitários de eficácia

função de harmonizar o ordenamento jurídico dos países membros e que serão abordadas com detalhes adiante, considera que a informação para ser tida como privilegiada deve, necessariamente, apresentar as seguintes características⁷⁷:

1) ser **concreta** - a informação não pode ser genérica e tampouco representar simples rumores ou suposições;

2) ter **relação, direta ou indireta, com um ou vários emissores de instrumentos financeiros, ou com um ou vários instrumentos financeiros** - a informação não pode estar relacionada com o agente que obtém a informação, mas sim com a sociedade anônima ou com a instituição que negocia os valores mobiliários;

3) **não pode ser pública** - a informação para ser tida como privilegiada não pode ser pública e sim reservada. As Diretivas Europeias (89/592/CEE e 2003/6/CEE) trazem diferentes posicionamentos a respeito do momento a partir do qual a informação passa a ser pública. Para primeira Diretiva, a informação deixaria de ser privilegiada quando o público passasse a ter conhecimento de determinada informação. Já para a segunda Diretiva a informação passa a ser pública no momento em que ocorre a publicação da informação, não sendo necessário aguardar que o público tome conhecimento dessa informação para que ela passe a ser considerada pública⁷⁸.

4) **tem de ser capaz de influenciar a cotação do valor mobiliário** – não é necessário que haja, de fato, variação no valor da ação, por exemplo. Basta que exista a possibilidade de o valor mobiliário sofrer alteração para mais ou para menos.

mediata. De acordo com a jurisprudência firmada pelo TJCE, os juízes nacionais devem reconhecer os direitos estabelecidos em diretivas não transpostas tempestivamente ao direito interno e, consequentemente, a responsabilidade do Estado pela reparação do dano causado ao particular”. MACHADO, Máira Rocha. *Internacionalização do Direito Penal: A gestão de problemas internacionais por meio do crime e da pena*. São Paulo: Ed. 34/EDESP, 2004, p. 57.

⁷⁷ Ressalta-se que essas características são apontadas também por outros autores espanhóis, dentre eles pode-se citar DIEZ, segundo o qual: “Se considera información privilegiada toda información de carácter concreto, que se refiera a un o varios emisores de valores y a uno o varios valores, que no se haya hecho público y que, de hacerse o de haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre la cotización de tales valores”. DÍEZ, Ob. Cit., p. 23.

⁷⁸ Nesse sentido, oportuno observar o posicionamento do mencionado professor: “La primera, aparentemente, implicaba la espera no sólo a la publicación material sino un poco más allá, hasta que el público la conociese. Lo cual, en mi opinión, era bastante desafortunado, pues requería la prueba del conocimiento por parte del público, prueba poco menos que imposible sobre todo si se pretende individualizar. La posterior expresión hacía ya simplemente referencia al momento de la publicación, demostrable sin mayores problemas de prueba”. MONROY, Ob. Cit., p. 63.

Importante acrescentar que a informação obtida a partir de estudos de informações divulgadas ao mercado não é considerada informação privilegiada. A Diretiva 2003/6/CE⁷⁹ do Parlamento Europeu dispõe expressamente que as operações realizadas utilizando-se de estimativas elaboradas com base em domínio público não podem ser consideradas como abuso de informação privilegiada.

O que se considera ilícito é a utilização da informação privilegiada por quem tem o dever de manter sigilo a respeito dessa informação. Não é ilícito utilizar informações disponíveis no mercado para nele atuar, seja comprando ou vendendo valores mobiliários.

A principal diferença entre o *insider trading* e o investidor é que o *insider* dispõe de dados de que o investidor não dispõe. O investidor utiliza as informações disponíveis no mercado para fazer suas operações de compra e venda e corre grande risco em suas negociações. Já o *insider* utiliza informações certas não divulgadas ao mercado para fazer suas operações, o que evidentemente contribui para diminuição dos riscos a que estaria sujeito⁸⁰.

NEWTON DE LUCCA⁸¹ considera que o *insider* pratica transações desleais e insidiosas, valendo-se para tanto de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado e que são capazes de influenciar a decisão dos investidores. Caso eles tivessem conhecimento da referida informação, fatalmente negociaram seus valores mobiliários em outras condições.

Nos termos da definição de PROENÇA⁸², a prática do *insider trading* representa a negociação por aquele que está por dentro. Segundo o autor, o *insider* utiliza práticas desleais ao lesionar o interesse dos investidores “*outsiders*”, os quais não detêm as mesmas informações privilegiadas detidas pelo *insider*. Além disso, segundo o referido

⁷⁹ Consideração nº 31, Diretiva 2003/6/CE: “Os estudos e as estimativas elaborados com base em dados do domínio público não deverão ser considerados informações privilegiadas e, por conseguinte, as operações efetuadas com base nesse tipo de estudos ou estimativas não deverão ser consideradas por si só, na acepção da presente diretiva, um abuso de informação privilegiada”. Fonte: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0016:PT:PDF> – acesso em 18.11.12.

⁸⁰ INIESTA, Ob. Cit., p. 49.

⁸¹ LUCCA, Newton. Prefácio da obra *Insider Trading. Regime Jurídico de uso de informações privilegiadas*, de José Marcelo Martins Proença. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 20.

⁸² PROENÇA, Ob. Cit., p. 41.

autor, ao auferir lucros injustos, o *insider* lesa o próprio mercado, pois abala a confiança e a lisura de suas relações, tidas como fundamentais para o seu desenvolvimento⁸³.

Diante dos efeitos negativos causados ao mercado de capitais e, conseqüentemente à economia de um país, a prática de *insider trading* passou a ser reprimida em grande parte dos países que detêm ações negociados em bolsas de valores. A prática de uso de informação privilegiada pode ser combatida de duas formas: por meio de normas preventivas (princípio da transparência – *full disclosure*⁸⁴) e normas repressivas (punição – sanção administrativa ou penal).

Na sequência, serão analisados os argumentos contrários e favoráveis à repressão da utilização de informação privilegiada no mercado de capitais.

2.2 – Posição contrária à repressão à conduta praticada pelo *insider trading*

Muito embora a tendência mundial em vigor atualmente seja a de reprimir a utilização de informação privilegiada por meio de sanção penal ou administrativa, deve-se ponderar que foi de grande importância, sobretudo para o debate internacional, a teoria do professor norte-americano HENRY MANNE, filiado à corrente do *Law and Economics*, segundo a qual os *insiders* não causam danos, mas benefícios aos investidores.

Esse professor foi o criador da escola dos “*pró-insiders*” e defensor da prática da utilização de informação privilegiada no mundo dos negócios, sob o ponto de vista econômico. No seu famoso livro “*Insider Trading and the Stock Market*”, HENRY MANNE⁸⁵ cita reportagem do *The New York Times*, na qual 90% dos executivos entrevistados em 1915 admitiam negociar ações de suas próprias companhias. No entanto, em 1966, esse número deveria estar bem perto de zero.

⁸³ PROENÇA, Ob. Cit., p. 44.

⁸⁴ “O princípio do *full disclosure* não se esgota apenas com a prestação de informações: é preciso que paralelamente medidas sejam tomadas para que todos os investidores potenciais tenham, ao mesmo tempo, acesso à novas informações, impedindo-se assim que os administradores, altos empregados e acionistas controladores, utilizem-se em proveito próprio de informações colhidas em primeira mão por força da posição que ocupam. A repressão ao *insider trading*, é destarte, corolário natural da adoção do princípio do *disclosure* na regulação do mercado de valores”. LEÃES, Ob. Cit., p. 172.

⁸⁵ MANNE, Henry G. *Insider Trading and The Stock Market*. Nova York: The Free Press, 1966, p. 2.

Deve-se levar em consideração que, nos EUA, a repressão à utilização de informação privilegiada não é algo novo como no Brasil. Em 1966, já havia grande preocupação dos executivos em não negociarem ações de suas próprias companhias. Nessa época, inclusive, já existia legislação específica no tocante ao combate à utilização de informação privilegiada naquele país.

De acordo com o referido professor americano, o *insider trading* é visto de formas diferentes pelos operadores do direito e pelos economistas. Segundo MANNE, os advogados, juízes e professores de Direito estão acostumados a tratar do fenômeno do *insider trading* observando apenas a relação existente entre pessoas específicas, por isso, concluem que a operação seria desprovida de lealdade⁸⁶.

MANNE defende que os economistas pensam de forma diferente, talvez porque a economia seja, na sua concepção, a ciência social mais científica. Segundo o autor, para os economistas toda controversa é vista como algo platônico, como um conflito ideal. Dificilmente, uma questão será tratada por um economista como um problema individual entre duas partes, pois tratam o indivíduo como mercadoria fungível, facilmente substituída por outra. A própria informação é tida por MANNE como uma mercadoria.

De acordo com esse autor, os economistas, ao analisar a prática de *insider trading*, farão as seguintes indagações⁸⁷: (i) como todos os acionistas serão afetados financeiramente com a prática; (ii) se resulta em uma distribuição desejável de recursos; e (iii) se o retorno obtido pelo *insider* reflete um ganho competitivo ou monopolizado. Questões essas que não serão feitas pelos operadores do Direito.

⁸⁶ Segundo o autor: “Assim, quando os advogados, juízes e professores de direito são confrontados com questões de amplas consequências sociais ou econômicas, a sua tendência é a de abordar o assunto com as relações entre os indivíduos específicos em mente. Sua aceitação ou rejeição de uma prática refletirá sua noção de justiça da transação simplesmente do ponto de vista dos dois indivíduos envolvidos”. MANNE, Ob. Cit., p. 3. (tradução livre).

⁸⁷ MANNE, Ob. Cit., p. 3.

Resumidamente, a teoria de Manne apresentava os seguintes argumentos⁸⁸:

- 1) A prática do *insider trading* não causa prejuízos para os investidores, sendo, na verdade, um ilícito sem vítimas. MANNE defende que ação do *insider* não interfere na decisão do investidor, que negociaria seu valor de qualquer maneira, com o *insider* ou com qualquer outro participante no mercado;
- 2) A utilização da informação privilegiada aumenta a eficiência do mercado, pois o *insider* demonstra ao mercado a tendência da cotação dos valores mobiliários;
- 3) A ação do *insider trading* proporciona efeitos positivos para a sociedade emissora dos valores mobiliários, pois as operações constituem uma forma de compensação para os empresários responsáveis pelo êxito nos negócios da sociedade.

A teoria de MANNE pregava benefícios ao mercado como um todo, alegando que o sistema corporativo não existiria sem a prática realizada pelo *insider*, uma vez que seria a única forma de compensar adequadamente os administradores das sociedades, em contrapartida às suas performances individuais, tidas como “excepcionais qualidades de liderança e de inovação”⁸⁹. Essa teoria defendia que os administradores se desinteressariam pela atividade se não pudessem se beneficiar com o uso de informações privilegiadas, o que poderia trazer prejuízos para todo o sistema⁹⁰.

MANNE defendeu a valorização do administrador que implantasse com habilidade eficientes métodos de organização da produção⁹¹. Diante disso, seria muito mais vantajoso para o administrador da sociedade poder negociar as ações do que ter

⁸⁸ GUTIERREZ, José Zamyra Vega. *El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, especialmente em Derecho Penal Español (Art. 285 CP)*. Alcalá de Henares, 2010. Tese de Doutorado defendida na Faculdade de Direito de Alcalá (Espanha), sob a orientação do Prof. Diego-Manuel Luzón Peña (catedrático de Direito Penal), p. 41.

⁸⁹ COSTA e RAMOS, Ob. Cit., p. 22.

⁹⁰ Ainda a respeito da teoria do professor americano Henry Manne, FÁRIA COSTA afirmou: “E, pese embora o relevo e a atenção que o pensamento de Manne tem recebido, a realidade normativa norte-americana e europeia consolidou o caráter ilícito do *insider trading* e, por isso, este não pode ser integrado no rol dos benefícios legítimos a atribuir aos administradores das sociedades”. COSTA e RAMOS, Ob. Cit., p. 24.

⁹¹ MANNE, Ob. Cit., p. 133.

participação acionária nessa companhia⁹². Tal fato beneficiaria principalmente as grandes corporações que manteriam em seu quadro de funcionários, administradores altamente capacitados e que as tornariam, de fato, competitiva.

Entretanto, FARIA COSTA aponta que a teoria de MANNE poderia beneficiar os administradores não apenas com o bom desempenho da sociedade, mas também com o mau, já que permitira que eles vendessem as ações às vésperas de divulgação de resultado negativo⁹³.

MANNE é tido até hoje como um dos principais defensores da licitude do *insider trading*. Seu livro lançado em 1966 ainda é objeto de muitos estudos, apesar de sua teoria não ter prevalecido e o *insider trading* ser duramente reprimido nos EUA e na maioria dos países em que há mercado de valores mobiliários.

2.3 - Posições favoráveis à repressão à conduta praticada pelo *insider trading*

Como mencionado acima, a teoria de MANNE não vigorou e grande parte dos países que possuem mercado de capitais desenvolvido reprime a utilização de informação privilegiada de alguma forma, seja por meio de sanções administrativas, seja por meio de sanções criminais, ou até mesmo por meio das duas concomitantemente.

Os principais fundamentos utilizados para reprimir a conduta praticada pelo *insider trading* estão baseados na transparência do mercado de valores e na confiança por parte dos investidores. Entende-se que, se ausentes esses elementos, o mercado pode inviabilizar-se, uma vez que investidores podem não querer mais investir no mercado de capitais e abandonarem-no se não tiverem a segurança de que todos os participantes estão submetidos exatamente às mesmas regras e de que estão sujeitos apenas aos riscos inerentes ao próprio mercado⁹⁴. Teme-se, assim, a fuga dos investidores.

⁹² A respeito, interessante observar a colocação do referido autor: “Se os principais executivos de grandes corporações também são os principais intérpretes da função empresarial, não se deve necessariamente prever que eles seriam grandes acionistas. Negociação de ações, não titulação de ações, será a marca do empresário. (...) Deveríamos prever que os indivíduos-chave em grandes corporações, os responsáveis pelo progresso e desenvolvimento de um negócio, ganhariam relativamente mais da sua riqueza por negociação de títulos empresariais do que mantendo grandes blocos de ações”. MANNE, Ob. Cit., p. 142. (tradução livre).

⁹³ COSTA e RAMOS, Ob. Cit., p. 23.

⁹⁴ No mesmo sentido é posicionamento de PROENÇA: “A repressão ao *insider trading*, portanto, enquanto garante um mínimo de confiabilidade ao mercado acionário, possibilita o seu desenvolvimento, atraindo

EIZIRIK⁹⁵ defende que a repressão à utilização de informação privilegiada é justificada por duas razões: uma de ordem econômica e outra de ordem ética.

A ordem econômica está relacionada com o “conceito de eficiência da cotação dos valores mobiliários negociados no mercado de capitais”, uma vez que o mercado é considerado eficiente quando os preços dos valores mobiliários refletem todas as informações a respeito das companhias. Assim, quanto mais rápido as ações reagirem diante da informação divulgada, mais eficiente será o mercado.

Por isso, de acordo com o referido autor, defende-se que todos os participantes no mercado de capitais tenham acesso às mesmas informações ao mesmo tempo⁹⁶. A utilização de informação privilegiada por parte do *insider* pode alterar o valor da cotação das ações e, com isso, alterar a eficiência do mercado de valores mobiliários.

Por seu turno, a ordem ética é explicada por meio do princípio da igualdade de acesso às informações. Busca-se um equilíbrio entre os participantes do mercado. Eizirik⁹⁷ aduz que é eticamente condenável a obtenção de lucros por meio de informações que o *insider* sabe que são privilegiadas e que ainda não foram divulgadas ao mercado. Aliás, o agente utiliza-se da referida informação justamente porque sabe que os demais participantes não tem acesso a ela, e busca, com isso, obter uma vantagem.

Percebe-se, assim, que a razão ética nada mais é que outro viés da razão econômica, pois ambas estão intimamente relacionadas com o acesso à informação, de forma simultânea, a todos os participantes do mercado.

investidores que dele se afastariam, caso soubessem dos riscos de serem prejudicados pelas práticas, se deixadas impunes, dos poucos e privilegiados detentores de informações confidenciais da empresa”. PROENÇA, Ob. Cit., p. 45.

⁹⁵ EIZIRIK, Ob. Cit., p. 554.

⁹⁶ A respeito, completa o referido autor: O ideal, pois, é que a cotação dos títulos reflita apenas todas as informações publicamente disponíveis, o que se busca alcançar mediante normas que estabeleçam a obrigação de divulgar todas as informações relevantes. A ampla divulgação de informações completa-se com um segundo princípio dela decorrente: as informações devem estar disponíveis a todos ao mesmo tempo, sem que os insiders possam utilizá-los antes de sua divulgação”. EIZIRIK, Ob. Cit., p. 554.

⁹⁷ EIZIRIK, Nelson (et al). *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 555.

Os doutrinadores espanhóis INIESTA e SAINZ também defendem que a utilização da informação privilegiada deve ser reprimida. INIESTA⁹⁸ defende que a conduta praticada pelo *insider trading* é altamente lesiva e prejudicial à ideia de perfeição, eficiência e transparência do mercado de valores, pois quem se vale da informação não divulgada ao mercado obtém uma vantagem econômica facilitada, em virtude de sua posição frente aos demais investidores.

De acordo com esse autor, a utilização da informação privilegiada acarreta consequências econômicas negativas, representadas pela falta de liquidez; aumento dos custos das operações; distorção da cotação dos valores mobiliários; além da eliminação da competitividade do setor, que é fatalmente abalado e acaba por prejudicar a economia do país⁹⁹.

No mesmo sentido, SAINZ¹⁰⁰ expõe que as condutas praticadas pelo *insider trading* devem ser combatidas porque são operações muito lucrativas que, em regra, acarretam grandes benefícios, com pouco esforço e baixo risco. Em sua opinião, essas operações são revestidas de ganância injusta em relação aos demais investidores¹⁰¹.

Ademais, de acordo com mencionada a autora, a informação capaz de influenciar a valoração das ações deve ser tratada com um bem público e as disposições normativas devem garantir a difusão rápida, ampla, e de modo a se acessível a qualquer investidor¹⁰².

A autora afirma ainda que apenas um mercado transparente é capaz de atrair mais investidores, o que somente pode ser alcançado a partir de normas obrigatórias

⁹⁸ INIESTA, Ob. Cit., p. 52.

⁹⁹ Vale ainda observar o seguinte trecho da colocação de INIESTA relativo à repressão da conduta praticada pelo *insider trading*: “Los daños inmateriales vendrían referidos fundamentalmente a gravísimos daños psicológicos provocados por esta práctica con conseguiente pérdida de confianza en la corrección e integridad del tráfico de valores negociables, en su capacidad para atraer la inversión provocando el efecto fuga, o lo que es igual, el alejamiento de los ahorradores-inversores del mercado de valores hacia formas diversas de inversión más seguras y cuyas consecuencias podrán verse agravadas cuando en un mercado no sólo existen iniciados, sino también manipuladores, ya que muy pocos serán los que están en condiciones de distinguir entre informaciones verdaderas o falsas. INIESTA, Ob. Cit., p. 53.

¹⁰⁰ SAINZ, Ob. Cit., p. 101.

¹⁰¹ Nesse aspecto, vale observar o posicionamento da autora: “A chave reside em garantir um fluxo suficiente de informação de qualidade transmitida ao mercado com a máxima celeridade possível. Como complemento, os abusos de informação privilegiada devem ser proibidos e perseguidos”. (tradução livre). SAINZ, Ob. Cit., p. 111.

¹⁰² SAINZ, Ob. Cit., p. 64.

de divulgação de informações por parte das sociedades emissoras de valores mobiliários e por meio da repressão à utilização de informações privilegiadas, acompanhadas por severas sanções àqueles que não cumprirem as regras estabelecidas.

Caso não haja regulamentação da divulgação das informações ao mercado, SAINZ defende que as companhias enfrentarão o dilema do prisioneiro¹⁰³, e poderão não ser completamente transparentes com o mercado e poderão inclusive manipular as informações, o que poderá ter como consequência sociedades menos íntegras beneficiando-se das mais transparentes, acarretando ao final, o colapso do mercado.

Por fim, evidencia-se que a repressão à utilização indevida de informação privilegiada é necessária para garantir a integridade dos mercados de valores mobiliários. Adiante, será analisada qual é a forma mais adequada de efetivar essa repressão: por meio da tutela penal ou administrativa. Antes disso, porém, serão abordados os aspectos criminais relevantes a respeito dessa conduta.

2.4 - Surgimento da utilização indevida de informação privilegiada

A utilização indevida de informação privilegiada é tão antiga quanto às bolsas de valores. Durante os séculos XVI, XVII e XVIII a utilização de informação não disponível para os demais participantes do mercado era a tônica geral. De acordo com SAINZ¹⁰⁴, é possível encontrar documentos que narrem a utilização de informação privilegiada nos Estados Unidos, França e Alemanha durante o século XIX e início do século XX.

Um caso interessante de utilização de informação privilegiada ocorrido conjuntamente com manipulação de mercado no século XIX e que pode ser mencionado

¹⁰³ Conceito oriundo da Teoria dos Jogos, segundo o qual dois prisioneiros para tentar se verem livres da acusação que pesa sobre si, quando pressionados, acabam jogando a responsabilidade para o outro. No entanto, caso cooperassem um com o outro teriam melhores chances e seriam menos apenados. O clássico exemplo utilizado para exemplificar o dilema do prisioneiro é a situação em que dois sujeitos são presos no mesmo momento, mas não há provas suficientes para condenação de nenhum deles. Apesar disso, é proposto separadamente para cada um deles uma espécie de delação premiada, segundo a qual o agente sairá livre se confessar o crime e testemunhar contra o outro, enquanto esse terá de cumprir uma pena de 10 anos. Todavia, caso os dois decidam não colaborar com as investigações, terão uma pena bem menor, ante a falta de prova. Cada um deles toma sua decisão sem o outro saber.

¹⁰⁴ SAINZ, Ob. Cit., p. 106.

ilustrativamente é o praticado pelo Sr. Rostchild, em Londres. Durante a batalha de Waterloo, o Sr. Rostchild exercia um cargo na Bolsa de Londres e possuía um mensageiro para contar os andamentos da batalha.

Após a derrota de Napoleão, o mensageiro do Sr. Rostchild chegou a Londres antes dos mensageiros oficiais, que se atrasaram em razão de uma tormenta no Canal da Mancha. Ciente de que Napoleão havia perdido a batalha e de que ninguém ainda detinha essa informação, e sabedor dos reflexos negativos que a notícia em sentido contrário acarretaria à economia britânica, o Sr. Rostchild foi à bolsa de valores e demonstrou grande tristeza, sugerindo que o Duque de Wellington (comandante das tropas britânicas, belgas e alemãs) encontrava sérios problemas na batalha e que, provavelmente, Napoleão consagraria-se vencedor.

Em poucas horas, os investidores passaram a vender as suas ações, inclusive o Lord Rostchild. No entanto, os seus agentes secretos compraram grande parte das ações que foram vendidas naquele dia. No dia seguinte, os mensageiros oficiais chegaram com a informação do fim da batalha e da derrota de Napoleão. Diante disso, os preços das ações voltaram a subir e o Sr. Rostchild obteve um lucro superior a um milhão de libras com essas operações¹⁰⁵.

Destaca-se ainda que no início da formação do mercado de valores, não havia obrigatoriedade de as empresas divulgarem suas informações da maneira como existe atualmente. Caso um investidor quisesse obter informações de uma determinada sociedade, deveria, por seus próprios meios, investigá-la¹⁰⁶. A obtenção da informação nesse período era altamente dispendiosa. Diante desse cenário, não era possível ainda imaginar a repreensão a quem se utilizasse de informação privilegiada.

A própria bolsa de valores era retratada como um local de especulação no século XIX. Nessa época, a bolsa era vista como um lugar para ganhar dinheiro fácil, que

¹⁰⁵ SAINZ, Ob. Cit., p. 107.

¹⁰⁶ Nesse sentido, confira: “Las Bolsas eran mercados donde cada uno debía procurarse su propia información, ya que apenas si existían medios de información general – el periódico de tirada regular como lo conocemos hoy en día estaba aún en estado embrionario (...). La información se obtenía individualmente mediante corresponsales propios, que se esmeraban en lograr el acceso a fuentes fidedignas y en transmitir los datos así obtenidos de forma rápida, correcta y clara”. SAINZ, Ob. Cit., p. 106.

muitos utilizavam para enriquecer rapidamente, utilizando-se para tanto de manipulação de preços, propagação de notícias falsa, além da utilização de informação privilegiada¹⁰⁷.

O dever de divulgar informação surge apenas no século XX com a intervenção do Estado na Economia. Durante o século XIX, no qual se verificava a intervenção mínima do Estado na economia, não havia interesse do legislador na repressão ao uso de informação privilegiada.

Com a evolução da regulamentação do mercado de capitais, aos poucos, o abuso de informação privilegiada passa ser considerado um ilícito. Assim, apesar de haver relatos de pessoas que se beneficiavam da utilização de informação privilegiada desde o surgimento e consolidação das bolsas de valores, a proibição de prática de *insider trading* é recente. Apenas no século XX, a figura do *insider trading* passou a ser amplamente discutida no mundo¹⁰⁸.

2.5 - Evolução da repressão à utilização de informação privilegiada no direito comparado

2.5.1 – Nos Estados Unidos da América

O Direito americano foi o pioneiro na regulação do uso de informação privilegiada. Naquele país, a prática do *insider trading* passou a ser reprimida com mais intensidade a partir da crise econômica surgida com a quebra da Bolsa de Nova York, em 1929. Como já afirmado, foi a partir desse evento que o mercado de capitais americano passou a ser fortemente regulamentado com a promulgação do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* (SEA) de 1934.

A crise da bolsa de Nova York introduziu uma nova política econômica nos EUA. Além de desenvolver atividades econômicas para reanimar a economia, os EUA

¹⁰⁷ SAINZ, Ob. Cit., p. 109.

¹⁰⁸ “É no século XX que de modo reiterado e insistente se expõe e denuncia a prática que é internacionalmente como *insider trading* ou *insider dealing*. Conceito que, numa primeira aproximação, refere a negociação de valores mobiliários dispondo de informação reservada e sensível, e mais especificamente, traduz de modo paradigmático a apropriação de informação privilegiada por pessoas que mantêm relações de especial proximidade com a entidade emitente de valores mobiliários”. COSTA e RAMOS, Ob. Cit., p. 18.

passaram a criar normas de fiscalização e controle das atividades e, nesse contexto, também a tutelar com mais austeridade o mercado de capitais, a fim de evitar que ocorresse um novo colapso na bolsa de valores.

BARROS LEÃES¹⁰⁹ destaca que o *Securities Act* de 1933 e o *Securities Exchange Act* de 1934 foram influenciados pelas leis estaduais conhecidas como *blue sky laws*. Essas leis tinham o objetivo de proteger os investidores dos “lançadores inescrupulosos, para quem nem o céu azul era limite para aventuras dos mercados de capitais”. A primeira *blue sky law* foi criada no Estado de Kansas, em 1911¹¹⁰.

Nos anos seguintes, várias leis com o mesmo conteúdo foram criadas nos Estados americanos. Entretanto, a constitucionalidade dessas leis passou a ser duramente questionada. Em 1917, a Suprema Corte considerou as *blue sky laws* de vários Estados constitucionais, o que serviu de incentivo para os demais Estados a terem suas próprias *blue sky laws*. Como consequência, em 1933, quando o *Securities Act* entrou em vigor, quarenta e sete Estados já possuíam legislação que repreendia a ação dos investidores inescrupulosos.

O *Securities Act*, promulgado em 1933 e conhecido também como "Truth in Securities Act", tinha como objetivos assegurar maior transparência aos investidores do mercado de capitais e estabelecer regras contra fraudes nesse mercado. Já *Securities Exchange Act* (SEA) regulamentou a criação da SEC (*Securities and Exchange Commission*), concebido como órgão autônomo e responsável pela regulamentação do mercado de valores nos EUA, além de regulamentar a função a ser desempenhada pela SEC frente à utilização de informação privilegiada, entre outras atribuições.

Em 1942, o Congresso americano introduziu a regra 10b-5¹¹¹ no SEA, e essa se tornou a primeira disposição mais importante a respeito da regulamentação do

¹⁰⁹ LEÃES, Ob. Cit., p. 83.

¹¹⁰ LEÃES, Ob. Cit., p. 84.

¹¹¹ Regra 10b-5: Emprego de práticas de manipulação e engano: Será ilegal a qualquer pessoa, diretamente ou indiretamente, pelo uso de quaisquer meios ou intermédio de comércio interestadual, ou por qualquer facilidade de qualquer bolsa de valores nacional: a – empregar qualquer dispositivo, esquema ou artifício para defraudar; b – fazer qualquer afirmação falsa ou deixar de afirmar fato relevante necessário, a que à luz das circunstâncias sob as quais elas foram feitas, não sejam enganosas; ou c – engajar-se em qualquer ato, prática ou negociação que opere ou operaria como uma fraude ou engano a qualquer pessoa, relativamente à compra e venda de qualquer valor mobiliário. (tradução livre).

insider trading nos Estados Unidos¹¹². Essa regra proíbe que **qualquer pessoa** negocie valores mobiliários utilizando informações privilegiadas.

Destaca-se, ainda, que essa regra não se limita a tratar da repressão à utilização da informação privilegiada. Ela trata também de qualquer operação fraudulenta relacionada à compra e venda de valores mobiliários, o que demonstra a falta de especificidade dessa norma. Na verdade, ela apresenta características genéricas, pois não se tinha ainda, nessa época, a intenção de regulamentar as possíveis condutas praticadas pelo *insider trading*¹¹³.

FARIA COSTA¹¹⁴ defende que essa regra introduziu a teoria do “disclose or abstain” no ordenamento jurídico norte-americano. De acordo com essa teoria, quem estivesse de posse de uma informação privilegiada deveria adotar uma das seguintes posições: (1) divulgar a informação, ou (2) abster-se de negociar.

Nos Estados Unidos da América, alguns casos jurisprudenciais são recorrentemente citados pela doutrina¹¹⁵ para narrar o início da repressão à utilização de informação privilegiada e a aplicação da regra 10b-5 a casos concretos. Os mais emblemáticos e que merecem ser mencionados são o *Texas Gulf Sulphur*, em 1963 e o *Chiarella*, em 1978.

A *Gulf Sulphur* era uma companhia mineira que atravessa dificuldades financeiras. Em 12 de novembro de 1963, ao realizar escavações próximas ao lago Ontário, no Canadá, os mineiros encontraram um rico depósito de cobre, zinco e prata¹¹⁶. A sociedade empresária, por sua vez, ao tomar conhecimento dessa informação, adquiriu a concessão para explorar minérios próximo à escavação e manteve tal informação no mais absoluto sigilo.

¹¹² “Em 1942, com base na seção 10 (b) do Securities Exchange Act, que lhe atribuíra o poder de editar regras de proteção aos investidores contra práticas fraudulentas, a SEC editou a Regra 10b-5, que, de maneira a mais genérica, declara ilegal a conduta de qualquer pessoa que, ao negociar títulos, preste declarações falsas ou incorretas sobre fatos relevantes, ou os omita. Apoiada nessa regra, a SEC tem combatido as omissões ou as declarações tendenciosas dos *insiders*, impondo, assim, padrões de conduta e deveres de informação aos dirigentes de empresa”. LEÃES, Ob. Cit., p. 99.

¹¹³ PROENÇA, Ob. Cit., p. 220.

¹¹⁴ COSTA e RAMOS, Ob. Cit., p. 21.

¹¹⁵ INIESTA, Ob. Cit., p. 44.

¹¹⁶ LEÃES, Ob. Cit., p. 163.

Essa descoberta somente foi comunicada ao mercado em 16 de abril de 1964. Em 1965, a SEC instaurou um procedimento para investigar a possível infração à Regra 10b-5, pois teve conhecimento de que desde a primeira escavação até o dia 16 de abril várias pessoas (administradores, funcionários, parentes e amigos) teriam se valido de informações privilegiadas para adquirir ações da *Gulf Sulphur* e se beneficiado da valorização das ações: de 18 dólares em novembro de 1963 para 30 dólares em abril de 1964, tendo alcançado o valor de 100 dólares, no final de 1966¹¹⁷.

De acordo com GUTIÉRREZ¹¹⁸, esse foi o primeiro caso em que a corte americana aplicou a regra “informe ou abstenha” (*disclose or abstain rule*), a qual, como já afirmado, obriga o agente a deixar de efetuar qualquer operação caso não seja possível torná-la pública. Assim, se o agente não divulgar a informação ao mercado, fica impedido de efetuar transações valendo-se dessa informação.

Destaca-se que a atuação da SEC ocorreu por meio de uma ação civil movida contra a companhia e mais treze pessoas, na qual se requereu: (1) a restituição das ações adquiridas pelos funcionários e administradores da sociedade no período compreendido entre novembro de 1963 e abril de 1964; (2) condenação dos administradores e funcionários ao ressarcimento dos investidores que venderam suas ações a quem tinha conhecimento da informação privilegiada; e (3) a anulação de todas as negociações feitas com ações pelos acusados no período mencionado¹¹⁹.

PROENÇA¹²⁰ relata que o caso apenas foi resolvido em segunda instância com a condenação dos acusados nos termos requeridos pela SEC e com a condenação da própria companhia em razão de divulgação falsa.

¹¹⁷ LEÃES, Luís Gastão Pais de Barros. *Mercado de Capitais e Insider Trading*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982, p. 166.

¹¹⁸ GUTIÉRREZ, José Zamyra Vega. *El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, especialmente em Derecho Penal Español (Art. 285 CP)*. Alcalá de Henares, 2010. Tese de Doutorado defendida na Faculdade de Direito de Alcalá (Espanha), sob a orientação do Prof. Diego-Manuel Luzón Peña (catedrático de Direito Penal), p. 30.

¹¹⁹ PROENÇA, José Marcelo Martins *Insider Trading. Regime Jurídico de uso de informações privilegiadas*, de. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 229.

¹²⁰ PROENÇA, José Marcelo Martins *Insider Trading. Regime Jurídico de uso de informações privilegiadas*, de. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 230.

O caso *Chiarella*, por sua vez, é muito interessante, pois demonstra a diferença de posicionamento entre a primeira instância e a Suprema Corte americana a respeito de quem pode atuar como *insider trading*. Utilizando como fundamento a Regra 10b-5 do SEA, a primeira instância condenou *Vincent Chiarella*, que trabalhava em uma gráfica financeira chamada *Pandick Press*. Ao imprimir documentos financeiros de algumas sociedades, *Chiarella* obteve informações sigilosas sobre ofertas pública de aquisição de ações de algumas empresas. Diante dessa informação, *Chiarella* teria comprado ações dessas empresas antes das ofertas públicas e vendido-as depois, auferindo, assim, um lucro de 30mil dólares em um período de apenas 14 meses.

Com entendimento diverso, a Suprema Corte o absolveu, utilizando o argumento de que o agente não estaria obrigado a abster-se de negociar, pois ele não tinha o dever de divulgar nenhuma informação e ao mesmo tempo não guardava nenhum tipo de confiança por nenhuma das partes. Assim, foi fixado que o agente apenas deveria responder pela prática de *insider trading* caso se encontrasse em uma relação fiduciária ou de confiança com a sociedade emissora dos negociados e com seus acionistas¹²¹.

Posteriormente, em 1980, como reação ao caso *Chiarella*¹²², entrou em vigor a Regra 14e-3, que cuidou da regulamentação das ofertas públicas (*tender offers*). Esse dispositivo buscava ser mais específico que a regra 10b-5 e, dentre outras regulamentações, proibiu a negociação por parte de qualquer pessoa que possuísse uma informação relevante relativa à oferta pública de aquisição¹²³.

Além disso, essa regulamentação proibiu a prática do *tipping*, traduzido como “dar dicas, fornecer informações” sobre a oferta pública de aquisição não divulgada ao mercado. Deve-se salientar que ainda que o *tippees* (quem recebe a informação) não chegue a efetuar, de fato, a transação, a prática é igualmente proibida¹²⁴.

¹²¹ GUTIERREZ, Ob. Cit., p. 125.

¹²² PROENÇA, Ob. Cit., p. 233. O referido autor acrescenta ainda que: “Até então, era ilegal apenas o *tipping* acompanhado de negociações por parte do *tippee*. Assim, confere-se um caráter absoluto à regra do sigilo por ocasião de uma tender offer, podendo o insider ser punido, mesmo se aquele que recebeu a informação (o *tippee*) dela não fez uso para negociar efetivamente com ações da companhia ofertada”.

¹²³ SAINZ, Ob. Cit., p. 119.

¹²⁴ CASTELLAR, Ob. Cit., p. 88.

Também como reação ao caso *Chiarella*, os tribunais americanos construíram a “*misappropriation theory*” (teoria da apropriação), que amplia a possibilidade de o sujeito atuar como *insider trading* ainda que não tenha nenhum vínculo fiduciário com a sociedade emissora dos valores mobiliários¹²⁵.

Assim, de acordo com a referida teoria, aquele que se apropria de informação privilegiada comete ato de ilegítima apropriação de tal informação em relação ao proprietário. Nesse caso, o agente não tem nenhuma relação com a companhia emissora do valor mobiliário e a vítima é quem confiou a informação privilegiada ao *insider*¹²⁶.

Na sequência da evolução legislativa dos Estados Unidos, em 1984, foi promulgado o ITSA – *Insider Trading Sanctions Act* (ITSA). Segundo INIESTA¹²⁷, essa norma foi a responsável pela reorganização da responsabilidade civil e aumento das sanções pecuniárias (civis e administrativas), já que a multa passou de 10 mil para 100 mil dólares. Esse valor poderia ainda triplicar, caso a vantagem indevida obtida ultrapassasse o valor de 1 milhão de dólares. Foi também por meio desse ato que a sanção penal foi instituída expressamente.

Em 1989, foi promulgado o ITSFEA – *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* (ITSFEA)¹²⁸. Essa regulamentação trouxe um aumento na sanção penal, que poderia chegar a 10 anos de privação de liberdade e a pena de multa a 1 milhão de dólares se tratar de pessoa física ou a 2,5 milhões de dólares se a infração for cometida por uma pessoa jurídica¹²⁹.

Segundo PROENÇA¹³⁰, um dos intuitos desse ato foi estabelecer separações efetivas entre diversos setores de uma instituição financeira que tivessem conhecimento de informações privilegiada, impedindo, com isso, que um setor se

¹²⁵ SAINZ, Ob. Cit., p. 120.

¹²⁶ COSTA e RAMOS, Ob. Cit., p. 22.

¹²⁷ INIESTA, Ob. Cit., p. 67.

¹²⁸ “Com la ITFESA se incrementaron los poderes de la SEC y se permitió sancionar a las personas jurídicas bajo cuyo control se encuentra el infractor, cuando carezcan de mecanismos internos razonables de prevención del uso indebido de información privilegiada. Además la ITSFEA elevou las sanciones penales, incrementando la pena de prisión a un máximo de 10 años y la multa a un millón de dólares para las personas físicas y dos millones y medio de dólares para las jurídicas”. SAINZ, Ob. Cit., p. 123.

¹²⁹ INIESTA, Ob. Cit., p. 68.

¹³⁰ PROENÇA, Ob. Cit., p. 235.

beneficiasse de informações obtidas por um outro setor. É o início do termo hoje conhecido “chinese wall”.

No ordenamento jurídico brasileiro tal regra foi implementada pela Resolução nº 2.451/97 do Conselho Monetário Nacional, a qual obrigou as instituições financeiras a promoverem a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição. De acordo com o parágrafo único do artigo 1º¹³¹ daquela Resolução, a segregação de atividades referida pode ser promovida mediante a contratação de empresa especializada na prestação de serviços de gestão de recursos de terceiros.

Atualmente, a sanção penal imposta pela prática do *insider trading* no direito americano é regulamentada na seção 32¹³² do SEA (*Securities Exchange Act* de 1934) e pode chegar até a 20 anos de prisão¹³³ e a multa de 25 milhões de dólares, a qual pode ser aplicada isoladamente ou em conjunto com a pena privativa de liberdade.

Por fim, apesar de o direito americano ser muito desenvolvido em relação à regulamentação do mercado de valores mobiliários, uma vez que é uma das praças financeiras mais importantes do mundo, e apesar de ter uma legislação que repressende o *insider trading*, INIESTA¹³⁴ aponta que não há até os dias atuais definição de informação privilegiada no ordenamento jurídico americano, o conceito é construído a partir de decisões jurisprudenciais.

¹³¹ Art. 1º - Estabelecer a obrigatoriedade de as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil promoverem a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição.

Parágrafo único: A segregação de atividades referida nesse artigo pode ser promovida mediante a contratação de empresa especializada na prestação de serviços de gestão de recursos de terceiros.

¹³² Fonte: <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf> - acesso: 14.09.12.

¹³³ Em outubro de 2011, as cortes americanas condenaram *Raj Rajaratnam*, um milionário investidor, pela prática do crime de *insider trading* a pena de 11 anos de prisão e multa de 10 milhões de dólares, considerada uma das maiores sentenças condenatória já imposta pelos tribunais americanos para esse delito. *Raj Rajaratnam*, diretor do fundo de *hedge*, conhecido como *Galleon Group*, foi condenado por ter fornecido e recebido informações privilegiadas de diversas empresas no período de 2003 a 2009, entre elas: *Goldman Sachs*, *Google*, *Marvell*, *Atheros*, além de outras. A acusação alegou que as operações realizadas por *Raj* teriam alcançado cerca de 72 milhões de dólares.

(Fonte: http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/people/r/raj_rajaratnam/index.html?inline=nyt-per) - acesso: 26.12.12)

¹³⁴ INIESTA, Ob. Cit., p. 52.

No mesmo sentido, SAINZ¹³⁵ pondera que a legislação americana a respeito do *insider trading* desenvolveu-se sem uma sistemática clara e que não há até o momento precisão no que é proibido nem definição do que efetivamente seja informação privilegiada. A autora acrescenta ainda que o sistema americano funciona bem graças à forte atuação desempenhada pela SEC, tanto na prevenção quanto na aplicação de sanções.

2.5.2 – Na Europa

2.5.2.1 – Aspectos gerais da legislação comunitária

Atualmente, há na Europa um movimento para harmonizar o tratamento dispensado aos ilícitos relativos aos mercados mobiliários.

O primeiro movimento surgido para tratar da harmonização do controle de informações suscetíveis a influenciar a cotação de valores mobiliários na Europa ocorreu em 1967, em Bruxelas, e foi chamado de Informe Segré. Tratava-se de uma reunião de especialistas em integração dos mercados de capitais.

Esse movimento originou a primeira norma regulamentadora do mercado de valores na União Européia: Código Europeu de Boa Conduta, divulgado em 1977. O código, apesar de não impor uma obrigatoriedade aos países membros a que formulassem normas internas sobre a proteção do mercado de valores mobiliários, tratava da necessidade de reprimir o uso de informação privilegiada no mercado de valores¹³⁶.

Em relação ao abuso de informação privilegiada, as regras 9 e 13 se mostravam as mais importantes. A regra 9 determinava que todas as pessoas que tivessem acesso a informação privilegiada em decorrência de profissão ou função, deveria se abster de negociar direta ou indiretamente e de comunicá-la a terceiro antes de que ela se tornasse pública. A regra 13, por sua vez, tratava da igualdade de condições dos investidores.

Outro evento relevante ocorrido na Europa foi a Convenção do Conselho da Europa sobre operações financeiras de *insiders*, realizado em 20 de abril de 1989. O

¹³⁵ SAINZ, Ob. Cit., p. 123.

¹³⁶ INIESTA, Ob. Cit., p. 69.

texto da convenção entrou em vigor em 01 de outubro de 1991 e, em suma, buscava cooperação de informações entre os países signatários.

Pretendia-se, por meio dessa convenção, que os países signatários prestassem assistência mútua no monitoramento de transações financeiras em valores mobiliários realizadas nas bolsas de valores que indicasse a prática da conduta realizada supostamente pelo *insider trading*¹³⁷.

Na sequência, em 13 de novembro de 1989, o Conselho de Ministros da Comunidade Europeia aprovou a Diretiva 89/592/CEE, considerada uma das primeiras tentativas de regulamentar de forma igualitária a proibição do abuso de informação privilegiada no bloco europeu¹³⁸. Essa diretiva pregava que todos os países integrantes da União Europeia deveriam adotar regras que assegurassem o bom funcionamento dos mercados e a confiança dos investidores.

A Diretiva 89/592/CEE¹³⁹ partiu das seguintes premissas: (i) o mercado secundário de valores mobiliários desempenha um papel fundamental no financiamento dos agentes econômicos; (ii) para que esse mercado possa desempenhar o seu papel de forma eficaz, devem ser tomadas medidas com vista a assegurar o seu bom funcionamento; (iii) o bom funcionamento do mercado depende da confiança que inspire aos investidores; (iv) essa confiança é assegurada por meio da garantia dada aos investidores de que estão colocados num plano de igualdade e que estão protegidos do abuso de informação privilegiada; e (v) as operações dos *insiders tradings* podem prejudicar a confiança e prejudicar o bom funcionamento dos mercados¹⁴⁰.

¹³⁷ <http://www.jurisint.org/doc/html/ins/es/2000/2000jiinses111.html> - acesso: 26.12.12.

¹³⁸ “En este ámbito se consideró que ciertas operaciones financieras sobre títulos negociados en Bolsas se realizaban por personas que buscaban evitar pérdidas u obtener beneficios utilizando informaciones privilegiadas, comprometiendo de esta forma la igualdad de oportunidades entre los inversores y la credibilidad del mercado. Además, se reveló que estos comportamientos eran muy peligrosos para la economía de los Estados miembros y muy particularmente, para el buen funcionamiento de los mercados de valores mobiliarios”. INIESTA, Ob. Cit., p. 71.

¹³⁹ “La Directiva 89/592/CE, sin duda, constituyó um hito de vital transcendência em luta contra el “insider trading, no sólo por conseguir armonizar las legislaciones para dar cumplimiento a sus preceptos, sino también y sobre todo porque consiguió que algunos países que ni siquiera contaban con una regulación sobre la materia precediesen a dictarla”. MONROY, Ob. Cit., p. 127.

¹⁴⁰ Fonte: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31989L0592:PT:HTML>, acesso em 13.11.12.

A fim de assegurar tais fatores, a diretiva impôs aos países membros a obrigação de reprimir determinadas condutas, deixando a cargo de cada Estado-Membro o estabelecimento das sanções. O artigo 13 dessa diretiva dispõe que as sanções “devem ser suficientes para incitar ao respeito por essas disposições”¹⁴¹.

No artigo 2º dessa diretiva há descrição da conduta sugerida de proibição aos Estados-Membros:

Cada Estado-membro proibirá às pessoas que: devido à sua qualidade de membros dos órgãos administrativos, diretivos ou de fiscalização do emitente; devido à sua participação no capital do emitente, ou; porque têm acesso a essa informação devido ao desempenho do seu trabalho, da sua profissão ou das suas funções, disponham de uma informação privilegiada que adquiram ou cedam, em seu nome ou em nome de outrem, quer direta quer indiretamente, valores mobiliários do emitente ou emitentes a quem a informação diz respeito, explorando com conhecimento de causa essa informação privilegiada.

O artigo 3º dessa diretiva dispõe ainda que cada Estado-Membro deve proibir que as pessoas indicadas no artigo 2º, detentoras de informação privilegiada, comuniquem essa informação a um terceiro - salvo necessário em razão do exercício de sua função - ou recomendem a um terceiro que adquira ou ceda qualquer valor mobiliário utilizando-se da informação privilegiada.

Destaca-se ainda que, como já informado anteriormente, essa diretiva trouxe a definição de informação privilegiada utilizada pelo Conselho das Comunidades Européias. De acordo com o seu artigo 1º, entende-se por informação privilegiada:

*toda a informação que não tenha sido tornada pública, que tenha um carácter preciso e seja relativa a uma ou várias entidades emitentes de valores mobiliários ou a um ou vários valores mobiliários e que, caso fosse tornada pública, seria suscetível de influenciar de maneira sensível a cotação desse ou desses valores mobiliários*¹⁴².

¹⁴¹ Artigo 13º - Cada Estado-membro estabelecerá as sanções a aplicar em caso de infracção às disposições adotadas em execução da presente diretiva. Essas sanções devem ser suficientes para incitar ao respeito por essas disposições.

Fonte: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31989L0592:PT:HTML>, acesso em 13.11.12.

¹⁴² <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31989L0592:PT:HTML> – acesso em 13.11.12.

Outro aspecto importante introduzido por essa Diretiva foi a obrigação imposta aos Estados-Membros de designar autoridades administrativas competentes para fiscalizar a aplicação e execução das disposições constantes na Diretiva¹⁴³.

Essa Diretiva ainda influenciou a regulação do abuso de informação privilegiada em diversos países europeus, sobretudo a Itália, pois era o único país que não possuía nenhuma legislação interna sobre o assunto¹⁴⁴ até então. Em Portugal, por exemplo, a orientação fixada na referida diretiva foi internalizada pelo Decreto-Lei nº 142-A/91, de 10 de abril de 1991. Entretanto, o abuso de informação privilegiada já era punido naquele país antes mesmo da diretiva ser introduzida em seu ordenamento jurídico.

Em 2003, o Parlamento Europeu e o Conselho da União Européia editaram nova Diretiva: 2003/6/CE, de 28 de janeiro. Essa Diretiva pregou novamente o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários e a confiança do público (investidores) como condições essenciais ao crescimento econômico e de prosperidade aos Estados-Membros.

O objetivo dessa Diretiva era influenciar a legislação dos países integrantes da União Européia contra o abuso de informação privilegiada e a manipulação de mercados. Por isso, defendeu a criação de regras conjuntas para combater esses dois fenômenos¹⁴⁵. Essa Diretiva foi editada a partir de preocupações manifestadas pelos Estados-Membros decorrentes do ataque terrorista de 11 de setembro de 2001. A preocupação era o financiamento das atividades terroristas¹⁴⁶.

¹⁴³ Artigo 8º 1. Cada Estado-membro designará a ou as autoridades administrativas competentes para velar, se necessário em colaboração com outras autoridades, pela aplicação das disposições adotadas em execução da presente diretiva. Do fato informará a Comissão, que transmitirá essas informações aos outros Estados-membros.

2. Para que possam cumprir a sua missão, as autoridades competentes devem ser dotadas da competência e dos poderes de controlo e averiguação necessários, se necessário em colaboração com outras autoridades. Fonte: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31989L0592:PT:HTML>, acesso em 13.11.12.

¹⁴⁴ MONROY, Ob. Cit., p. 121.

¹⁴⁵ De acordo com a diretiva: “O objetivo da legislação contra o abuso de informação privilegiada é o mesmo contra o a manipulação de mercado: garantir a integridade dos mercados financeiros comunitários e promover a confiança dos investidores nos mesmos. Por conseguinte, é aconselhável adotar regras conjuntas para combater tanto o abuso de informação privilegiada como a manipulação de mercados”. (Considerando nº 20 da Diretiva).

¹⁴⁶ Considerando nº 14 da Diretiva.

Nota-se nessa missiva uma preocupação mais intensa com o mercado financeiro integrado da União Européia. De acordo com a Diretiva ora mencionada, o abuso de informação privilegiada e a manipulação do mercado impediriam a transparência plena e adequada dos mercados financeiros integrados¹⁴⁷.

A Diretiva considera ainda que a divulgação da informação feita de maneira rápida e leal reforça a integridade do mercado, ao passo que a divulgação seletiva pelos emitentes dos valores mobiliários pode conduzir a uma perda de confiança do investidor na integridade do mercado de valores mobiliários¹⁴⁸.

A Diretiva também prega que todos os agentes econômicos devem contribuir para a integridade do mercado de várias formas e menciona duas maneiras possíveis de contribuição: a criação de “listas cinzentas” (aplicação de códigos de condutas internos) e de “chinese wall” (estabelecimento de sistema de segregação de informações). Ainda, de acordo com a Diretiva, essas medidas preventivas apenas poderão contribuir para o combate à utilização de informação privilegiada e abuso de mercado se forem aplicadas com determinação e devidamente controladas.

A Diretiva de 2003 trouxe em seu artigo 1º uma nova definição, mais completa do que a Diretiva anterior, de informação privilegiada, transcrita a seguir:

Informação privilegiada é toda a informação com caráter preciso, que não tenha sido tornada pública e diga respeito, direta ou indiretamente, a um ou mais emitentes de instrumentos financeiros ou a um ou mais instrumentos financeiros e que, caso fosse tornada pública, seria suscetível de influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados.

O artigo 2º dessa Diretiva tratou das condutas relacionadas ao uso de informação privilegiada que deveriam ser proibidas pelos Estados-Membros.

De acordo com o referido dispositivo, qualquer pessoa que detenha informação privilegiada em razão de (1) ser membro de conselho de administração, de gestão ou fiscalização da sociedade emissora de valores mobiliários; (2) possuir

¹⁴⁷ Considerando nº 15 da Diretiva.

¹⁴⁸ Considerando nº 24 da Diretiva.

participação no capital social da companhia; (3) ter acesso à informação privilegiada em razão do exercício de sua atividade, de sua profissão ou funções; e (4) suas atividades criminosas, deve ser proibida de utilizar a informação ao “adquirir ou alienar, tentar adquirir ou alienar, por sua conta ou por conta de terceiro, direta ou indiretamente, os instrumentos financeiros a que essa informação diga respeito”.

Essa Diretiva dispõe ainda que as medidas a serem impostas pelos Estados-Membros devem ser efetivas, proporcionais e dissuasivas. O artigo 14 da Diretiva dispõe que sem prejuízo de imporem sanções penais, os Estados-membros devem assegurar a aplicação de sanções administrativas às pessoas responsáveis por qualquer descumprimento das disposições aprovadas na Diretiva.

Em outubro de 2011, o Parlamento Europeu e o Conselho da União Européia elaboraram uma proposta de Diretiva (2011\0297 – COD) relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada. Essa proposta de Diretiva já foi discutida no Parlamento Europeu, mas aguarda a realização de nova sessão plenária a ser realizada em 21.05.2013 para ser sacramentada¹⁴⁹.

A exposição de motivos da referida proposta demonstra novamente a grande preocupação da União Européia com a confiança no mercado de valores mobiliários. Nos termos da proposta, a nova Diretiva¹⁵⁰ teria como objetivo aumentar a confiança dos investidores e a integridade do mercado de capitais, por meio da proibição de aqueles que possuem informação privilegiada negociem valores mobiliários relativos a essa informação.

De acordo com o considerando nº 5 dessa proposta de Diretiva, a adoção de sanções administrativas pelos Estados-Membros revelou-se insuficiente para combater o uso de informação privilegiada e a manipulação de mercado. Ainda, segundo o considerando nº 7, nem todos os países-membros previram sanções penais para esses tipos

¹⁴⁹ Fonte: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/COM_2012_420_pt.pdf - acesso em 12.11.12.

¹⁵⁰ O primeiro considerando da proposta da Diretiva tem a seguinte redação: “A criação de um mercado financeiro integrado e eficiente pressupõe que seja garantida a integridade do mercado. O bom funcionamento dos mercados de valores mobiliários e a confiança do público nos mesmos mercados são uma condição essencial do crescimento econômico e da prosperidade. As situações de abuso de mercado prejudicam a integridade dos mercados financeiros e a confiança do público nos valores mobiliários e instrumentos derivados”.

de conduta, já tratados na Diretiva 2003\6\CE. Essa diferença de tratamento interno pode constituir um incentivo para que os criminosos procurem os países que não tem sanções penais previstas para praticarem ilícitos relacionados à informação privilegiada e manipulação de mercado.

O considerando nº 7 justifica a intervenção nos casos de abuso de mercado (utilização de informação privilegiada e manipulação de mercado) por considerar que a condenação criminal acarreta, na maioria das vezes, cobertura midiática, o que contribuiria para dissuadir potenciais criminosos, uma vez que “chama atenção do público para o empenho das autoridades competentes no combate ao abuso de mercado”¹⁵¹.

Nos termos do considerando nº 6 dessa proposta de Diretiva, devem ser impostas sanções penais para as formas mais graves de abuso de mercado, a fim de transmitir ao público e aos potenciais infratores a mensagem de que são levados a sério pelas autoridades competentes. Ainda, segundo esse dispositivo, a sanção penal demonstra uma desaprovação social de natureza qualitativamente diferente em relação à sanção administrativa.

O artigo 3º do texto da Diretiva trata das condutas que devem ser consideradas infração penal pelos Estados-Membros, abaixo transcritas:

- a) Quando na posse de uma informação privilegiada, utilizar essa informação para adquirir ou ceder os instrumentos financeiros a que se refere essa informação em seu nome próprio ou em nome de terceiros. Também é abrangida a utilização de informação privilegiada para anular ou alterar uma ordem relativa a um instrumento financeiro a que se refere essa informação, caso essa ordem tenha sido emitida antes de se entrar na posse dessa informação privilegiada; ou*
- b) Comunicar informação privilegiada a qualquer outra pessoa, exceto se essa divulgação ocorrer no âmbito do exercício legal de direitos resultantes de um emprego ou atividade profissional.*

Por fim, cabe destacar que o artigo 6º da proposta de Diretiva dispõe que os Estados-Membros devem adotar medidas necessárias para que as infrações penais sejam punidas com sanções penais eficazes, proporcionais e dissuasivas.

¹⁵¹ Fonte: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/COM_2012_420_pt.pdf - acesso em 12.11.12.

Aos poucos, as orientações fixadas nas Diretrizes da Comunidade Européia foram introduzidas no ordenamento jurídico interno de cada país. A França foi um dos países pioneiros a internalizar as regras fixadas pela Comunidade Européia. Logo após a reunião de Bruxelas, ainda em 1967, a França regulamentou o delito de utilização de informação privilegiada, foi o primeiro país da Europa a fazê-lo.

De acordo com INIESTA, a França é detentora de uma das legislações mais elaboradas a respeito da utilização indevida de informação privilegiada¹⁵². Naquel país, a conduta praticada pelo *insider trading* é punida duramente, tanto na esfera administrativa, quanto na criminal.

A legislação francesa sofreu forte influência da legislação americana. No entanto, por diversas razões, a importação do sistema norte-americano não prosperou na França. Na prática, verificou-se uma grande dificuldade na transposição de um sistema de direito anglo-saxão para um sistema de direito continental em razão, principalmente, da ausência de similitude entre os 2 (dois) ordenamentos jurídicos.

Essa dificuldade de implementar as regras gerais do sistema norte-americano levou a França a reformar a lei que tratava do abuso de informação privilegiada e a promulgar uma nova lei em 1970, Lei 70-1208, a qual traz em seu artigo 10-1¹⁵³, o crime de *insider trading*, sancionado à época com pena de prisão de 2 meses a 2 anos e com multa de 5 mil a 5 milhões de franco.

Na seqüência, os países a adotarem o mesmo posicionamento, seguindo as orientações das diretrizes européias, foram a Suíça em 1987, a Itália em 1991, o Reino Unido¹⁵⁴ em 1994 e a Alemanha também em 1994.

¹⁵² A França foi o primeiro país europeu a regulamentar a prática do *insider trading*, por essa razão, as Diretivas da União Europeia, por serem posteriores, tiveram pouca influência na legislação francesa. INIESTA, Ob. Cit., p. 83.

¹⁵³ “Serão castigados com prisão de 2 meses a 2 anos e com multa de 5.000 a cinco milhões de francos, ou ao quádruplo do valor obtido como benefício, ou uma dessas penas isoladas, as pessoas mencionadas no artigo 162-1 da Lei de 24.07.66 (presidentes, diretores, administradores, membros do conselho e representantes permanentes) e todas as demais pessoas que por sua profissão ou função disponham de informação privilegiada sobre a marcha técnica, comercial e financeira de uma sociedade, que efetue no mercado mobiliário, diretamente ou por interposta pessoa, uma ou várias operações, explorando a informação antes que o público a conheça”. – MONROY, Ob. Cit., p. 118. (tradução livre).

¹⁵⁴ Deve-se ponderar que o *Companies Securities Act (Insider Dealing Act)* promulgado em 1985 já havia tratado da repressão da utilização de informação privilegiada. Após a promulgação do Companies Act, em

Outro país que merece atenção em razão da importância de seu centro financeiro (quarta praça do mundo)¹⁵⁵ é a Suíça. A proibição de utilização de informação privilegiada em companhia de capital aberto, com a consequente obtenção de vantagem pecuniária ilícita¹⁵⁶, está prevista em artigo 161 do código penal suíço e prevê pena de prisão de três anos ou multa¹⁵⁷.

A seguir, serão abordadas as legislações européias que exercem maior influência na legislação brasileira respeito do crime de *insider trading*.

2.5.2.2 – O crime de *insider trading* na Espanha

A repressão à utilização indevida de informação privilegiada na Espanha apenas passou a ocorrer com mais intensidade a partir de 1995, sobre forte influência das Diretivas emitidas pelo Conselho da União Européia. A própria regulamentação do mercado de valores mobiliários na Espanha é algo recente, que remonta ao final da década de 70.

Em 1977, foi criada na Espanha uma comissão para estudo do mercado de valores – COMERVAL – que tinha a finalidade de estudar os motivos da sensação que se tinha à época de que o mercado de valores não estava à altura do sistema financeiro

1980, vários códigos de conduta específicos surgiram no Reino Unido. A partir desses códigos, passou-se a reprimir a conduta de quem utilizava informação privilegiada. Segundo INIESTA, “a partir de esta regulación en el Derecho británico se perseguían todas aquellas conductas que son realizadas por personas que disponen de información privilegiada como consecuencia de la posición privilegiada de que disponen (primary insiders), así como aquellas operaciones efectuadas sobre títulos de una empresa a partir de la información recibida, bien directamente, bien indirectamente por los *primary insiders* vinculados con la empresa”. INIESTA, Ob. Cit., p. 94.

¹⁵⁵ MONROY, Ob. Cit., p. 122.

¹⁵⁶ Para configurar o delito é necessário que ocorra a vantagem pecuniária indevida. Nesse sentido, cita-se trecho de Antonio J. Monroy Antón: “El hecho necesario para que se produzca el delito es que el iniciado obtenga, para sí o para un tercero, un beneficio económico, mediante el uso de información reservada. Coincide, por tanto, con la legislación espanhola, al no penalizar en principio aquéllas conductas que no tengan repercusión patrimonial, lo cual es significativo a efectos de determinar el bien jurídico a pesar de que, como se ha señalado, la propia doctrina y jurisprudencia se muestren en contra de ello. Por otro lado, no es necesario que la operación ascienda a un determinado importe, ya que lo importe realmente es la plusvalía que se obtenga. Así, quedarían penalizadas conductas que se plasmasen operaciones de poco importe en el momento en que generasen beneficio económico y sin embargo, quedarían despenalizadas aquéllas con volúmenes de operación millonarios cuando de la mismas no se deprendiese un beneficio.”. MONROY, Ob. Cit., p. 124.

¹⁵⁷ Fonte: <http://www.admin.ch/ch/d/sr/3/311.0.de.pdf>, acesso em 13.11.12 (tradução livre).

espanhol, bem como a de verificar os motivos que afastavam os investidores da bolsa de valores e que revelavam um desinteresse por esses mercados¹⁵⁸.

O primeiro Parlamento da Democracia espanhola, responsável pela elaboração da Constituição, criou uma comissão para estudo do mercado de valores mobiliários na Espanha. No ano de 1978, essa comissão editou o Informe Sardá, que entre outras coisas, tratou da necessidade de reforma do mercado de valores espanhol e sua integração com a comunidade européia¹⁵⁹.

A primeira tentativa de se reprimir o abuso de informação privilegiada naquele país ocorreu em 1984, com a promulgação do Decreto Real nº 279/1984, o qual implantou o dever de guardar sigilo e a proibição de efetuar qualquer operação baseada na informação confidencial a todos os que tiverem participação nas negociações de ofertas públicas de ações¹⁶⁰. Todavia, o referido decreto não impôs nenhuma sanção para quem descumprisse os deveres acima mencionados.

Na seqüência, foi promulgada a Lei 24/1988 de 28 de julho, reformada pela Lei 9/1991 de 22 de março, considerada a primeira lei relevante sobre o assunto. Essa lei deu nova redação ao artigo 368 do Código Penal de 1976, o qual criminalizava o uso de informação privilegiada por funcionário público ou autoridade, sem, entretanto, fazer referências diretas o mercado de valores. A utilização de informação privilegiada praticada por particulares era punida apenas por sanções administrativas severas¹⁶¹.

Essa lei regulamentou expressamente a proibição do abuso de informação privilegiada no mercado de valores espanhol. Nos termos do artigo 81 dessa lei, todas as pessoas que atuem no mercado de valores ou que exerçam alguma atividade a ele relacionada, e quem, por qualquer razão de seu trabalho, profissão cargo ou função, possua informações sobre o referido mercado, deve guardar sigilo dessas informações.

¹⁵⁸ INIESTA, Ob. Cit., p. XXVII (Introdução).

¹⁵⁹ ZAPATERO, Luis Arroyo. *El abuso de información privilegiada en el Derecho Español*. Hacia un derecho penal económico europeo. Jornadas en honor del profesor Klaus Tiedmann. Boletim Oficial del Estado. Madri, 1995. Fonte: www.cienciaspenales.net – acesso em 14.10.12.

¹⁶⁰ ZAPATERO, Ob. Cit.

¹⁶¹ Nesse sentido: “El legislador español, en fin, se pronunció en un primer momento sobre el fenómeno del *insider trading* en el mercado de valores en favor de una represión básicamente administrativa y al, al mismo tiempo, dio una respuesta penal al problema de la utilización abusiva de información privilegiada por funcionarios públicos o autoridades”. INIESTA, Ob. Cit., p. XXVIII (Introdução).

O artigo 81¹⁶² dispõe ainda que todo aquele que possuir alguma informação privilegiada deverá se abster de, direta ou indiretamente, realizar qualquer tipo de operação no mercado relacionada à informação e comunicar ou recomendar que um terceiro realize a operação com base na informação por ele possuída.

O crime de abuso de informação privilegiada foi introduzido no ordenamento jurídico espanhol em 1995, por meio da Lei Orgânica 10/1995, que introduziu o artigo 285¹⁶³ no Código Penal. A reforma do Código ocorrida em 2003 (Lei Orgânica 15/2003) alterou esse artigo, que passou a ter a seguinte redação típica:

- 1. Quien de forma directa o por persona interpuesta usare de alguna información relevante para la cotización de cualquier clase de valores o instrumentos negociados en algún mercado organizado, oficial o reconocido, a la que haya tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, o la suministrare obteniendo para sí o para un tercero un beneficio económico superior a 600.000 euros o causando un perjuicio de idéntica cantidad, será castigado con la pena de prisión de uno a cuatro años, multa del tanto al triplo del beneficio obtenido o favorecido e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de dos a cinco años.*
- 2. Se aplicará la pena de prisión de cuatro a seis años, la multa del tanto al triplo del beneficio obtenido o favorecido e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de dos a cinco años, cuando en las conductas descritas en el apartado anterior concurre alguna de las siguientes circunstancias:*
 - 1ª Que los sujetos se dediquen de forma habitual a tales prácticas abusivas.*
 - 2ª Que el beneficio obtenido sea de notoria importancia.*
 - 3ª Que se cause grave daño a los intereses generales”.*

Nota-se que, da mesma maneira que ocorre no tipo penal brasileiro, o tipo penal espanhol faz referência à informação relevante. Trata-se de elemento

¹⁶² De acordo com ZAPATERO: “En definitiva, el artículo 81 define el concepto de información privilegiada, establece el deber de salvaguardia de dicha información para las personas que actúan o se relacionan con el mercado de valores o la obtienen por razón de su trabajo, profesión, cargo o funciones y establece en general para todos que dispongan de dichas informaciones las prohibiciones de preparar o realizar operaciones sobre los valores, comunicar la información o recomendar la operación a terceros no legitimados”. ZAPATERO, Ob. Cit.

¹⁶³ “Quien de forma directa o por persona interpuesta usare de alguna información relevante para la cotización de cualquier clase de valores o instrumentos negociados en algún mercado organizado, oficial o reconocido, a la que haya tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, o la suministrare obteniendo para sí o para un tercero un beneficio económico superior a setenta y cinco millones de pesetas o causando un perjuicio de idéntica cantidad, será castigado con la pena de prisión de uno a cuatro años y multa de tanto al triplo del beneficio obtenido o favorecido”.

normativo¹⁶⁴ do tipo, que deve ser completado com a regulação extra-penal correspondente.

Na Espanha, utiliza-se do conceito da Diretiva 89/592, segundo a qual para que uma informação seja tida como relevante, devem ser observados os seguintes requisitos: (1) a informação deve caráter concreto e preciso, não pode tratar-se de apenas rumores; (2) que diga respeito a um ou a vários emissores de valores mobiliários ou ainda dos próprios vários mobiliários; (3) que a informação não tenha-se tornado pública, sendo, portanto reservada ou oculta¹⁶⁵; (4) caso fosse tornada pública, poderia influenciar de maneira considerável o valor dos valores mobiliários.

Ao contrário do disposto na atual legislação brasileira, a legislação espanhola exige a obtenção de vantagem ou a causa de um prejuízo para a configuração do tipo penal. Não só exige a ocorrência da vantagem ou do prejuízo, como aponta um valor mínimo a partir do qual a conduta passa a ter relevância criminal. A apenas a partir de um determinado valor (600.000 euros) o dano passa a ter relevância penal. Se o valor for menor do que esse limite, o agente pratica somente infração administrativa e não infração penal.

Esse limite de 600.000 euros, além de conferir um caráter patrimonial ao delito, é objeto de discussão na doutrina espanhola. Alguns autores entendem tratar de condição objetiva de punibilidade, outros, de elemento normativo do tipo penal. ZAPATERO defende tratar-se de condição objetiva de punibilidade. De acordo com esse autor, a imposição desse limite tem a finalidade de reservar para a intervenção do direito penal apenas os casos mais graves de abuso de informação privilegiada¹⁶⁶.

¹⁶⁴ “Aparentemente los tipos penales nacionales que castigan la manipulación de mercado o el insider trading son tipos contruidos a partir de elementos normativos (información privilegiada, noticias falsas...), sin embargo esta forma de legislar los ha convertido en normas penales en blanco”. MARTÍN, OB. Cit., p. 319.

¹⁶⁵ “Lo decisivo pues es que pueda identificar-se um posición de ventaja adquirida por el uso de información secreta; esta posición queda desvanecida y neutralizada, por ejemplo, cuando los medios de comunicación se han hecho eco de manera precisa de la información bursátil, aunque ésta no se haya publicada o divulgada conforma trámites legales. En estos casos ya no se verifica un uso ilícito de información confidencial”. MUÑIZ, José Manuel Valle e PRATS, Fermín Morales. In *Comentários al Nuevo Código Penal*. (Diretor Gonzalo Quintero Olivares e Coord. Fermín Morales Prats). 4ª ed. Navarra: Thomson-Aranzadi, 2005, p. 1449.

¹⁶⁶ ZAPERO completa ainda que: “Más que nunca nos encontramos com una condición objetiva de penalidad que por lo tanto no tiene que ser abarcada por el dolo. El efecto financeiro es ajeno a la voluntad y control del autor, hasta el punto de que el tipo renuncia a exigir en exclusiva el beneficio para el mismo, que puede ser

De acordo com MONROY ANTÓN¹⁶⁷, o dolo desse delito verifica quando estão presentes dois elementos: o agente realiza a operação privilegiada, com o intuito de obter lucro.

Interessante notar que o tipo penal previsto no artigo 285 do Código Penal Espanhol limita o sujeito ativo deste delito: *Quien de forma directa o por persona interpuesta... a la que haya tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial.*

Diante disso, a doutrina espanhola¹⁶⁸ denomina o referido tipo penal de especial próprio, pois apenas pode figurar como sujeito ativo desse delito quem tiver acesso à informação privilegiada de forma direta ou por meio de interposta pessoa, em razão de sua atividade profissional ou empresarial.

Tal posicionamento do legislador espanhol é justificado pela doutrina em virtude de o agente que utiliza informação em decorrência de sua atividade profissional ou empresarial possuir uma situação de privilégio em relação aos demais investidores no tocante ao acesso à informação¹⁶⁹.

Por essa razão, na Espanha pune-se tão somente o receptor primário da informação privilegiada. O receptor secundário, que recebe a informação do receptor primário, não atua como sujeito ativo desse delito, justamente porque este não fará uso de informação privilegiada obtida em razão de suas atividades profissionais ou empresariais, a menos que o receptor secundário se trate de pessoa interposta.

Há autores que criticam a redação do tipo penal por entender que não protege adequadamente a confiabilidade no mercado de capitais, pois essa é afetada independentemente de quem utiliza a informação privilegiada: seja por quem tem algum tipo de vínculo com a empresa ou com quem não tenha nenhum¹⁷⁰.

nulo o incluso producile pérdidas. Debe precisarse que la causación de perjuicio a que el tipo se refiere el la de los terceros, titulares de la sociedad cotizada o inversores nuevos”. ZAPATERO, Ob. Cit.

¹⁶⁷ MONROY, Ob. Cit., p. 89.

¹⁶⁸ MUÑIZ e PRATS, Ob. Cit., p. 1450.

¹⁶⁹ MUÑIZ e PRATS, Ob. Cit., p. 1450.

¹⁷⁰ MONROY, Ob. Cit., p. 82.

Outro aspecto interessante da legislação espanhola e que merece ser comentado é a pena de inabilitação que pode ser aplicada ao *insider* caso ocorra alguma das circunstâncias previstas no tipo penal (dedicação habitual à praticas abusivas; benefício obtido seja de notória importância, ou que cause grave dano a interesses gerais). Assim, se o agente se valer de informação privilegiada diante dessas circunstâncias será inabilitado para exercer sua profissão pelo período de dois a cinco anos.

Além da inabilitação, o Código Penal espanhol prevê em seu artigo 288 a publicação da sentença em meios oficiais. Caso deseje o prejudicado, o Juiz poderá determinar a publicação em qualquer outro meio informativo, à custa do condenado. Tanto a publicação quanto a inabilitação têm como função conferir transparência ao mercado, com a indicação dos sujeitos que tentam afetar a confiabilidade do sistema, e, ao mesmo tempo, servir de exemplo aos demais investidores, de modo a dissuadi-los de qualquer prática nesse sentido¹⁷¹.

De acordo com SAINZ¹⁷², é muito comum verificar a utilização de informação privilegiada na Espanha quando ocorrem ofertas públicas de ações, as chamadas OPA. A maioria dos casos em que houve sanção por utilização de informação privilegiada no referido país estava relacionada com operações que envolviam a oferta de pública de ações.

Isso porque, segundo a autora espanhola, quase na totalidade das vezes, a oferta pública é feita em um valor superior à cotação das ações vigentes no mercado. Diante disso, o benefício a ser auferida pelo *insider* é “seguro e geralmente elevado”.

2.5.2.3 – O crime de *insider trading* em Portugal

Portugal foi fortemente influenciado pelas pressões imposta pelas Diretivas da Comunidade Europeia ao tipificar o uso indevido de informação privilegiada. Entretanto, antes mesmo da Diretiva de 89, essa conduta já era criminalizada pelo ordenamento jurídico português.

¹⁷¹ MONROY, Ob. Cit., p. 96.

¹⁷² SAINZ, Ob. Cit., p. 90.

Em 1987, o Decreto-Lei nº 184/87¹⁷³ alterou o Código de Sociedades Comerciais de 1986 e acrescentou nesse diploma legal o artigo 524, tipo penal que descrevia o crime de abuso de informações¹⁷⁴. Posteriormente, a partir de 1999¹⁷⁵, o uso indevido de informação privilegiada e a manipulação de mercado passaram a ser condutas tipificadas no atual Código de Valores Mobiliários (CVM), regulamentado pelo Decreto-Lei nº 486/99, de 13 de novembro.

A fim de atender novamente as orientações fixadas pela Diretiva de 2003, o tipo penal que prevê o crime de utilização indevida de informação privilegiada foi reformado por meio do Decreto-Lei nº 52/2006, de 15 de março.

Atualmente, o crime de utilização de informação privilegiada é previsto no artigo 378¹⁷⁶ do Código de Valores Mobiliários e possui o *nomen iuris* “abuso de informação”. O mencionado tipo penal apresenta a seguinte redação:

1 - Quem disponha de informação privilegiada:

- a) Devido à sua qualidade de titular de um órgão de administração ou de fiscalização de um emitente ou de titular de uma participação no respectivo capital; ou*
- b) Em razão do trabalho ou do serviço que preste, com carácter permanente ou ocasional, a um emitente ou a outra entidade; ou*
- c) Em virtude de profissão ou função pública que exerça; ou*
- d) Que, por qualquer forma, tenha sido obtida através de um facto ilícito ou que suponha a prática de um facto ilícito; e a transmita a alguém fora do âmbito normal das suas funções ou, com base nessa informação, negocie ou aconselhe alguém a negociar em valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou ordene a sua subscrição, aquisição,*

¹⁷³ A respeito da criminalização da conduta de abuso de informação desde o ano de 1987, em Portugal, vale observar trecho FREDERICO DE LACERDA COSTA PINTO: “O crime de abuso de informação foi introduzido entre nós pelo Código das Sociedades Comerciais (CSC) de 1987, num regime bastante interessante que conjugava a criminalização de alguns comportamentos com soluções de natureza cível e de Direito societário (...). Portanto, esta incriminação está em vigor entre nós no âmbito dos mercados de valores mobiliários há mais de uma década. Não se justifica, por isso, que a jurisprudência nacional a continue a tratar como uma especialidade ou uma inovação”. PINTO, Ob. Cit., p. 710.

¹⁷⁴ COSTA e RAMOS, Ob. Cit., p. 27.

¹⁷⁵ A respeito do tipo penal inserido no ano de 1999 no ordenamento jurídico português, menciona-se o seguinte posicionamento de FREDERICO DE LACERDA COSTA PINTO: “De uma forma sintética, os tipos previstos no artigo 378 do CdVM de 1999 exigem como elementos essenciais as qualidades típicas do agente (no nº 1 e 2 do art. 378), a prática de um dos factos descritos, a relação entre a posse da informação e a conduta proibida (transmitir a informação, negociar, aconselhar ou dar ordens de subscrição, venda ou troca, com base nessa informação) e o elemento subjetivo geral, o dolo, nos termos dos arts. 13 e 14 do Código Penal. PINTO, Ob. Cit., p. 718.

¹⁷⁶ Fonte:

http://www.cmvm.pt/cmvm/legislacao_regulamentos/codigo%20dos%20valores%20mobiliarios/pages/cvm_tituloviii.aspx - acesso em 12.11.12.

venda ou troca, directa ou indirectamente, para si ou para outrem, é punido com pena de prisão até 5 anos ou com pena de multa.

2 - Qualquer pessoa não abrangida pelo número anterior que, tendo conhecimento de uma informação privilegiada, a transmita a outrem ou, com base nessa informação, negocie ou aconselhe alguém a negociar em valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou ordene a sua subscrição, aquisição, venda ou troca, directa ou indirectamente, para si ou para outrem, é punida com pena de prisão até 4 anos ou com pena de multa até 240 dias.

3 - Entende-se por informação privilegiada toda a informação não tornada pública que, sendo precisa e dizendo respeito, directa ou indirectamente, a qualquer emitente ou a valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, seria idónea, se lhe fosse dada publicidade, para influenciar de maneira sensível o seu preço no mercado.

4 - Em relação aos instrumentos derivados sobre mercadorias, entende-se por informação privilegiada toda a informação com carácter preciso que não tenha sido tornada pública e respeite, directa ou indirectamente, a um ou mais desses instrumentos derivados e que os utilizadores dos mercados em que aqueles são negociados esperariam receber ou teriam direito a receber em conformidade, respectivamente, com as práticas de mercado aceites ou com o regime de divulgação de informação nesses mercados¹⁷⁷.

Segundo disposição do nº 1, alínea “a”; do referido tipo penal, poderá atuar como sujeito ativo do crime de abuso de informação o agente que for titular do conselho de administração^{178 179} ou de fiscalização, ou ainda que tiver participação acionária na companhia. Esses são os verdadeiros *insiders*, pois são os únicos que mantêm relação direta com a companhia. Como se verá adiante, os demais agentes que podem

¹⁷⁷ Continuação do tipo penal:

5 - O disposto neste artigo não se aplica quando as operações sejam efectuadas pelo Banco Central Europeu, por um Estado, pelo seu banco central ou por qualquer outro organismo designado pelo Estado, por razões de política monetária, cambial ou de gestão da dívida pública, nem às transacções sobre acções próprias efectuadas no âmbito de programas de recompra realizados nas condições legalmente permitidas.

6 - [Revogado].

7 - Se as transacções referidas nos n.os 1 e 2 envolverem a carteira de uma terceira pessoa, singular ou colectiva, que não seja constituída arguida, esta pode ser demandada no processo crime como parte civil, nos termos previstos no Código de Processo Penal, para efeito da apreensão das vantagens do crime ou da reparação de danos.

¹⁷⁸ Em Portugal, o Conselho de Administração compreende o que, no Brasil, se entende por conselheiro de administração e administrador, conforme consta do artigo 278, parágrafo primeiro, do Código de Sociedades Comerciais daquele país: A administração e a fiscalização da sociedade podem ser estruturadas segundo uma de três modalidades: a) Conselho de administração e conselho fiscal; b) Conselho de administração, compreendendo uma comissão de auditoria, e revisor oficial de contas; c) Conselho de administração executivo, conselho geral e de supervisão e revisor oficial de contas.

¹⁷⁹ De acordo com Faria Costa, “seja qual for o modo de ingresso dos administradores no órgão de administração – eleição pela maioria, designação no contrato de sociedade, nomeação pelo Estado, nomeação judicial, cooptação e sucessiva confirmação pela assembleia – e sejam quais forem as ligações à maioria ou minorias – administradores eleitos pela maioria, administradores designados pela minoria, administradores independentes ou não independentes – a qualidade formal de membros do órgão de administração integra-os, de imediato, no rol dos agentes típicos do crime de abuso de informação, previsto e punido pelo artigo 378, nº 1, alínea a) do CVM”. COSTA e RAMOS, Ob. Cit., p. 65.

figuram como sujeito ativo do delito não guardam relação institucional com a companhia: são os chamados “outsiders”¹⁸⁰.

A respeito dos administradores da sociedade, cabe uma indagação interessante: O referido tipo penal pune somente os membros do conselho de administração ou pune também os administradores de fato (isto é, aqueles que não são formalmente administradores, mas, no cotidiano, exercer tal função como se o fossem) de uma sociedade empresária?

Segundo FARIA COSTA¹⁸¹, a redação do tipo deixa claro que se punem somente os membros da administração, pois dispõe que o agente deve se beneficiar de um título que suporta o seu ingresso na companhia. Apesar de o administrador de fato exercer e ter poderes de gestão da sociedade anônima, esse não tem o título exigido pelo tipo penal.

Como é proibida a analogia *in malan parte* no direito penal, e é vedado o “alargamento das margens de punibilidade do crime de abuso de informação”, o referido autor conclui que se deve repudiar a aplicação do crime também aos administradores de fato. Nas palavras do autor: “Só deste modo se dá cumprimento às imposições constitucionais e jurídico-penais de garantia dos cidadãos contra arbitrárias ou discricionárias limitações dos direitos fundamentais”.

Em relação à segunda parte do mencionado dispositivo (nº 1, alínea “a”), nota-se que não há menção de quanto deve ser a participação do agente no capital social da sociedade para que possa atuar como sujeito ativo desse crime.

No entanto, é notório que o sócio majoritário tem mais facilidade de acesso às informações da companhia que o sócio minoritário¹⁸². Apesar disso, de

¹⁸⁰ COSTA e RAMOS, Ob. Cit., p. 92.

¹⁸¹ COSTA e RAMOS, Ob. Cit., p. 87.

¹⁸² Nesse sentido, relevante a lição de FARIA COSTA: “O sócio majoritário e aquele que detém uma participação relevante (cuja composição pode variar com vários factos, por exemplo, se o capital social se encontra muito disperso ou, ao invés, concentrado em poucos accionistas) têm inegavelmente a possibilidade (pelo menos de facto) de conhecer antecipadamente, designadamente através de contactos informais com o órgão de administração, informações ainda não divulgadas e idôneas a influenciar o curso dos títulos. Já os pequenos acionistas – especialmente em grandes sociedades anónimas, com o capital disperso – estão afastados dos círculos de controlo da sociedade e, conseqüentemente, é mais remoto o acesso a informação privilegiada”. COSTA e RAMOS, Ob. Cit., p. 77.

acordo com o tipo penal em comento, qualquer um dos dois pode ser responsabilizado criminalmente pela prática do abuso de informação.

Faz-se necessário, todavia, que haja nexo de causalidade entre a titularidade da participação no capital social e a obtenção da informação privilegiada. Como ressaltado por FARIA COSTA¹⁸³, é necessário que a informação tenha sido obtida em razão da participação acionária do agente no capital social da companhia.

Assim, a mera contextualidade entre a posse da informação e as operações não é suficiente para incriminar o sócio de uma determinada sociedade, pois é possível que ele tenha acesso à informação independentemente de sua participação acionária, de “forma casual e desligada da qualidade de participante no capital social”¹⁸⁴.

De acordo com o artigo 378, (nº 1, alínea “b”) do Código de Valores Mobiliários de Portugal, pode ainda atuar como sujeito ativo do crime de abuso de informação o agente que trabalhe ou preste serviço para a sociedade emissora dos valores mobiliários, de forma permanente ou ocasional. Nesse caso, estão incluídos, por exemplo, advogados, auditores e consultores.

Esses profissionais têm acesso à informação privilegiada ao trabalhar ou prestar algum tipo de serviço para a companhia, mas estão igualmente aos agentes que fazem parte da sociedade – mencionados acima - impedidos de negociar valendo-se dessa informação.

Importante observar também que o ordenamento português (artigo 378, nº 1, alínea “c”) faz menção expressa à proibição dos agentes públicos de negociarem valores mobiliários a partir de informação privilegiada obtida a partir do exercício de sua função.

Seguindo as orientações impostas pelas Diretivas do Conselho Europeu, Portugal inseriu em seu ordenamento a alínea “d” do nº 1 e o nº 2 do artigo 378 do Código de Valores Mobiliários. Na alínea “d”, destaca-se a possibilidade do agente que obtenha a

¹⁸³ COSTA e RAMOS, Ob. Cit., p. 78.

¹⁸⁴ COSTA e RAMOS, Ob. Cit., p. 78.

informação privilegiada, de forma ilícita, atuar como sujeito ativo do crime de abuso de informação, ainda que não tenha nenhuma relação institucional com a companhia, ou que não tenha lhe prestado ou que exerça nenhuma função pública.

Desse modo, para incidir na prática do crime em questão, basta utilizar a informação obtida de forma ilícita. Essa parte do dispositivo não é alvo de questionamento pela doutrina portuguesa. Entretanto, a segunda parte é considerada inconstitucional por FARIA COSTA¹⁸⁵.

Como já transcrito acima, a redação do nº 1, alínea “d” do artigo 378 é a seguinte: “*Quem disponha de informação privilegiada, por qualquer forma, tenha sido obtida através de um facto ilícito ou que suponha a prática de um facto ilícito (...)*”. O alvo de questionamento é o verbo “supor”. De acordo com o mencionado autor, tal verbo fere o princípio da legalidade criminal, previsto no artigo 29 da Constituição Portuguesa, uma vez que não está presente no tipo a necessária “determinabilidade dos elementos do tipo legal de crime”.

Por fim, de acordo com o nº 2 do artigo 378, do Código de Valores Mobiliários português, pode atuar ainda como sujeito ativo do crime de abuso de informação o agente que utilizar informação obtida de qualquer forma não mencionada no nº 1. Para o ordenamento português, portanto, pouco importa a forma pela qual a informação privilegiada foi obtida. Se o agente utilizar, independentemente de obter uma vantagem indevida, cometerá crime.

A única diferença entre as situações reside em que o legislador português entendeu haver um maior desvalor da conduta do agente nas situações descritas no item 1 do artigo 378 do Código de Valores Mobiliários. Por isso, previu pena maior nesses casos. Assim, quem utilizar informação privilegiada obtida em razão de (1) ser titular do conselho de administração ou de fiscalização, ou sócio da companhia; (2) trabalhar ou prestar serviço para a sociedade; (3) exercer função pública; ou (4) fato ilícito (ou que suponha ilícito) será apenado com pena de prisão de até 5 anos ou com pena de multa.

¹⁸⁵ COSTA e RAMOS, Ob. Cit., p. 93.

Caso o agente tenha acesso à informação privilegiada de uma forma distinta das mencionadas acima, será apenado com pena de prisão de até 4 ou com pena de multa até 240 dias. Nessa situação a pena privativa de liberdade é menor e há limitação da quantidade da multa a ser imposta, o que não ocorre na hipótese anterior.

Há ainda outro aspecto que chama atenção na legislação portuguesa em relação à sanção cominada ao delito de abuso de informação. Diferentemente do que ocorre no Brasil, como será demonstrado adiante, o juiz pode escolher, no caso concreto, se aplica a pena de prisão ou a pena de multa. No Brasil, o juiz penal não tem essa escolha. Ele deve necessariamente aplicar as duas, pois está prevista a aplicação da pena privativa de liberdade e da pena de multa, e não a aplicação alternativa das penas.

Por derradeiro, deve-se ainda mencionar que o texto penal da lei portuguesa traz o conceito de informação privilegiada, o que também não ocorre na lei brasileira. Novamente, observa-se grande influência das Diretivas do Conselho da União Europeia no ordenamento jurídico português, pois a definição de informação privilegiada constante nos itens 3 e 4 é muito parecida com a definição constante no artigo 1º da Diretiva 2003/6/CE, mencionado anteriormente.

2.5.2.4 – O crime de *insider trading* na Itália

A Itália apenas tratou da regulamentação do uso indevido de informação privilegiada após a Diretiva 89/592 da Unidade Européia.

A primeira legislação a tratar do assunto foi a Lei 157 de 1991. Em seguida, em 1998, entrou em vigor a consolidação das leis sobre intermediação financeira, Lei nº 58, de 24 de fevereiro, conhecida como TUF (“Testo Unico della Finanza”), que regulamentou a conduta praticada pelo *insider trading* no artigo 184, com o *nomen iuris* “Abuso di informazioni privilegiate” - abuso de informação privilegiada, transcrito a seguir¹⁸⁶:

¹⁸⁶ Fonte:

<http://www.consob.it/main/regolamentazione/tuf/tuf.html?queryid=main.regolamentazione.tuf&resultmethod=tuf&search=1&symlink=/main/regolamentazione/tuf/index.html> - acesso: 10.12.12.

1. É punido com reclusão de um a seis anos e com multa de vinte mil a três milhões de euros qualquer um que, tendo posse de informação privilegiada, em razão de sua qualidade de membro de órgão de administração, direção ou controle do emitente, da participação do capital do emitente, ou do exercício de uma atividade ocupacional, de uma profissão ou de uma função, inclusive pública, ou de um ofício:

a) adquire, vende ou faz outras operações, diretamente ou indiretamente, por conta própria ou por conta de terceiro, com instrumentos financeiros utilizando essas mesmas informações;

b) comunica tais informações ou outras àqueles que estão fora do exercício normal do trabalho, da profissão, da função ou do ofício;

c) recomenda ou induz outros, com base nas informações, à realização de quaisquer operações indicadas na letra “a”.

2. A mesma pena de que trata o parágrafo primeiro se aplica a qualquer um que tiver posse de informação privilegiada em razão da preparação ou execução de atividade delituosa realiza quaisquer das ações de que trata o mesmo parágrafo 1.

3. O juiz pode aumentar a multa até o triplo ou até à máxima importância de dez vezes o produto do lucro obtido pelo crime quando, pela relevante ofensividade do fato, pelas qualidades pessoais do culpado ou pela entidade do produto ou do lucro obtido pelo crime, ela parecer inadequada, mesmo se aplicada ao máximo.

3. bis. No caso de operações relativas aos instrumentos financeiros de que trata o artigo 180, parágrafo 1, letra “a”, número “2”, a sanção penal é aquela da alteração até cento e três mil e duzentos e noventa e um euros e do arresto até três anos.

4. Para os fins do presente artigo por instrumento financeiro se entendem também os instrumentos financeiros de que trata o artigo 1, parágrafo 1, cujo valor depende de um instrumento financeiro de que trata o artigo 180, parágrafo primeiro, letra “a”

A análise do texto transcrito acima revela que a redação do tipo penal italiano é muito parecida com a redação do tipo penal português tratado anteriormente.

O parágrafo 1º do artigo 184, do TUF, traz as hipóteses em que o agente pode figurar como sujeito ativo do crime de abuso de informação privilegiada: (1) fazer parte do conselho de administração; (2) integrar a direção ou controle da companhia; (3) participar do capital social da sociedade; (4) exercer uma atividade ocupacional, uma profissão, uma função, inclusive pública, ou um ofício.

O parágrafo 2º do referido artigo dispõe ainda que pratica o crime de abuso de informação privilegiada o agente que tiver acesso à informação em decorrência da prática delituosa. Diferentemente do quanto disposto pela legislação portuguesa, não há na lei italiana a previsão de que qualquer pessoa, independentemente do modo como tenha tido acesso à informação privilegiada, possa responder pela prática desse delito.

Assim, se o agente não se enquadrar em nenhuma das hipóteses descritas no parágrafo 1º ou 2º, não será punido pela prática do abuso de informação privilegiada.

Ainda no parágrafo primeiro, a lei italiana enumera as possíveis condutas que podem ser praticadas pelo *insider trading*. Além de trazer as ações comumente encontradas para esse delito (comprar ou vender valores mobiliários valendo-se de informação privilegiada), o mencionado tipo penal reprime expressamente a conduta de comunicar a informação privilegiada a alguém e de recomendar ou induzir que alguém efetue operações utilizando-se de informação privilegiada.

As penas cominadas para esse delito são (i) privativa de liberdade de um a seis anos e (ii) multa de vinte mil a três milhões de euros. Assim como a lei brasileira, as penas são cumulativas e não alternativas.

De acordo com o parágrafo terceiro do TUF, a pena de multa pode ainda ser aumentada. Caso o juiz verifique que a pena mencionada acima não é suficiente para apenar o indivíduo em razão da relevante ofensividade do ato praticado, de suas qualidades pessoais ou do lucro por ele obtido, poderá aumentar a pena até o triplo ou, ainda, em até dez vezes o valor do lucro obtido pelo agente.

Diferentemente do que ocorre na legislação portuguesa, a lei italiana não trouxe o conceito de informação privilegiada no próprio tipo penal, mas em um artigo autônomo, o artigo 181¹⁸⁷. Assim como ocorre na lei portuguesa, a lei italiana baseia-se na definição de informação privilegiada constante nas Diretivas europeias.

¹⁸⁷ “1. Para os fins do presente título por informação privilegiada se entende uma informação de carácter preciso, que não foi feita pública, concernente, diretamente ou indiretamente, a um ou mais emitente de instrumento financeiro ou a um ou mais instrumento financeiro, que, se restasse pública, poderia influir de modo sensível no preço de tais instrumentos financeiros.

2. Em relação aos derivativos de mercadoria, por informação privilegiada se entende uma informação de carácter preciso, que não foi feita pública, concernente, diretamente ou indiretamente, a um ou mais derivativo de mercadoria, cujos participantes do mercado do qual tais derivativos são negociados esperam receber segundo prática de mercado permitida em tal mercado.

3. Uma informação se julga de carácter preciso se:

a) se se refere a um complexo de circunstâncias existente o que se possa razoavelmente prever que virá a existir ou a um evento ocorrido ou que se possa razoavelmente prever que se verificará;
b) É suficientemente específica por permitir trazer conclusões sobre possível efeito do complexo de circunstâncias ou do evento de que trata o item “a” sobre os preços dos instrumentos financeiros.

A lei italiana repete exatamente a mesma redação utilizada para descrever a infração penal para descrever a infração administrativa, com a previsão inclusive de pena de multa idêntica e com as mesmas circunstâncias que podem elevá-la, com as diferenças de que, para a infração administrativa, a tentativa é expressamente equiparada à consumação, de acordo com o artigo 187-bis, § 6º, do TUF, e de que a infração administrativa também pode ser praticada por aquele que utiliza informação privilegiada obtida de qualquer forma, sem cometer delito para tanto e sem que tenha acesso em razão de suas funções, nos termos do artigo 187-bis, § do TUF.

Assim, como mencionado acima, na Itália, aquele que obtém a informação privilegiada sem praticar delito para tanto e sem que tenha relação direta com a companhia (nas formas previstas na lei) não pratica crime de *insider trading*. Todavia, pratica infração administrativa.

Há ainda outro aspecto interessante na lei italiana a ser comentado: nos termos do artigo 187, § 13ª, do TUF, a pena aplicada pelo juiz criminal é limitada à parte excedente daquela imposta pela autoridade administrativa. Diferentemente, portanto, do ocorre no Brasil, em que as penas impostas em decorrência da infração penal e da infração administrativa são somadas. Segundo esse dispositivo, caso um sujeito seja condenado nas duas esferas e o juiz aplicar uma pena de multa superior àquela imposta pela autoridade administrativa, terá de pagar em juízo apenas a diferença de uma em relação à outra.

Por fim, deve-se mencionar que, de acordo com o artigo 187, parágrafo 1, do TUF, a CONSOB (Comissão Nacional para as Sociedades e a Bolsa) pode atuar no processo criminal representando os interesses lesados pelo crime. Além disso, de acordo com o parágrafo 2do mesmo artigo, a CONSOB pode pedir indenização pelos danos causados pelo crime. Situações essas que não ocorrem no Brasil, uma vez que a CVM não tem atuação no processo criminal, sendo a sua atuação limitada ao processo administrativo sancionador.

4. Por informação que, se restasse pública, poderia influir de modo sensível sobre os preços dos instrumentos financeiros se entende uma informação que presumivelmente um investidor razoável utilizaria como um dos elementos sobre os quais fundamentar suas próprias decisões de investimento.

5. No caso das pessoas responsáveis pela execução de ordem relativa a um instrumento financeiro, por informação privilegiada se entende também informação transmitida por um cliente e concernente às ordens do cliente à espera de execução, que tiver um caráter preciso e que concirna, diretamente ou indiretamente, a um ou mais emitentes de instrumentos financeiros ou a um ou mais instrumentos financeiros, que, se restasse pública, poderia influir de modo sensível sobre os preços de tais instrumentos financeiros”.

3 – O CRIME DE *INSIDER TRADING* NO BRASIL

O surgimento do crime de *insider trading* no Brasil foi influenciado principalmente pelo ordenamento jurídico americano, no qual a regulamentação do mercado de capitais remonta a antes da metade do século passado.

Alinhada ao desenvolvimento e fortalecimento dos negócios realizados com ações no país, a regulamentação dos crimes contra o mercado de capitais ocorreu a partir da edição da Lei Federal nº 10.303/2001, que acrescentou o artigo 27-D à Lei 6.385/1976, a qual, por sua vez, trata da regulamentação do mercado de valores mobiliários no Brasil.

Apesar da criminalização da utilização de informação privilegiada ter ocorrido apenas com a promulgação da mencionada lei, essa conduta já era fiscalizada desde 1965 pelo Banco Central¹⁸⁸, que era, à época, a autoridade competente para tanto.

EIZIRIK¹⁸⁹ aduz que a Lei 10.303/01 teve o objetivo de suprir as lacunas da Lei 7.492/86, que não tratou dos crimes contra o mercado de capitais, limitando-se a disciplinar os crimes contra o Sistema Financeiro Nacional.

3.1 – Breve análise comparativa do tipo penal brasileiro com a legislação estrangeira

Como já destacado, o crime de *insider trading* no Brasil é atualmente¹⁹⁰ tipificado com a seguinte redação¹⁹¹:

¹⁸⁸ “Art. 3º, Lei 4.728/65: Art. 3º - Compete ao Banco Central:

X - fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso”.

¹⁸⁹ EIZIRIK, Nelson. Prefácio à obra de CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008, p. XVI.

¹⁹⁰ O anteprojeto do Código Penal encaminhado ao Senado (PLS 236/12 – conhecido como “Código Sarney”) prevê a seguinte redação típica para esse delito:

“Art. 367. Utilizar informação relevante, ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, ou deixar de repassar informação nos termos fixados pela autoridade competente, que, de qualquer forma, propicie, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: Pena - prisão, de dois a cinco anos”.

¹⁹¹ A transcrição do tipo penal faz-se mais uma vez necessária para facilitar a compreensão de sua análise.

Art. 27 – D - Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

A redação mais resumida da lei brasileira, apesar de ser mais objetiva e direta, abre espaço para muitos questionamentos, o que tende a gerar múltiplas divergências interpretativas e, conseqüentemente, insegurança jurídica.

Prova de que o tipo penal brasileiro gera muitas dúvidas na sua aplicação é o fato de que a pouca doutrina existente sobre o assunto no Brasil até o momento diverge de vários aspectos que serão tratados na seqüência. Exemplificando: alguns doutrinadores entendem tratar-se de crime formal, outros de crime material; não há consenso a respeito do momento consumativo do delito; tampouco se é admitida a tentativa; não se sabe nem mesmo qual é o bem jurídico tutelado, muito embora a doutrina estrangeira também não tenha chegado a um consenso sobre esse assunto.

É possível encontrar divergência na doutrina a respeito de qualquer tipo penal brasileiro. Isso não é uma característica peculiar do crime de *insider trading*. Uma análise comparada de três doutrinadores brasileiros a respeito do crime de roubo¹⁹², um dos delitos mais antigos e com uma das maiores incidências no Brasil, provavelmente, apontará posicionamentos diversos sobre alguns aspectos, o que de certa pode até enriquecer o debate. O que chama atenção no crime de *insider trading* é a quantidade de aspectos que não têm orientação pacífica.

Outro aspecto que dificulta a interpretação do tipo penal brasileiro é a sua acessoriedade administrativa. O tipo dispõe que é vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, mas não diz o que é informação relevante, como constam nas leis européias anteriormente tratadas, que trazem no próprio tipo ou em outro artigo da mesma lei o que é informação privilegiada.

¹⁹² Tipificado na legislação brasileira desde o Código Criminal do Império (1830) no artigo 269: “Roubar, isto é, furtar, fazendo violência à pessoa, ou à cousas. Penas: galés por um a oito annos”.

Ainda, comparando-se o tipo penal da lei brasileira com as leis estrangeiras, destacam-se (i) a ausência da enumeração das pessoas que podem atuar como sujeitos ativos da conduta e (ii) a ausência de enumeração das possíveis condutas reprimidas pelo tipo penal, questões que também podem causar dificuldade no momento da interpretação do tipo penal.

O tipo penal brasileiro apresenta a seguinte expressão “*de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo*”. Não há, por exemplo, ao contrário da lei portuguesa e da italiana, a limitação de quem pode ser responsabilizado por esse crime. Diante dessa redação, qualquer pessoa que tiver acesso à uma informação privilegiada e que tenha o dever de guarda sigilo será responsabilizado pela prática desse delito, caso negocie valendo-se dessa informação.

Da mesma forma, a lei brasileira restringe-se a apontar a conduta do *insider* como negociar: “*mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários*”. Ocorre que o verbo negociar possui um sentido muito amplo e pode, de um lado, proibir condutas que não deveria e, por outro, deixar de proibir condutas importantes, como é o caso de quem fornece essa informação a terceiro. Nesse sentido, a lei italiana é mais completa ao discriminar as ações reprimidas pelo crime de abuso de informação privilegiada: adquirir, vender, fazer operações, comunicar a outros, recomendar ou induzir que se faça operações utilizando-se de informações privilegiadas.

Por derradeiro, infere-se que não há muita divergência no que atine à quantidade da pena privativa de liberdade. A norma brasileira prevê pena de prisão de um a cinco anos, enquanto a lei espanhola, sem considerar a possibilidade de aumento, prevê a pena de um a quatro anos; a lei portuguesa, prevê pena de até 5 anos; e a lei italiana prevê a pena de um a seis anos.

De acordo com o atual sistema brasileira em vigor, a pena de multa deve ser aplicada cumulativamente com a pena privativa de liberdade e pode ser fixada em até três vezes o valor da vantagem ilícita obtida.

Nesse aspecto, a lei brasileira tem redação parecida com a lei espanhola, que também prevê que a pena de multa será de até três vezes o valor da vantagem indevida

obtida. A lei italiana, por sua vez, apresenta um valor mínimo e máximo de multa de vinte mil a três milhões de euros, havendo, todavia, variação de valores para outras condutas não apenadas no direito brasileiro.

O anteprojeto de Código Penal encaminhado ao Senado prevê apenas a pena privativa de liberdade de dois a cinco anos de reclusão e não faz nenhuma menção à pena de multa. Caso esse texto seja aprovado, não será mais possível aplicação da suspensão condicional do processo em favor do acusado de ter cometido esse delito, tendo em vista o limite do artigo 89¹⁹³ da Lei Federal 9.099/95¹⁹⁴.

Como a suspensão condicional do processo é um instituto tipicamente brasileiro, não se tem notícia, pelo menos da legislação aqui mencionada, da possibilidade de sua aplicação em outros países em relação ao crime de abuso de informação privilegiada.

3.2 - Análise do tipo penal

3.2.1 – Tipicidade objetiva e subjetiva

O núcleo do tipo penal é utilizar¹⁹⁵: fazer uso, tirar proveito, usar. A conduta incriminada consiste em utilizar (fazer uso, usar, tirar proveito) informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, mediante negociação com valores mobiliários, capaz de propiciar para si ou para outrem, uma vantagem indevida.

¹⁹³ “Art. 89. Nos crimes em que a pena mínima cominada for igual ou inferior a um ano, abrangidas ou não por esta Lei, o Ministério Público, ao oferecer a denúncia, poderá propor a suspensão do processo, por dois a quatro anos, desde que o acusado não esteja sendo processado ou não tenha sido condenado por outro crime, presentes os demais requisitos que autorizariam a suspensão condicional da pena”.

¹⁹⁴ Há grande discussão na jurisprudência brasileira se a suspensão condicional do processo trata-se de direito subjetivo do acusado ou prerrogativa do membro do Ministério Público. A posição majoritária do STJ, no entanto, (da qual se discorda), é no sentido de que se trata de um dever-poder do titular da ação penal. Confira-se: “A suspensão condicional do processo não é direito público subjetivo do acusado, mas sim um poder-dever do Ministério Público, titular da ação penal, a quem cabe, com exclusividade, analisar a possibilidade de aplicação ou não do referido instituto, desde que o faça de forma fundamentada”. (STJ, HC 218.785/PA, Rel. Ministro MARCO AURÉLIO BELLIZZE, QUINTA TURMA, julgado em 04/09/2012, DJe 11/09/2012).

¹⁹⁵ Segundo João Carlos Castellar, “para caracterização do delito, o agente deve utilizar a informação privilegiada, negociando, em seu nome ou no de terceiros, com valores mobiliários, sendo que esta informação de que se vale o *insider* deve ser relevante e capaz de propiciar vantagem indevida, para si ou para outrem”. CASTELLAR, Ob. Cit., p. 109.

Pune-se, portanto, a agente que negocia valores mobiliários utilizando informações privilegiadas – ainda não tornadas públicas - sobre as quais deva manter sigilo, com o intuito de obter vantagem indevida para si ou para outrem.

Percebe-se, pois, que configuração do crime de *insider trading* envolve a negociação de valores mobiliários com informações que satisfaçam as seguintes condições: (1) tem de ser relevante; (2) não pode ser pública¹⁹⁶; (3) deve haver a obrigatoriedade de manter sigilo; (4) tem de ser capaz de propiciar uma vantagem indevida.

A obtenção da vantagem indevida é um dos principais pontos de discórdia entre os doutrinadores brasileiros. A dificuldade na interpretação desse tipo penal decorre dos termos por ele utilizados: “*capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida*”.

Como adiantado, alguns autores entendem ser necessário que a vantagem indevida se verifique para configurar o tipo penal; outros defendem que a obtenção da vantagem indevida é dispensável para configuração da prática delitiva, bastando que esteja presente a possibilidade de sua ocorrência.

A discussão, portanto, está em torno de classificar o crime de utilização de informação privilegiada como material ou formal. O crime material depende da obtenção do resultado para se configurar, ao contrário do crime formal, que, apesar de também conter, em seu preceito, um resultado, dispensa a sua concretização para que reste configurado. A mera ação é suficiente para consumir o delito.

No crime material, o resultado integra a própria conduta descrita no tipo penal. Por isso, a infração criminal apenas concretiza-se se o resultado, representado pela

¹⁹⁶ Além da vedação imposta pela norma penal, há ainda vedação na esfera administrativa. De acordo com o artigo 13 da Instrução Normativa nº 358/2002 da CVM: “Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante”.

produção de um dano efetivo¹⁹⁷, ocorrer. Assim, o crime material exige, obrigatoriamente, para sua consumação a presença de dois elementos indispensáveis: (1) a ação humana; e (2) o resultado por ela causado. De outro lado, o crime formal exige apenas a ação humana dirigida à obtenção do resultado.

BITENCOURT¹⁹⁸ acrescenta que, nos crimes materiais, a ação e o resultado (modificação do mundo exterior acarretada pela ação humana) são cronologicamente distintos e o crime se configura apenas após a obtenção do resultado¹⁹⁹. No crime formal, por seu turno, a consumação é antecipada à ação do agente, não é necessário alcançar o resultado para configuração do delito, o caráter potencial de ocorrência do resultado é suficiente para que a conduta seja subsumida ao tipo penal.

BREDA²⁰⁰ considera que o crime de *insider trading* exige apenas uma potencialidade de obtenção de vantagem por parte do agente que utiliza informação privilegiada, sem necessidade de benefício patrimonial, tratando-se, pois, de crime formal. Ainda de acordo com ele: “pode parecer paradoxal, mas a estrutura típica permite que o crime se caracterize mesmo com prejuízo na negociação para o agente”. Ou seja, ainda que o agente não obtenha a vantagem indevida, ou que tenha prejuízo com a operação efetuada, incidirá na prática do crime de *insider trading* ao utilizar informação privilegiada da qual deveria guardar sigilo em negociações com valores mobiliários.

Compartilhando desse entendimento, NATAL DE PAULA²⁰¹ afirma tratar-se de crime formal em razão da desnecessidade da produção do resultado, uma vez que a obtenção da vantagem indevida é prescindível para configuração do delito.

¹⁹⁷ BITENCOURT, Cezar Roberto. *Tratado de Direito Penal. Parte Geral I*. 15ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 254.

¹⁹⁸ BITENCOURT, Ob. Cit., p. 254.

¹⁹⁹ Na Espanha, esses crimes são chamados de “crimes de resultado”, e, de acordo com o professor espanhol EDUARDO DEMETRIO CRESPO, se distinguem dos demais crimes por requererem uma ação seguida da causação de um resultado separado espaço-temporal da conduta. Ainda, de acordo com esse professor, para que se configure o crime material, é necessário haver uma relação de causalidade e imputação objetiva do resultado à ação do sujeito”. CRESPO, Eduardo Demetrio e YAGÜE, Cristina Rodríguez (Coords.). *Curso de Derecho Penal. Parte General*. 2ª ed. Barcelona: Ediciones Experiencia, 2010, p. 212.

²⁰⁰ BITENCOURT, CEZAR ROBERTO e BREDA, Juliano. Crimes contra o sistema financeiro nacional & contra o mercado de capitais. 2ª ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 385.

²⁰¹ PAULA, Áureo Natal de. *Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e o Mercado de Capitais*. 2ª ed. Curitiba: Juruá, 2007, p. 33.

No entanto, é possível encontrar autores que defendam ser o crime material, como é o caso de CASTELLAR, que se posiciona no sentido de que “o resultado depende da vantagem que o agente venha a perceber com a negociação da informação relevante no mercado”²⁰². Ao lado de CASTELLAR, está EIZIRIK²⁰³, que também entende tratar-se de crime material:

A norma penal, a propósito, é expressa no sentido de exigir que a informação seja capaz de propiciar vantagem indevida mediante negociação com valores mobiliários; não há como se caracterizar a “vantagem indevida” sem a realização do resultado.

A dificuldade em se classificar o crime em formal ou material acarreta dificuldade para verificar se o crime de *insider trading* admite ou não a tentativa. Partindo da essência do crime formal, em que o resultado é insignificante para configuração da conduta delitiva, tem-se grande dificuldade em admitir a possibilidade de tentativa nesse tipo de delito, apesar de ser possível em algumas determinadas situações.

Tomando como base, portanto, a regra geral, caso se considere que o crime de *insider trading* tem natureza de crime formal, não admitirá tentativa em razão da configuração do delito ser antecipada e centralizada na ação. Assim, na hipótese de o resultado – vantagem indevida - não se concretizar em razão de circunstâncias alheias à vontade do agente, o crime já estará configurado e a tentativa não será admitida. Não há espaço-temporal para tentativa nesse tipo de crime. A ação já é suficiente para configurar a infração criminal, a obtenção do resultado é mero exaurimento do delito.

Por outro lado, se o crime de *insider trading* for classificado como material, no qual o resultado faz parte do tipo penal e sua ocorrência é fundamental para a prática do delito, a tentativa passa a ser admitida caso o resultado não se verifique em virtude de circunstância alheia à vontade do agente.

Nesse cenário, caso o agente utilize uma informação privilegiada da qual deveria manter sigilo para efetuar operações com valores mobiliários, e não obtenha o resultado necessário para configuração do delito – vantagem indevida – em razão de

²⁰² CASTELLAR, Ob. Cit., p. 119.

²⁰³ EIZIRIK, Ob. Cit., p. 565.

circunstâncias alheias à sua vontade, o delito não resta configurado. No entanto, a tentativa, sim.

Nesse caso, a conduta não pode ficar impune: foi praticada uma ação humana dirigida para obtenção do resultado. O agente quis e agiu para que o resultado fosse produzido. Entretanto, circunstâncias alheias à sua vontade, as quais não deu causa, impediram que o resultado pretendido – vantagem indevida - fosse alcançado. Como o resultado não foi atingido, e o crime material só se concretiza com a obtenção do resultado, o crime não restou configurado. Deve o agente responder apenas em razão de sua ação, por meio da tentativa. Nos termos do parágrafo único do artigo 14 do Código Penal, a tentativa é punida com a pena do crime consumado, diminuída de um a dois terços.

Contudo, NATAL DE PAULA, apesar de defender que o uso indevido de informação privilegiada trata-se de crime formal, apresenta uma possibilidade de tentativa no crime em comento: caso o agente utilize a informação, mas não consiga efetuar a operação por circunstâncias alheias a sua vontade²⁰⁴. Nesse exemplo, a tentativa não se relaciona com a obtenção ou não da vantagem e sim com a efetiva negociação dos valores mobiliários.

Conclui o referido autor: “se a negociação não se realiza por circunstâncias alheias à vontade do agente, estará configurada a tentativa”²⁰⁵. Sobre o assunto, BRED²⁰⁶ argumenta que configuração do delito se perfaz com a negociação de valores mobiliários, já que o tipo penal traz a expressão “mediante negociação”. O autor entende que quem mantém valores mobiliários não incide na prática delitiva.

A dificuldade em se classificar o delito em crime formal ou material traz também consequências para estabelecer o momento consumativo do delito. Em relação ao crime de *insider trading* introduzido no ordenamento jurídico brasileiro, pode-se aventar três momentos possíveis: (1) quando o agente utiliza-se de informação privilegiada e dá

²⁰⁴ PAULA, Ob. Cit., p. 34.

²⁰⁵ PAULA, Ob. Cit., p. 34.

²⁰⁶ BITENCOURT e BRED²⁰⁶, Ob. Cit., p. 387.

ordem de compra ou venda dos valores mobiliários; (2) quando a ordem é executada; e (3) quando a vantagem indevida é obtida²⁰⁷.

Uma breve análise do direito comparado revela que o ordenamento suíço²⁰⁸ traz ainda uma outra possibilidade de momento consumativo do delito: quando ocorre a variação do valor mobiliário negociado. Ainda que o agente não efetue a segunda operação baseada na variação do valor mobiliário, o crime já está configurado, sendo, por exemplo, desnecessário que, no caso de compra de valor mobiliário, a venda seja efetuada na seqüência da variação.

A redação do tipo penal brasileiro dispensa a obtenção da vantagem indevida para a consumação do delito ao utilizar a expressão “capaz de propiciar”. Tendo em vista a necessidade de interpretação estreita da lei penal, não se pode vislumbrar outro sentido aos termos utilizados pelo legislador. Caso quisesse que o crime se consumasse apenas com a obtenção do resultado, teria utilizado outra expressão, que não a “capaz de”, que expressa uma potencialidade e não um fato concreto²⁰⁹.

Assim, basta que o agente utilize informação privilegiada na negociação com valores mobiliários capaz de propiciar uma vantagem indevida para que o crime reste configurado. O momento consumativo do delito é o da utilização da informação privilegiada.

A melhor interpretação do texto atual é no sentido de que se trata de crime formal, que não admite tentativa e que se consuma no momento da utilização da informação privilegiada com capacidade de propiciar vantagem indevida, mesmo que nenhuma vantagem se observe.

²⁰⁷ MONROY, Ob. Cit., p. 91.

²⁰⁸ MONROY, Ob. Cit., p. 124.

²⁰⁹ No mesmo sentido posiciona-se BREDÁ, segundo o qual “o crime seria de resultado apenas se o tipo penal descrevesse o evento proibido, ou seja, se punisse, por exemplo, a conduta de “obter” vantagem indevida ou a de “causar dano” a terceiros mediante a utilização de informação. O dolo é de resultado, mas o tipo penal não descreve e, portanto, não exige sua superveniência”. BITENCOURT e BREDÁ, Ob. Cit., p. 393.

Há ainda uma outra classificação que deve ser feita em relação ao crime em comento, não mais em relação ao resultado, mas a respeito da lesão ao bem jurídico penalmente tutelado. Como se demonstrará adiante, não foi firmado até o momento um consenso a respeito do bem jurídico protegido no crime de *insider trading*. Há muita controvérsia nesse ponto, tanto na doutrina estrangeira, quanto na nacional.

Independentemente de qual seja o bem jurídico tutelado (interesse patrimonial dos investidores, regular funcionamento do mercado, igualdade de condições de investimento, confiança depositada no mercado de capitais, entre outros) a análise do tipo penal demonstra tratar-se de crime de perigo abstrato, isto é, configura-se ainda que não se verifique efetiva lesão.

A configuração do delito perfaz-se com a simples exposição do bem jurídico a perigo. Basta o potencial lesivo da conduta do agente. Não é necessária a efetiva lesão ao bem jurídico para que a conduta seja típica.

No crime de uso indevido de informação privilegiada, assim como nos crime de perigo abstrato²¹⁰, há mera presunção de perigo, ainda que nenhuma periculosidade seja, de fato, acarretada ao bem jurídico. É preciso apenas que a conduta praticada tenha capacidade de causar vantagem indevida para que se presuma ter sido exposto a perigo o bem tutelado. Nesse contexto, interessante observar o posicionamento de BREDA sobre o assunto:

O tipo penal do uso indevido de informação privilegiada limita-se a exigir que a conduta seja capaz de produzir determinado resultado, ou seja, que se demonstre no plano concreto que a ação humana tinha potencialidade lesiva para atingir o bem jurídico tutelado. (...) Portanto, parece indiscutível que o crime de uso indevido de informação privilegiada é de perigo abstrato, exigindo-se apenas a prova da capacidade de lesão (potencialidade lesiva) da informação utilizada, ou, em outras palavras, a idoneidade da conduta diante do bem jurídico protegido.

²¹⁰ A respeito dos crimes de perigo abstrato, interessante observar o posicionamento de REALE JR.: “No crime de perigo abstrato, o legislador, adstrito à realidade e à experiência, torna puníveis ações que atendiam a natureza das coisas; trazem insito um perigo ao objeto da tutela. O desafio do Direito Penal hodierno está em limitar as figuras de perigo abstrato, que beiram à inconstitucionalidade por ausência de lesividade, sendo compreensível que a impossibilidade inafastável de descer à discriminação taxativa de todas as situações de perigo e à impossibilidade de prova do perigo, como no crime de tráfico de entorpecentes, conduza à criação de figuras de perigo abstrato ou presumido”. REALE JÚNIOR, Miguel. *Instituições de Direito Penal. Parte Geral*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 276.

Analisando-se ainda o tipo penal, deve-se tecer breves comentários à tipicidade subjetiva. Diante de tudo o que já foi exposto, não há dúvidas de que o tipo subjetivo é composto pelo dolo, representado pela consciência e vontade de obter uma vantagem indevida a partir de negociação de valores mobiliários, valendo-se de uma informação privilegiada.

Não é possível a prática desse delito na modalidade culposa, já que não se pode pensar que alguém pratique uma ação no sentido de obter uma vantagem indevida por inobservância de dever de diligência, representado pelas modalidades culposas de negligência, imprudência ou imperícia.

O agente que utiliza uma informação privilegiada tem pleno conhecimento da ilicitude do ato que pratica, tanto que age sorrateiramente para obter uma vantagem que sabe não estar disponível para os demais investidores. Nesse delito, o dolo está direcionado para obtenção do resultado – vantagem indevida –, que pode ou não se verificar.

3.2.1.2 – Informação relevante: Elemento Normativo do tipo

O elemento normativo do tipo²¹¹, a partir do qual se deve tecer um juízo de valor, é “informação relevante”. Não é qualquer informação que torna ação humana capaz de ser incriminada pela norma penal. Para que se configure o crime de *insider trading*, a informação tem de ser relevante.

A compreensão do termo “informação relevante” completa o quadro da ação delituosa descrita no tipo penal. Juntamente com os elementos objetivos e subjetivos, o elemento normativo configura um “índice revelador do valor tutelado”. De acordo com

²¹¹ De acordo com a definição de BITENCOURT, “elementos normativos são aqueles para cuja compreensão é insuficiente desenvolver uma atividade meramente cognitiva, devendo-se realizar uma atividade valorativa. São circunstâncias que não se limitam a descrever o natural, mas implicam um juízo de valor”. BITENCOURT, *Tratado de Direito Penal*. Ob. Cit., p. 308. A respeito de elemento normativo do tipo deve-se ainda observar o quanto exposto por ZAFFARONI e PIERANGELI: “Tem-se afirmado que um direito penal que, em seus tipos, abusa dos elementos normativos lesiona a segurança jurídica, pois estes – por dependerem de uma valoração – necessitariam da precisão dos elementos descritivos”. ZAFFARONI, Raúl Eugenio e PIERANGELI, José Henrique. *Manual de Direito Penal Brasileiro*. Vol. 1, 7ª ed. São Paulo: RT, 2007, p. 411.

REALE JÚNIOR²¹², os elementos normativos do tipo são constituídos de conteúdo variável, verificados em outras normas, no momento da aplicação do tipo ao caso concreto.

Como já mencionado, a lei brasileira que trata da infração criminal não traz a definição de informação relevante em seu texto, obrigando o intérprete a buscar em outra norma o seu significado, tratando-se, assim, de exemplo clássico de norma penal em branco.

Essa modalidade de norma²¹³ só se completa com a observação da referência feita a outro excerto de lei, de igual ou diferente nível hierárquico. Nas normais penais em branco, a sanção e o preceito encontram-se dissociados, em textos legais distintos, diferentemente do que ocorre nas normas penais comuns. Nestas, o preceito – determinação de fazer ou deixar de fazer algo – e a sanção – consequência jurídica do ato praticado pelo agente – estão juntos, no mesmo texto legal.

A fim de complementar o tipo penal em referência, o intérprete deverá analisar principalmente as instruções normativas emitidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em especial a nº 358/2002, além da Lei 6.404/1976 e da própria Lei 6.385/1976, na qual está inserido o tipo penal.

A redação do tipo penal pode gerar a seguinte confusão. O nome dado ao delito é “uso indevido de informação privilegiada”, entretanto, ao descrever a conduta, a lei utiliza o termo “informação relevante”²¹⁴. Ao buscar a complementação da norma penal na norma administrativa, encontrar-se-á a definição de “fato relevante” na Instrução Normativa nº 358, da CVM, mencionada acima. Percebe-se, assim, que para efeito de

²¹² REALE JÚNIOR. *Instituições de Direito Penal*. Ob. Cit., p. 141.

²¹³ PAULO JOSÉ DA COSTA JÚNIOR ao tratar das normas penais em branco afirma que “Nas normas ditas imperfeitas, também denominadas normas penais em branco, o preceito deverá ser completado por outro dispositivo, via de regra, estabelecido em normas extra-penais. O complemento da norma penal em branco, que vem a integrá-la, encontra-se em outra lei, ato legislativo ou administrativo (portaria, decreto). Por ser o preceito incompleto, Binding afirmou que as normas penais em branco são como que “corpos errantes em busca de alma”. Não são elas porém incompletas ou imperfeitas: falta-lhes apenas concreção e atualidade. Não se trata de uma sanção cominada à inobservância de um preceito futuro, mas de um preceito genérico que irá concretizar-se com um elemento futuro que deverá, contudo, preceder o fato que constitui crime”. COSTA JÚNIOR, Paulo José. *Direito Penal – Curso Completo*. 6ª ed. São Paulo: Saraiva, 1999, p. 21.

²¹⁴ O mesmo termo “informação relevante” foi inserido no artigo 155, §4, da Lei 6.404/1976, introduzido pela mesma Lei 10.303/2001.

compreensão do tipo penal brasileiro, “informação privilegiada” e “fato relevante” podem ser entendidos como sinônimos.

O artigo 2º da instrução 358/2002 da CVM traz a seguinte definição para fato relevante:

Art. 2º - Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I. na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II. na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III. na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

O parágrafo único do artigo 2º dessa Instrução apresenta um rol exemplificativo²¹⁵ de vinte e dois fatos ou atos potencialmente relevantes. Deve-se chamar

²¹⁵ Parágrafo único. Observada a definição do "caput", são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

- I. assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;
- II. mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;
- III. celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;
- IV. ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;
- V. autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;
- VI. decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;
- VII. incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;
- VIII. transformação ou dissolução da companhia;
- IX. mudança na composição do patrimônio da companhia;
- X. mudança de critérios contábeis;
- XI. renegociação de dívidas;
- XII. aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;
- XIII. alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;
- XIV. desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;
- XV. aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas;
- XVI. lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;
- XVII. celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;
- XVIII. aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;
- XIX. início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;
- XX. descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;
- XXI. modificação de projeções divulgadas pela companhia;

atenção para o fato de que a própria norma deixa claro tratar-se de meros exemplos. Pode existir fato relevante que não está mencionado no rol exemplificativo, como também ocorrer de uma determinada situação mencionada no rol não se constituir um fato relevante, uma vez que não basta estar presente no mencionado rol para configurar fato ou ato relevante.

O que realmente é importante para caracterizar um fato relevante (ou uma informação relevante²¹⁶ para efeitos penais) é a conjugação das exigências constantes no *caput* do mencionado artigo. É necessário, portanto, que a informação seja capaz de influenciar (1) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, (2) na intenção dos investidores de comprá-los, vendê-los ou mantê-los, ou ainda (3) de exercerem quaisquer direitos inerentes à condição de seus titulares.

Em suma, a CVM²¹⁷ define fato relevante como “evento que possa influir na decisão do investidor, quanto a negociar com valores emitidos pela companhia”.

CARVALHOSA²¹⁸, define fato relevante como informações dotadas do poder de alterar a cotação dos valores mobiliários de uma companhia e a decisão dos investidores de comprar, vender ou reter esses valores. O autor apresenta os seguintes exemplos como fato relevante:

obtenção de uma concessão de direitos pela companhia de substancial importância; a realização de uma joint venture que irá colocar a companhia em nova escala no mercado; a descoberta de novos recursos ou de segredos de fabricação ou a perda ou cancelamento de contratos de substancial importância para a companhia.

No mesmo sentido, ULHOA COELHO²¹⁹ defende que fato relevante pode ser todo e qualquer evento econômico que envolva a companhia, tais como deliberações de seus órgãos societários, realização ou não de determinados negócios,

XXII. impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

²¹⁶ Segundo ASSAF NETO, uma informação relevante pode ser qualquer informação capaz de influenciar o valor dos títulos mobiliários de uma companhia, “sinalizando as decisões de compra, venda ou retenção desses valores”. (ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 10ª ed. São Paulo: Atlas, 2011, p. 215).

²¹⁷ Fonte: <http://www.cvm.gov.br/> - acesso: 14.12.12

²¹⁸ CARVALHOSA, Ob. Cit., p. 311.

²¹⁹ COELHO, Ob. Cit., p. 247.

projeções de desempenho etc, que seja capaz de influenciar a decisão do investidor do mercado de capitais.

Ainda, de acordo com o Pronunciamento de Orientação Nº 05, de 27 de Novembro de 2008 do CODIM²²⁰ - Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado – deve-se entender por ato ou fato relevante:

qualquer decisão do(s) acionista(s), controlador(es), deliberação da assembleia geral, deliberação dos órgãos de administração da companhia ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro, ocorridos ou relacionados aos seus negócios, que possam influir de modo ponderável na: a) cotação dos valores mobiliários de emissão da Companhia; b) decisão dos investidores de comprar, vender ou manter esses valores mobiliários; c) decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela Companhia ou a eles referenciados.

A definição de fato relevante não se restringe aos atos da companhia que devem ser publicados. Como bem exposto por EIZIRIK²²¹, entende-se como fato relevante, qualquer evento que tenha o potencial de acarretar efeitos significativos nas operações com valores mobiliários emitidos pela companhia, “independente de estar previsto em norma legal ou regulamentar que relacione os fatos que devem ser obrigatoriamente divulgados”.

Como já mencionado, de acordo com o artigo 157, § 4º, da Lei 6.404/1976, é um dos deveres do administrador da sociedade anônima de capital aberto divulgar qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

Todavia, a caracterização de uma determinada informação como fato relevante não depende de sua obrigatoriedade de ser divulgada. O que define fato relevante é a possibilidade de alterar a cotação dos valores mobiliários da companhia ou a decisão do investidor.

²²⁰ Formado pelas seguintes instituições: ABRASCA – AMEC – ANBID – ANCOR – APIMEC – BOVESPA – CFC - IBGC – IBRACON – IBRI.

²²¹ EIZIRIK, Ob. Cit, p. 559.

Pode-se pensar, por exemplo, na situação de uma fusão ou aquisição. Enquanto houver meras tratativas de uma sociedade empresária com a outra, não se tem ainda a obrigatoriedade de se divulgar essa informação ao mercado, pois ainda não há contrato, nem compromisso de contrato, assinado. No entanto, dependendo da situação, o conhecimento dessas tratativas pode evidenciar o conhecimento de informação privilegiada.

Caso o agente utilize essa informação para adquirir ou vender ações da companhia, com o intuito de obter vantagem indevida, incidirá na prática do crime de uso indevido de informação privilegiada.

Portanto, o crime de *insider trading* estará configurado se a informação utilizada pelo agente contiver as características mencionadas no artigo 2º da Instrução Normativa nº 358/2002, da CVM, ainda que os administradores não tenham o dever de torná-la pública.

3.2.1.3 – Sujeitos do delito

3.2.1.3.1. – Sujeito Ativo

No âmbito administrativo, entendia-se que apenas os administradores das companhias abertas poderiam atuar como *insiders*, uma vez que a Lei das S/A²²² impunha apenas a eles o dever de não utilizá-las.. Entretanto, a inclusão do parágrafo quarto no artigo 155, nessa Lei ampliou o rol dos sujeitos que podem atuar como *insiders*:

Art. 155 - § 4º - É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

De acordo com a análise literal do referido dispositivo legal, qualquer pessoa que utilize a informação privilegiada com a intenção de obter vantagem indevida pode atuar como *insider*, já que a utilização é vedada a qualquer pessoa.

²²² EIZIRIK, Ob. Cit., p. 557.

Além da Lei das S.A, a CVM também regulamentou essa questão no artigo 13 da Instrução Normativa nº 358/2002, o qual trata das pessoas que estão proibidas de negociar valores mobiliários antes da divulgação de fato relevante ocorrido nos negócios da companhia. Segundo o caput do mencionado dispositivo, é vedada a negociação:

pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

O parágrafo primeiro do artigo 13 da Instrução Normativa nº 358/2002 menciona as pessoas proibidas de efetuar operação antes da divulgação do fato relevante, em razão do vínculo comercial, profissional, ou de confiança com a companhia, que podem ser, por exemplo, advogados, auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição e liquidação..

Sendo assim, o termo “qualquer pessoa” utilizado no parágrafo quarto do artigo 155 da Lei das S/A não pode ser utilizado indistintamente como parece ser a intenção do legislador no referido dispositivo de lei.

Nesse sentido, EIZIRIK²²³, comentando o artigo 155, § 4º, da Lei das S/A, defende ser necessário estabelecer um nexo profissional entre o emitente do valor imobiliário e a pessoa que utiliza informações privilegiadas para negociá-lo. Apenas as pessoas que tiverem conhecimento da informação em razão de sua atividade profissional podem ser responsabilizadas.

No mesmo sentido é o posicionamento de CARVALHOSA²²⁴, para quem também há de haver um limite na interpretação da expressão “qualquer pessoa” constante no § 4º, do artigo 155 da Lei das S.A. De acordo com CARVALHOSA²²⁵,

²²³ EIZIRIK, Ob. Cit., p. 558.

²²⁴ CARVALHOSA, Ob. Cit., p. 294.

²²⁵ CARVALHOSA, Ob. Cit., p. 310.

O insider será o próprio administrador ou pessoa (subordinado, acionista ou terceiro) que, por negligência daquele ou em conluio, efetivamente se aproveitou das informações privilegiadas para obter ganhos ou evitar prejuízos, mediante a compra ou venda precipitada de valores mobiliários de emissão da companhia, que necessariamente seriam negociados em outras bases ou simplesmente não o seriam se o público investidor tivesse simultâneo conhecimento dessas mesmas informações.

Portanto, na esfera administrativa entende-se que apenas quem tenha algum vínculo institucional, profissional ou comercial com a sociedade anônima de capital aberto está proibido de utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado. No âmbito criminal, a redação do tipo penal levanta novamente dúvidas na sua interpretação e não deixa claro quem realmente deva ser punido por tal ato.

O tipo penal veda a utilização “de informação relevante, ainda não divulgada ao mercado da qual tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, com valores mobiliários”.

A única expressão que faz referência ao possível sujeito ativo do delito é “da qual deva manter sigilo”. Como já foi demonstrado, enquanto a legislação da Itália e de Portugal apontam, detalhadamente, quem pode atuar como *insider trading*, a lei brasileira resume-se a utilizar a expressão acima para indicar a relação existente entre o sujeito ativo e a conduta delituosa.

Tal fato levanta nova divergência na doutrina pátria, uma vez que não há consenso sobre se o delito se trata ou não de delito próprio, nem sobre se apenas quem tem o dever de guardar sigilo deve responder pelo crime, nem ainda sobre as demais pessoas envolvidas com a companhia também estão vedadas de utilizar informação privilegiada.

BREDA defende que se trata de crime próprio²²⁶, pois o agente só pode figurar como sujeito ativo desse delito se possuir o dever de manter sigilo²²⁷ sobre a informação relevante. Segundo o referido autor, quem não tem o dever de guardar sigilo

²²⁶ BITENCOURT e BREDA, Juliano. Ob. Cit., p. 384.

²²⁷ O artigo 8º²²⁷ da Resolução 358/02 da CVM estabelece quem tem o dever de guardar sigilo: acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de qualquer órgão com funções técnicas ou consultivas, e empregados da companhia.

sobre a informação não pode ser autor do delito previsto no artigo 27-D, da Lei 6.385/1976. No entanto, pode responder em concurso²²⁸ com o sujeito que tiver o dever.

NATAL DE PAULA²²⁹ aduz que “seria interessante que o delito fosse expressamente próprio”. De acordo com o autor, o legislador deveria ter deixado claro que somente pode ser sujeito ativo do delito quem utilizar informação obtida em razão do cargo ou função que ocupa. Contudo, o legislador apenas fixou a obrigatoriedade de o agente possuir o dever de manter sigilo.

No mesmo sentido, PROENÇA entende tratar-se de crime próprio que somente poderia cometê-lo quem deve guardar sigilo da informação. Na visão do autor, o grande pecado do legislador brasileiro foi restringir a autoria do delito aos administradores, acionistas, controladores e profissionais obrigados ao sigilo, como contadores e advogados²³⁰.

DE SANCTIS²³¹, por sua vez, posiciona-se no sentido contrário dos autores acima, argumentando que qualquer pessoa que negocie valores mobiliários a partir de informação privilegiada poderá ser responsabilizado pelo delito. De acordo com o referido autor:

Apesar de exigir do sujeito ativo a obrigação de sigilo, não se cuida de delito próprio e, portanto, não se requer o nexo de causalidade entre o conhecimento do sigilo e o cargo ocupado pelo agente. É que, diferentemente do que revelaram os artigos citados sobre a quebra, aqui o legislador simplesmente coíbe a utilização, mediante negociação de informação relevante de que tenha conhecimento.

Ocorre que o tipo penal não é aberto ao ponto de qualquer pessoa, mesmo que não tenha nenhuma relação com a companhia, nenhum dever de confiança, seja responsabilizada criminalmente pela utilização de informação privilegiada.

²²⁸ BITENCOURT e BREDAS, Ob. Cit., p. 385.

²²⁹ PAULA, Ob. Cit., p. 28.

²³⁰ PROENÇA, Ob. Cit., p. 320.

²³¹ SANCTIS, Fausto Martin de. *Punibilidade no Sistema Financeiro Nacional*. Campinas: Millennium, 2003, p. 110.

A lei exige que a o agente tenha dever de guardar a informação em sigilo, o que só ocorre quando o agente a obtém no desempenho de alguma atividade profissional relacionada à companhia.

Conforme posicionamento de EIZIRIK²³², a lei brasileira pune somente os chamados *insiders* primários, deixando de punir criminalmente os *insiders* secundários. Os primeiros – também chamados de “*insiders* institucionais” – são representados pelas pessoas que têm acesso direto à informação em razão do cargo ocupado ou da atividade desenvolvida na companhia. Segundo o mencionado autor “são as pessoas que recebem, diretamente, a informação privilegiada de sua fonte e têm conhecimento especializado suficiente para saber que tal informação é relevante”.

Os *insiders* secundários, também conhecidos como *tippees*, por sua vez, são aqueles que recebem as informações (dicas – *tips*) dos *insiders* primários e não precisam ter nenhuma relação com a companhia, não têm obrigação de manter e tampouco sabem, necessariamente, que se trata de uma informação privilegiada.

Como os *insider* secundários não estão obrigados a guardar sigilo, de acordo com EIZIRIK, não podem ser responsabilizados criminalmente:

*A norma penal somente ser aplicada aos “insiders primários”, que são obrigados a guardar sigilo; já os “insiders secundários”, que não estão obrigados a guardar sigilo, podem ser punidos administrativamente pela CVM, se ficar demonstrado que tiveram acesso e utilizaram informação que sabiam privilegiada*²³³.

Entretanto, discorda-se em parte do referido autor, pois há situações em que é possível admitir a responsabilidade criminal dos *insiders* secundários, ainda que não tenham o dever de manter o sigilo exigido pelo tipo penal brasileiro. Isso ocorre quando esses agem em conluio com os *insiders* primários.

Não se pode deixar de impor sanção criminal a quem recebe a informação privilegiada (*insider* secundário) e negocia valores mobiliários com o intuito de partilhar os lucros obtidos pela operação com o *insider* primário. Se assim fosse,

²³² EIZIRIK, Ob. Cit., p. 563.

²³³ EIZIRIK, Ob. Cit., p. 563/564.

bastaria que quem tivesse dever de sigilo obter a informação confidencial e passasse a qualquer conhecido para que ele negociasse em seu nome os valores e, assim, ninguém seria punido criminalmente.

Parece não ser essa a intenção do legislador. Caso se configure a situação descrita acima, os agentes primários e secundários devem responder em concurso pela prática do crime previsto no artigo 27-D da Lei 6.385/1976, nos termos do artigo 29 do Código Penal.

Situação distinta, porém, verifica-se com o *insider* secundário que obtém a informação do *insider* primário e negocia valores mobiliários sem a participação e o conhecimento do *insider* primário, como pode ocorrer, por exemplo, com um garçom que ouve a conversa de um executivo com a sua esposa em um restaurante, ou com o psicanalista a quem tal informação pode ser eventualmente confidenciada, entre diversas outras.

Nessas hipóteses, concorda-se com EIZIRIK. Nos termos da atual redação da lei brasileira, o *insider* secundário não pode ser responsabilizado criminalmente ao utilizar informação relevante não divulgada ao mercado, pois não tem nenhum dever de sigilo para com a sociedade e não age em conluio com o *insider* primário. Ao contrário, age sem o consentimento e o conhecimento deste.

Por fim, como bem observado por SAINZ²³⁴, qualquer pessoa que tenha acesso à informação relevante ainda não divulgada ao mercado é um potencial *insider trading*. No entanto, de acordo com a autora, a experiência demonstra que a maioria dos casos envolvendo a utilização de informação privilegiada é praticada por pessoas que têm acesso direto e habitual a tal informação. Por essa razão, os esforços preventivos e repressivos devem recair sobre esses sujeitos. Possivelmente, foi essa a intenção do legislador brasileiro ao restringir o sujeito ativo do delito às pessoas que têm o dever de manter sigilo.

²³⁴ SAINZ, Ob. Cit., p. 98.

3.2.1.3.2 – Sujeito Passivo

Da mesma forma como é difícil eleger o bem jurídico protegido pelo crime em estudo, é difícil apontar o sujeito passivo do delito, pois dependendo do bem jurídico eleito, ter-se-á uma vítima distinta.

Pondera-se, entretanto, que é muito difícil identificar uma vítima determinada desse delito. Apesar disso, é possível encontrar autores²³⁵ que defendem que, em razão do caráter patrimonial desse delito, figuram como sujeito passivo o agente que sofrer uma perda com a atividade do *insider*.

No entanto, deve-se considerar que a repressão ao *insider* não busca proteger uma pessoa específica, um acionista ou um investidor determinado. Pelo contrário, a repressão se justifica na medida em que o mercado de capitais passa a ser protegido²³⁶.

GUTIÉRREZ aduz ainda que há ainda doutrinadores que defendem que o *insider trading* é um delito sem vítima, sem reais prejudicados e que não causa um dano concreto²³⁷.

²³⁵ Um dos autores que defende que o sujeito passivo desse delito são as pessoas que tiveram prejuízo em razão da ação do *insider* é João Carlos Castellar. Confira-se trecho do autor: “Entende-se majoritariamente que, em vista do predomínio do interesse supra-individual, o sujeito passivo deste crime é coletivo, representado pela sociedade ou mais precisamente pelo Estado, na medida em que este seria o principal interessado pelo regular funcionamento do mercado de valores mobiliários e que, secundariamente, se incluiriam os que eventualmente tenham sofrido danos patrimoniais com a atuação do *insider*. Mais uma vez, ousamos divergir, trazendo em nosso amparo lição de Gonzáles Cussac, citado por Moreno Cávones e Ruiz Marco, para quem sujeitos passivos deste crime “hão de ser todos aqueles que tenham sofrido um prejuízo patrimonial (perdas ou lucro cessantes)”, uma vez que este entendimento resulta coerente com o forte conteúdo patrimonial que se atribui ao bem jurídico, em cujo núcleo se situa em plano de igualdade, a tutela do funcionamento do mercado de valores (acrescentaríamos a confiança) e a proteção dos interesses patrimoniais dos investidores”. CASTELLAR, Ob. Cit., p. 122.

²³⁶ Nesse sentido, salutar a lição de Newton de Lucca: “Os interesses dos acionistas investidores ultrapassam, na verdade, a órbita individual de cada um. A informação plena, o combate vigoroso à atuação do *insider*, a fiscalização das sociedades corretoras de valores mobiliários, tudo isso, enfim, pode contribuir para o harmonioso funcionamento do mercado de capitais. Tal *desideratum*, antes de ser interesse de cada um dos investidores, é interesse de cada um dos investidores, é interesse de todos os agentes que nele operam e dos que podem vir a operá-lo. Assim, o tratamento legal que se deve dar a essa classe de indivíduos deve ser consentâneo com as atuais contribuições doutrinárias relativas aos interesses difusos, coletivos e individuais homogêneos”. LUCCA, Ob. Cit., p. 37.

²³⁷ GUTIÉRREZ, Ob. Cit., p. 148.

Uma ou várias pessoas podem ser lesadas com a prática do crime de insider trading. De acordo com FARIA DA COSTA, os sujeitos passivos desse delito é o universo de investidores, efetivo e em potencial, que fazem ou podem vir a fazer negócios com valores mobiliários²³⁸. Ainda, segundo o mencionado autor:

*“o crime de abuso de informação privilegiada lesa todos os que real ou potencialmente estão no mercado de valores mobiliários. Daí que a natureza supra-individual do bem jurídico protegido pelo crime de abuso de informação signifique a impossibilidade de se determinar a concreta vítima”*²³⁹.

Diante disso, independentemente de qual o bem jurídico protegido pelo delito de utilização indevida de informação privilegiada, esse certamente será um bem coletivo ou supra-individual, que tem como vítima a coletividade. Por isso, entende-se que o sujeito passivo do delito em comento é o Estado e a sociedade com um todo.

3.3 – Bem Jurídico protegido pelo crime de *insider trading*

3.3.1 – Considerações a respeito do conceito de bem jurídico

O crime de abuso de informação privilegiada está inserido no contexto dos crimes econômicos e, por isso, tem como fundamento tutelar bem jurídico supraindividual.²⁴⁰

Antes de examinar qual o bem jurídico supraindividual protegido pelo crime de *insider trading*, faz-se necessária uma breve introdução a respeito da evolução do conceito de bem jurídico e de sua relevância para o direito penal moderno.

O conceito de bem jurídico sofreu alteração desde o seu surgimento e até hoje não encontra uma definição pacífica entre os doutrinadores pátrios e estrangeiros. Com razão, FIGUEIREDO DIAS²⁴¹ afirma que a noção de bem jurídico não foi até o

²³⁸ COSTA e RAMOS, Ob. Cit., p. 37.

²³⁹ COSTA e RAMOS, Ob. Cit., p. 60.

²⁴⁰ “Categoria do pensamento jurídico-penal que tem como finalidade proposicional acolher no seu seio uma rede de valorações complexas cujo suporte não pode ser o imediato e concreto sujeito individual”. COSTA e RAMOS, Ob. Cit., p. 35.

²⁴¹ DIAS, Jorge de Figueiredo. *Direito Penal. Parte Geral. Tomo I. Questões Fundamentais. A Doutrina Geral do Crime*. São Paulo: RT;Portugal; Coimbra Editora, 2007, p. 114.

momento e “talvez jamais o venha a ser” um conceito fechado capaz de determinar o que pode ou não ser criminalizado.

Entre os doutrinadores nacionais, destaca-se o conceito de ANÍBAL BRUNO, segundo o qual o bem jurídico integra o conceito material do crime, definido como “ato que ofende ou ameaça um bem jurídico tutelado pela lei penal”²⁴².

Ao longo do desenvolvimento do direito penal, chegou-se inclusive a argumentar que a função do direito penal não seria a de proteger bens jurídicos e que esses seriam desnecessários para proteção da sociedade. Essa teoria foi desenvolvida, principalmente, pela escola funcionalista alemã, que tem como principal representante GUNTHER JAKOBS.

ZAFARONI e PIERANGELI posicionam-se em sentido contrário a essa teoria e argumentam que não é concebível a existência de uma conduta típica que não afete um bem jurídico. Segundo esses autores, “sem o bem jurídico, não há um “para quê” do tipo e, portanto, não há possibilidade alguma de interpretação teleológica da lei penal. Sem o bem jurídico, caímos num formalismo legal, numa pura “jurisprudência de conceito”²⁴³.

Compartilhando do mesmo entendimento a respeito da imprescindibilidade do bem jurídico, MIR PUIG²⁴⁴ aponta três importantes funções dogmáticas exercidas pelo bem jurídico. A primeira delas é a função sistemática, importante para organizar o Código Penal. Na parte especial, os crimes são agrupados de acordo com os bens jurídicos protegidos: são tratados no mesmo capítulo os crimes contra a vida, contra o patrimônio, contra a liberdade e sexual e assim por diante²⁴⁵.

²⁴² De acordo com o autor, “Na realidade, uma concepção do Direito Penal em concordância com a realidade faz dele um sistema de garantia e proteção de bens da vida do indivíduo ou da sociedade, que, em razão da sua importância social, são assim elevados à categoria de bens jurídicos. Fora dessa concepção realista, o Direito Penal teria de recair nas antigas divagações de fins estranhos propriamente ao Direito, de natureza ética, ou de interesses políticos, uns e outros que são, enfim, os motivos influentes nestas novas concepções, ou então ficaria reduzido ao puramente formal”. BRUNO, Aníbal. *Direito Penal. Parte Geral. Tomo 1º, Introdução – Norma Penal - Fato Punível*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1967, p. 271.

²⁴³ ZAFFARONI e PIERANGELI, Ob. Cit., p. 398.

²⁴⁴ MIR PUIG, Santiago. *Direito Penal: Fundamentos e Teoria do Delito*. (tradução de Cláudia Viana Garcia e José Carlos Nobre Porciúncula Neto). São Paulo: RT, 2007, p. 140.

²⁴⁵ Deve-se aduzir que o Direito Penal espanhol encontra-se todo tipificado no Código Penal. Não há leis extravagantes, como no ordenamento jurídico brasileiro.

A segunda função desempenhada pelo bem jurídico, na visão de MIR PUIG, é a de servir como guia de interpretação, utilizada para verificar se determinada conduta é capaz de lesionar ou colocar em perigo o bem jurídico protegido. De acordo com o referido autor, “uma vez determinado o bem jurídico protegido, a interpretação (teleológica) poderá excluir do respectivo tipo aquelas condutas que não o lesionem nem o ponham em perigo”²⁴⁶.

A terceira e última função exercida pelo bem jurídico é servir como critério de medição da pena. MIR PUIG defende que a intensidade da lesão ou do perigo causado ao bem jurídico penalmente tutelado influencia a pena a ser aplicada ao agente criminoso²⁴⁷.

No tocante à evolução do conceito de bem jurídico, HASSEMER afirma que o bem jurídico é obra do pensamento da Ilustração²⁴⁸. Em 1804, FEUERBACH criou a teoria dos direitos subjetivos. De acordo com essa teoria, a utilização do direito penal estava limitada à proteção de um direito subjetivo²⁴⁹.

No entanto, o conceito de bem jurídico surgiu apenas em 1834, com BIRNBAUN, que contraria a tese de FEUERBACH e defende que o Direito Penal tem com finalidade a proteção de bens e não de direitos subjetivos, os quais, na sua concepção, não poderiam ser lesionados²⁵⁰.

Em 1872, BINDING passa a defender que bem jurídico é todo objeto incorporado pela lei penal nos tipos penais, considerados dignos de proteção jurídica. De

²⁴⁶ MIR PUIG, Ob. Cit., p. 140.

²⁴⁷ Nesse esteira, MIR PUIG assevera que: “Dentro da margem de arbítrio judicial que a lei concede, isso pode servir de base à concreta determinação da pena (especialmente quando não haja circunstâncias agravantes nem atenuantes ou existam ambas ao mesmo tempo, hipótese na qual o art. 66, 1, do CP permite ao Juiz ou ao Tribunal impor a pena “na medida adequada às circunstâncias pessoais e à maior ou menor gravidade do fato”). MIR PUIG, Ob. Cit., p. 140.

²⁴⁸ HASSEMER, Winifried. *Fundamentos del Derecho Penal*. Madri: Bosch, 1984, p. 37.

²⁴⁹ JANAÍNA PASCHOAL afirma que, tendo em vista as barbaridades que ocorriam no período antecedente ao Iluminismo, essa teoria representou um avanço na “luta de proteção do indivíduo perante o Estado”. Ainda, nesse contexto, a mencionada autora aponta que “o recurso ao direito subjetivo, enquanto objeto da tutela penal, impede que sua aplicação ocorra de forma arbitrária, independentemente de qualquer lesão, tendo constituído, à época, uma reação do Iluminismo ao arbítrio anterior”. PASCHOAL, Janaína Conceição. *Constituição, Criminalização e Direito Penal Mínimo*. São Paulo: RT, 2003, p. 26 e ss.

²⁵⁰ PASCHOAL, Ob. Cit., p. 29.

acordo com a teoria desenvolvida por BINDING, o bem jurídico é extraído exclusivamente da lei²⁵¹, evidenciando o caráter eminentemente formal²⁵² do bem jurídico para esse jurista.

Segundo GUTIÉRREZ, a teoria de BINDING pregava que o bem jurídico surge como mero juízo valorativo do legislador, sem outro limite para suas próprias considerações valorativas²⁵³.

Na seqüência, em 1883, surgiu a teoria de bem jurídico material²⁵⁴ de FRANZ VON LISZT, segundo a qual o bem jurídico é preexistente e independente de seu reconhecimento pelo Direito positivo, representado por um valor ou interesse necessário de proteção jurídica²⁵⁵. Assim, de acordo com LISZT, o bem jurídico surge das relações sociais, mas apenas adquire a condição de bem jurídico quando passa a ser tutelado pelo Direito²⁵⁶.

Para LISZT, o bem jurídico não é extraído da lei, como defendido por BINDING, mas sim da sociedade. LISZT sustenta que caberia ao legislador identificar esse bem e protegê-lo mediante a norma penal²⁵⁷. Esta, por sua vez, “não cria o bem jurídico, mas sim o encontra”²⁵⁸.

Nesse aspecto, GUTIERREZ afirma que a teoria de LISZT contrapõe-se à teoria de BINDING na exata medida em que não considera o bem jurídico como um

²⁵¹ GUTIERREZ, Ob. Cit., p. 76.

²⁵² No tocante ao caráter formal do conceito de bem jurídico cunhado por Binding, Janaína Paschoal aduz que o mencionado teórico pode ser considerado um precursor do funcionalismo: “com a diferença de que, enquanto Binding defendia que o legislador, mediante a norma, cria o bem jurídico, o funcionalismo, precipuamente o de Jakobs, prescinde de qualquer bem jurídico, já que postula que o Direito Penal visa a proteger a própria norma”. PASCHOAL, Ob. Cit., p. 29.

²⁵³ GUTIERREZ, Ob. Cit., p. 76.

²⁵⁴ Em relação à criação do conceito de bem jurídico material, interesse observar o posicionamento de INIESTA: “La elaboración de un concepto material de bien jurídico, y por lo tanto dotado de contenido, ejerce – junto a su tradicional función de interpretación – una auténtica y vinculante función crítica que constituye un insoslayable límite en el ejercicio del ius puniendi estatal, lejano de formulaciones excesivamente abstractas y genéricas que le privan de ese contenido y en la medida en que la legitimidad de dicho ejercicio reside en la exclusiva protección de relaciones sociales concretas en una sociedad democrática”. INIESTA, Diego José Gómez. *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*. Madrid: McGraw-Hill. 1997, p. 259.

²⁵⁵ GUTIERREZ, Ob. Cit., p. 77.

²⁵⁶ MIR PUIG, Ob. Cit., p. 96.

²⁵⁷ PASCHOAL, Ob. Cit., 33.

²⁵⁸ Nesse contexto, Regis Prado afirma ainda que a função do Direito Penal é proteger os interesses do homem, os quais preexistem à intervenção da norma. Por essa razão, esses interesses não podem surgir de criação jurídica. PRADO, Luiz Regis. *Bem jurídico penal e Constituição*. 2ª ed. São Paulo: RT, 1997, p. 32.

conceito exclusivamente formal, criado pelo legislador, mas sim como um interesse vital do indivíduo ou da comunidade, que o Direito apenas se limita a reconhecer e a elevá-lo à categoria jurídica²⁵⁹.

Em suma, a teoria de LIZST prega que o direito não cria o interesse a ser protegido, mas sim a vida. A proteção jurídica apenas eleva o interesse vital à condição de bem jurídico.

Após a teoria de LISZT várias outras foram surgindo ao longo do tempo. Não se desenvolverá com detalhes a evolução de todas as teorias do bem jurídico no presente trabalho, em virtude de não ser esse o objeto central. No entanto, deve-se dizer que a teoria em vigor atualmente no Brasil é a que leva em consideração à constitucionalização do bem jurídico²⁶⁰.

De acordo com a teoria utilizada atualmente no Brasil, para que determinado valor ou interesse seja alçado à categoria de bem jurídico, deve, necessariamente, estar protegido pela Constituição.

Além disso, como bem destacado por HELENA R. LOBO DA COSTA, “o interesse deve ser essencial para o desenvolvimento da pessoa numa determinada sociedade”²⁶¹. Apenas com a presença desses dois requisitos – proteção pela Constituição e essencial para o desenvolvimento do indivíduo - é que um interesse ou valor passará a ter relevância para o direito penal e será alçado à condição de bem jurídico.

²⁵⁹ GUTIERREZ, Ob. Cit., p. 77.

²⁶⁰ A esse respeito, cumpre transcrever o posicionamento de Janaína Paschoal: “Da ideia que se deve buscar o bem jurídico penal na sociedade, começaram a surgir teorias segundo as quais é a Constituição que reflete os referidos bens, ou seja, tendo-se em vista o fato de a Constituição ser o documento que alberga os valores mais caros para uma dada sociedade, é nela que o legislador deverá se pautar quando da escolha dos bens a serem protegidos pelo Direito Penal. Pode-se deduzir que, enquanto o constituinte busca os bens jurídicos penais na sociedade, o legislador os retira da Constituição”. PASCHOAL, Ob. Cit., p. 49.

²⁶¹ Segundo bem exposto pela autora: “O Direito e o Estado existem para servir a pessoa, decorrendo daí ser ela o ponto de partida para a construção do conceito de bem jurídico. Assim, apenas os elementos tidos como essenciais para o desenvolvimento da pessoa numa determinada realidade social podem ser alçados à categoria de bens jurídicos”. COSTA, Helena Regina Lobo. *Proteção Penal Ambiental: viabilidade, efetividade, tutela por outros ramos do direito*. São Paulo: RT, 2010, p. 5.

A proteção ao mercado de capitais encontra proteção no artigo 109, VI, da Constituição da República, o qual atribui competência à Justiça Federal para julgar os crimes contra a ordem econômico-financeira.

A ordem econômico-financeira é tratada como bem jurídico mediato na doutrina estrangeira. GUTIERREZ expõe com clareza a diferença existente entre bem jurídico imediato e mediato. De acordo com o referido autor, bem jurídico imediato é o bem jurídico protegido em sentido técnico, imprescindível em todo tipo penal²⁶². O bem jurídico mediato, por sua vez, não está incorporado ao tipo penal; é tido como bem jurídico de segunda ordem.

A diferença entre bem jurídico imediato e mediato faz-se relevante justamente no estudo dos crimes econômicos. Nesses casos, entende-se que o bem jurídico imediato é aquele previsto no tipo penal e diretamente tutelado, enquanto o bem jurídico mediato é a ordem econômica²⁶³.

Como bem apontado por BUJÁN PÉREZ²⁶⁴, a ordem econômica nunca poderá constituir um bem jurídico diretamente tutelado a ponto de sua lesão ou colocação em perigo constar implicitamente no tipo penal. Para esse tipo de bem jurídico (mediato) sempre haverá o bem jurídico específico em sentido técnico (imediato), que geralmente será representado por um bem jurídico patrimonial de natureza individual, ainda que em alguns casos se trate de bem de caráter supra-individual.

Tendo em vista que a ordem econômica é o bem jurídico mediato do crime de *insider trading*, deve-se analisar qual o bem jurídico imediato protegido por esse delito. Há consenso de que a conduta praticada pelo *insider* pode afetar uma pluralidade de

²⁶² De acordo com o referido autor: “El bien jurídico inmediato es aquel que aparece incorporado implícitamente en la parte objetiva de cualquier tipo y, por tanto, su vulneración (lesión o puesta en peligro) debe ser abarcada por el dolo”. GUTIERREZ, Ob. Cit., p. 96.

²⁶³ BUJÁN-PÉREZ, Carlos Martínez. *Derecho Penal Económico. Parte General*. Valência: Tirant lo Blanch, 1998, p. 92. No mesmo sentido é o posicionamento de Gutiérrez: “Hay autores que brindan especial relevancia a la noción de bien jurídico mediato, alegando que su utilidad se hace patente principalmente en ciertos delitos económicos, donde es factible indentificar un bien jurídico inmediato (que por lo general tendrá naturaleza individual, aunque nada obsta que sea de naturaleza supraindividual) y un bien mediato (de naturaleza supraindividual)”. GUTIERREZ, Ob. Cit., p. 96.

²⁶⁴ BUJÁN-PÉREZ, Carlos Martínez. *Derecho Penal Económico. Parte General*. Valência: Tirant lo Blanch, 1998, p. 97.

interesses jurídicos²⁶⁵. Entretanto, não há consenso na doutrina estrangeira, tampouco na brasileira, de qual é o bem jurídico imediato protegido por esse delito.

GUTIÉRREZ²⁶⁶ aponta que a utilização indevida de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários pode afetar interesses privados e públicos, aptos a constituírem o bem jurídico tutelado pela norma penal. Dentre os interesses privados, estão: (1) o interesse da sociedade emissora dos valores mobiliários; e (2) o patrimônio do investidor. Os interesses públicos, por sua vez, são constituídos por (1) igualdade de oportunidades; (2) correto funcionamento do mercado; e (3) confiança do investidor²⁶⁷.

3.3.2 – Possíveis bens jurídicos protegidos pelo crime de *insider trading*

3.3.2.1 - Interesse da sociedade emissora dos valores mobiliários

Essa teoria prega que a reputação da companhia é arranhada quando uma pessoa a ela relacionada utiliza uma informação privilegiada para obter uma vantagem indevida. Entende-se que há violação do dever de lealdade do administrador (dever fiduciário) que utiliza a informação ainda não divulgada ao mercado em benefício próprio em detrimento dos interesses da sociedade emissora dos valores mobiliários.

A relação de confiança mantida entre o administrador e a companhia é prejudicada com a utilização da informação privilegiada pelo administrador. De acordo com essa teoria, tal fato seria suficiente para acarretar prejuízo para o funcionamento da empresa e a sua reputação diante do mercado²⁶⁸.

No entanto, há grande dificuldade em provar a ocorrência do dano à imagem da companhia devido à utilização da informação privilegiada por uma pessoa a ela

²⁶⁵ GUTIERREZ, Ob. Cit., p. 117.

²⁶⁶ GUTIERREZ, Ob. Cit., p. 117.

²⁶⁷ GUTIERREZ aponta ainda um outro interesse público que pode, eventualmente, constituir o bem jurídico penalmente tutelado pelo crime de uso indevido de informação privilegiada. Trata-se da ordem econômica, em razão do papel relevante exercido na economia de um país. Entretanto, dada a amplitude desse termo, a ordem econômica apenas pode ser tratada como bem jurídico mediato e não como bem jurídico imediato, como já exposto anteriormente.

²⁶⁸ INIESTA, Ob. Cit., p. 277.

relacionada. Muitas vezes a conduta praticada pelo *insider* não é capaz de afetar a situação patrimonial da sociedade, nem muito menos de acarretar uma repercussão negativa à imagem da sociedade²⁶⁹.

Por esse motivo, GUTIERREZ²⁷⁰ e MONROY ANTÓN²⁷¹ apontam grande dificuldade em identificar o nexo causal existente entre a conduta do *insider* e o pretenso prejuízo ocasionado à empresa.

A dificuldade em considerar o interesse da sociedade emissora de valores como bem jurídico protegido a partir do “dever fiduciário” do administrador da companhia reside também no fato de que o sujeito ativo do delito não se restringe ao administrador. Ainda que haja a necessidade de que o sujeito tenha o dever de manter sigilo, não é apenas ele quem pode praticar o delito.

Além disso, pode haver violação do dever fiduciário sem que haja nenhuma consequência para a companhia. É o que ocorre, por exemplo, quando o administrador, valendo de sua posição dentro da sociedade, toma conhecimento de informações confidenciais que envolvam outra companhia e negocia valores mobiliários dessa outra companhia. MONROY ANTÓN²⁷² traz um exemplo interessante a respeito dessa situação:

Por exemplo, a notícia de que uma sociedade - em que trabalha o insider - vá fundir-se com outra, que resulta beneficiada pela relação estabelecida com a fusão, pode acarretar operações com informações privilegiadas não com as ações da empresa em que o insider trabalha e sim com as ações da outra companhia. Parece claro que em nenhum momento deve ser afetada a reputação ou interesse patrimonial da

²⁶⁹ A esse respeito, deve-se observar o posicionamento de ANA MARIA PIETRO DEL PINO: “Desde mi punto de vista, no cabe afirmar que la dañosidad social del uso de información privilegiada radique en su nocividad para los intereses societarios. A mi entender, esta consideración se ve respaldada por el hecho que ese pretendido daño no sea un rasgo atribuible a todas y cada una de la operaciones de iniciados. Así, el análisis de los efectos generados por dichas operaciones pone de relieve que los mismos no tienen por qué incidir necesariamente sobre el patrimonio y/o la fama dos emisores de los valores afectados por las informaciones privilegiadas utilizadas. Esto sentado, si la nocividad de las operaciones de iniciados se agotase en el perjuicio empresarial aludido, tan sólo cabría aseverar que algunas de estas operaciones son socialmente dañosas y, por lo tanto, tan sólo ésas deberían ser combatidas”. PINO, Ana Maria Prito del. *El Derecho Penal ante el uso de información privilegiada en Mercado de valores*. Navarra: Thomson-Aranzadi, 2004, p. 189.

²⁷⁰ GUTIERREZ, Ob. Cit., p. 127.

²⁷¹ MONROY, Ob. Cit., p. 147.

²⁷² MONROY, Ob. Cit., p. 148. (tradução livre)

sociedade em que o insider trabalha. Tampouco ele deve responder frente a essa sociedade.

Percebe-se, assim, que essa teoria demonstra-se falha ante a inexistência de um dano real e efetivo aos interesses da sociedade. Tornar uma conduta como criminosa apenas para satisfazer interesses privados de uma sociedade, protegidos pela criminalização de outras condutas, pelo próprio direito societário e que nem sempre são atingidos no caso da utilização indevida de informação privilegiada não é papel do direito penal.

Compartilhando do mesmo entendimento, PINTO aduz que os interesses da companhia “já são protegidos por via das incriminações que visam tutelar os segredos patrimoniais ou industriais (arts. 195 e 196 do Código Penal) sendo uma repetição inútil integrar esse objeto de tutela na incriminação do abuso de informação”²⁷³.

Dessa maneira, o interesse da sociedade emissora dos valores mobiliários não pode ser entendido como bem jurídico protegido pelo crime de *insider trading*. Esse delito busca proteger a coletividade, e não interesses privados da sociedade, que nem sempre são prejudicados com a prática do delito em comento.

3.3.2.2 - Patrimônio do investidor

Essa teoria defende que o patrimônio dos investidores não portadores de informações privilegiadas é afetado toda vez que uma informação privilegiada é utilizada no mercado de valores mobiliários, especialmente, quando eles vendem suas ações antes que ocorra a valorização buscada pelo *insider*, ou, ainda, quando eles compram ações antes de saberem que serão desvalorizadas em seguida, medida que o *insider* evita.

GUTIÉRREZ sustenta que, em ambos os casos, o dano patrimonial se perfaz, pois o valor recebido pelo agente que negocia com o *insider* não condiz com o valor real do título. O investidor perde oportunidades de ganho, além de assumir o risco de perdas²⁷⁴, não suportado pelo *insider*.

²⁷³ PINTO, Ob. Cit., p. 718.

²⁷⁴ GUTIERREZ, Ob. Cit., p. 138.

Não são apenas as operações feitas diretamente com o *insider* que podem acarretar prejuízo aos demais investidores. A ação praticada pelo *insider* pode causar prejuízo para os investidores que negociem inclusive no mesmo sentido que ele e não, necessariamente, com ele, em operação contrária de compra e venda, por exemplo.

Nesse contexto, pode ocorrer que o simples fato de o *insider* comprar grande quantidade de ações de uma determinada companhia alterar o valor da cotação desses valores mobiliários. Certamente, o investidor que não tiver acesso à informação privilegiada em poder do *insider* pagará um preço superior ao que seria pago se não houvesse a movimentação preordenada deste último²⁷⁵.

A despeito disso, deve-se levar em consideração que nem sempre é possível estabelecer um nexo causal entre a conduta praticada pelo *insider* e a possível perda sofrida pelos demais investidores²⁷⁶. Isso porque não é a ordem de compra ou de venda efetuada pelo *insider* que motiva a ordem de venda ou compra por parte do investidor. O investidor realizaria de qualquer forma tal operação, ainda que a parte contrária não fosse um *insider* e ainda que ele não tivesse realizado nenhuma operação no mercado de capitais.

Nesse sentido, é o posicionamento de GUTIÉRREZ, o qual argumenta que o prejuízo do investidor perfaz-se em razão de efetuar uma compra em um momento inoportuno, que se concretiza com a posterior valorização ou desvalorização do valor mobiliário. No entanto, defende o referido autor que o prejuízo sofrido pelo investidor não tem consequência direta ou imediata da operação efetuada pelo *insider*²⁷⁷.

²⁷⁵ GUTIÉRREZ, Ob. Cit., p. 144.

²⁷⁶ Nesse sentido, vale observar o quanto exposto por ANA MARIA PRIETO DEL PINO: “Desde esta perspectiva si niega la relación de causalidad entre el perjuicio experimentado por quien contrató con un iniciado y la actuación de este último. Lo relevante a estos efectos – se aduce – es la independencia de la decisión de comprar o vender tomada por el inversor respecto del comportamiento de quien opera con información reservada. Quien contrata con un iniciado es en realidad un inversor que ha decidido sin influencia externa vender sus valores a cualquiera que le pague por ellos el precio correspondiente a la cotización actual. Una vez adoptada tal resolución de forma libre, el hecho de que el respectivo comprador o vendedor resulte ser un iniciado puede considerarse simplemente como fruto de la causalidad”. PINO, Ob. Cit., p. 159.

²⁷⁷ Vale ainda observar as conclusões do referido autor: “En definitiva, pues, las operaciones con información privilegiada pueden ocasionar perjuicios en el patrimonio del inversor individual; sin embargo, el insider trading regulado en el art. 285 CP no está configurado como un delito patrimonial, sino como un auténtico delito económico que protege un bien colectivo, con proyección mediata sobre el correcto funcionamiento del mercado de valores”. GUTIÉRREZ, Ob. Cit., p. 157.

Ademais, essa teoria encontra grande dificuldade de aplicação, pois é muito difícil obter a comprovação efetiva de lesão do patrimônio de diversos investidores.

MONROY ANTÓN²⁷⁸ tece crítica severa a esse posicionamento, pois, sob o seu ponto de vista, configura grande permissividade para que qualquer delinqüente incorra com habilidade na prática da conduta proibida. Segundo o autor, aceitar esse posicionamento seria o mesmo que premiar o delinqüente mais hábil.

O referido autor defende ainda que o patrimônio dos investidores deve ser entendido como bem jurídico protegido pelo crime de *insider trading* em razão de as operações realizadas na Bolsa de Valores serem um jogo de soma zero, de acordo com a Teoria Econômica moderna²⁷⁹. Assim, se alguém ganha, obviamente, alguém tem de perder. O benefício obtido por uma série de investidores transforma-se em perda para vários outros.

De outro lado, PINTO²⁸⁰ argumenta que é muito difícil considerar meros interesses individuais como bem jurídico tutelado do crime de abuso de informação privilegiada. De acordo com o autor,

entender que a incriminação visa tutelar o patrimônio da contra-parte que negocia com o insider constitui uma limitação considerável ao sentido axiológico da incriminação, pois ignora os efeitos lesivos dessa prática no próprio funcionamento do mercado de valores.

Como bem colocado por FARIA COSTA²⁸¹, a incriminação penal não é justificada para proteger o investidor individual ou uma transação singular. Em razão de proteger um bem jurídico supra-individual, o crime de *insider trading* não pode ser utilizado “para proteger o direito daquela concreta pessoa a que a transação bolsista seja realizada em condições de mercado, mas sim para proteger a confiança e a igualdade entre os investidores”.

²⁷⁸ MONROY, Ob. Cit., p. 137.

²⁷⁹ MONROY, Ob. Cit., p. 138.

²⁸⁰ PINTO, Ob. Cit., p. 718.

²⁸¹ COSTA e RAMOS, Ob. Cit., p. 59.

Ainda, na visão de BUJÁN-PEREZ²⁸², um particular nunca poderá ser prejudicado patrimonialmente pela execução do delito em comento, já que o sujeito passivo desse delito, necessariamente, deverá ser a coletividade difusa de investidores e não um único investidor considerado em sua particularidade.

Sendo assim, não se pode negar que o patrimônio dos investidores pode ser afetado com a prática efetuada pelo *insider trading*. No entanto, dado o caráter supra-individual²⁸³ do bem jurídico do crime de uso indevido de informação privilegiada, não é congruente afirmar que esse seria representado pelo interesse patrimonial de cada investidor. O que justifica a repressão ao delito é o dano causado (pelo menos em potencial) à coletividade e não a um investidor específico.

3.3.2.3 - Igualdade de oportunidades – o acesso quantitativo de informações

De acordo com essa teoria, o bem jurídico protegido pelo crime de *insider trading* seria a igualdade entre os investidores, pois as operações realizadas a partir de informações privilegiadas supõem uma desigualdade manifesta ao ponto de colocar em risco o bom funcionamento do mercado²⁸⁴.

No entanto, INIESTA²⁸⁵ defende que é utópico esperar que todos os investidores tenham acesso às mesmas informações e que atuem no mercado em pé de igualdade, já que essa diferença é a essência do mercado de capitais, devido à presença de agentes que possuem informações mais apuradas em razão da atividade desenvolvida (tais como os analistas econômicos, os intermediários financeiros). O referido autor conclui que é inevitável que exista disparidade no acesso à informação entre os pequenos investidores e profissionais do setor.

²⁸² BUJÁN-PEREZ, Ob. Cit., p. 137.

²⁸³ “Não se pense, contudo, que, nestas condições, a incriminação penal tutela a singular transação ou a posição do investidor individual. Como já referimos, a tutela penal conferida pelo crime de abuso de informação protege um bem jurídico supra-individual. Desse modo, a infração existe não para proteger o direito daquela concreta pessoa a que a transação bolsista seja realizada em condições de mercado, mas sim pra proteger a confiança e igualdade entre os investidores. Percebe-se, assim, que as pessoas atingidas por uma transação bolsista baseada em informação privilegiada não são só, nem de longe nem de perto, os acionistas da empresa sobre a qual gira a questão, mas ante todo o universo de acionistas efetivo e potencial, que está inserido no mercado de valores mobiliários”. COSTA e RAMOS, Ob. Cit., p. 59.

²⁸⁴ GUTIERREZ, Ob. Cit., p. 161.

²⁸⁵ INIESTA, Ob. Cit., p. 271.

No mesmo sentido, SEMINARA²⁸⁶ aduz que a igualdade de oportunidades dos investidores são valores ideais que não podem justificar a repressão ao *insider trading*.

Não há dúvidas de que a disparidade de informações é inerente ao mercado de valores mobiliários desde que esse foi concebido. De fato, não cabe ao direito penal tentar corrigir desigualdades.

Todavia, o direito penal deve intervir toda vez que um determinado interesse da sociedade for colocado em risco. A ação praticada pelo *insider trading* coloca em risco a confiança no mercado de valores mobiliários justamente porque os investidores deixam de acreditar na igualdade de acesso às informações no mercado de capitais.

Uma coisa é a diferença entre o investidor institucional ou profissional, que tem alta capacidade de processar informações públicas e, assim, atribuir qualidade às suas decisões de compra e venda, diferentemente dos investidores que compram e vendem sem buscar tais informações. Outra coisa, bem diferente, é a tomada de decisões de compra e venda com base em informações não públicas, às quais apenas o *insider* teve acesso.

Ora, se o que se pune é exatamente o fato de o agente utilizar uma informação não disponível aos demais investidores, capaz de colocá-lo em vantagem em relação aos demais investidores, é óbvio que o que se busca proteger é a igualdade de oportunidades, caso contrário, não haveria razão para punir o uso indevido de informação privilegiada. Se todos tivessem acesso à mesma informação, seria impossível a prática do delito.

O crime apenas ocorre porque o agente, ao utilizar uma informação privilegiada, afasta-se das informações disponíveis a todos os investidores, ou seja, da igualdade de informações, para obter uma vantagem indevida. Tanto é assim, que a partir do momento em que a informação deixa de ser privilegiada e torna-se pública, não se pode mais falar em prática do crime de *insider trading*.

²⁸⁶ SEMINARA, Sergio. *Insider trading e diritto penale*. Milão: A. Giuffrè, 1989, p. 89.

Diante disso, conclui-se que a igualdade de informações deve ser um dos interesses protegidos pela norma penal ao reprimir a conduta praticada pelo *insider trading*, configurando, assim, um dos bens jurídicos protegidos pelo tipo penal.

3.3.2.4 - Correto funcionamento do mercado de valores mobiliários

GUTIÉRREZ²⁸⁷ aponta que a doutrina majoritária da Espanha e da Alemanha sugere que o objeto de proteção do crime de *insider trading* é o correto funcionamento do mercado, pois o delito teria a intenção de assegurar a igualdade de oportunidades aos investidores, a transparência do mercado e a confiança de todos os operadores econômicos.

De acordo com o referido autor, essa corrente agrupou todos os aspectos que, na sua concepção, são importantes para garantir a incolumidade do mercado de valores mobiliários e estabeleceu que qualquer distorção a um desses aspectos acarretará dano ao funcionamento global do mercado de capitais.

BUJAN PEREZ²⁸⁸ posiciona-se também no sentido de que o bem jurídico protegido é o correto funcionamento do mercado de capitais, de modo a proteger o princípio da igualdade e da oportunidade dos investidores. Ainda na Espanha, tal posicionamento é compartilhado por PRIETO DEL PINO²⁸⁹. No Brasil, ÁUREO NATAL DE PAULA²⁹⁰ também defende que o bem jurídico protegido pelo delito em questão é o correto funcionamento do mercado de capitais.

No entanto, considerar o correto funcionamento do mercado de capitais como bem jurídico tutelado pelo crime de *insider trading* parece não ser a posição mais adequada, pois há grande imprecisão no que venha a ser o “correto funcionamento do mercado”, o que impede que seja tido como um bem jurídico determinado.

²⁸⁷ GUTIERREZ, Ob. Cit., p. 119.

²⁸⁸ Ainda, a respeito do correto funcionamento do mercado como bem jurídico protegido pelo crime de uso indevido de informação privilegiada, o referido autor afirma que: “esta caracterización de un bien jurídico penal puede mantenerse únicamente en la medida que se assume que se trata de un bien colectivo inmaterial “institucionalizado” ou “espiratualizado”. BUJÁN PEREZ, Ob. Cit., p. 136.

²⁸⁹ PINO, Ob. Cit., p. 190.

²⁹⁰ PAULA, Ob. Cit., p. 28.

Falta concretude ao termo “correto funcionamento do mercado”. A amplitude desse conceito impede que seja considerado como bem jurídico tutelado, de tal modo que sua pretensa proteção penal traria como consequência a insegurança jurídica²⁹¹. Como bem exposto por INIESTA²⁹², considerar o correto funcionamento do mercado como bem jurídico protegido implica exigir que o direito penal intervenha em qualquer disfuncionalidade causada nos setores da economia.

Ademais, deve-se levar em consideração que não cabe ao direito penal regular o mero funcionamento de absolutamente nada. Essa função é de responsabilidade da administração pública e não do direito penal. Admitir tal posicionamento seria aceitar a administrativização do direito penal, rechaçada por REALE JÚNIOR nos seguintes termos:

A administrativização do Direito Penal torna a lei penal um regulamento, sancionando a inobservância a regras de conveniência da Administração Pública, matérias antes de cunho disciplinar. No seu substrato está a concepção pela qual a lei penal visa antes a “organizar” do que a proteger, sendo, portanto, destituída da finalidade de consagrar valores e tutelá-los²⁹³.

Diante disso, conclui-se que o bem jurídico protegido pelo crime de *insider trading* não pode ser o correto funcionamento do mercado, ainda que esse represente a soma de todos os efeitos negativos causados ao mercado pelo uso de informação privilegiada. A intervenção do direito penal apenas justifica-se a partir da análise de cada uma das possíveis ofensas, e não como regra geral para permitir que o sistema continue funcionando corretamente.

3.3.2.5 – Confiança do investidor no mercado de valores mobiliários

Essa teoria defende que a confiança dos investidores no mercado de capitais pode ser abalada com a percepção por parte desses de que algumas pessoas gozam de vantagens informativas que lhes permite obter benefícios seguros e superiores ao que

²⁹¹ A respeito da impossibilidade de o correto funcionamento do mercado funcionar como bem jurídico tutelado no crime de *insider trading*, GUTIÉRREZ acrescenta que: “El criterio del correcto funcionamiento del mercado de valores sólo será admisible siempre que se identifique como un bien jurídico mediato, esto es, como ratio legis o motivos que justifican la intervención del Derecho penal en el ámbito del mercado de valores, por lo que su función estará limitada a confirmar la lesividad abstracta de estas conductas o, dicho de otra forma, su función estará limitada a servir de límite y orientación del ius puniendi del Estado”. GUTIERREZ, Ob. Cit., p. 186.

²⁹² INIESTA, Ob. Cit., p. 286.

²⁹³ REALE JÚNIOR, Ob. Cit., p. 21.

seria obtido sem a informação privilegiada, além de evitar perdas a que estão sujeitos todos os demais investidores. A falta de confiança dos investidores, com a suspeita de que o título é alvo de *insider*, pode conduzir à sua depreciação do valor de mercado.

Ademais, a quebra de confiança seria responsável pela saída dos investidores desse mercado em busca de investimentos mais seguros e com regras mais claras a todos os seus participantes. Tal situação acarretaria grande prejuízo para o mercado de valores mobiliários e para a economia como um todo²⁹⁴.

Por esse motivo, CASTELLAR²⁹⁵ sustenta que o bem jurídico protegido pelo tipo penal que reprime o abuso de informação privilegiada é a confiabilidade dos operadores de mercado de capitais, e não o funcionamento do referido mercado. Sustenta o referido autor que quem defende o correto funcionamento do mercado como bem jurídico protegido padece de rigor científico e confunde bem jurídico com função.²⁹⁶

Como bem colocado por GUTIÉRREZ²⁹⁷, a conduta praticada pelo *insider trading* afeta diretamente a confiança dos investidores no correto funcionamento do mercado de valores. De acordo com esse autor, esse critério é o bem mais valioso, com autonomia própria e de grande valor, que representa elemento essencial das relações econômicas de um país.

SEMINARA²⁹⁸, por sua vez, defende que o fundamento da criminalização da conduta praticada pelo *insider trading* é o perigo que ela representa à liquidez do mercado de capitais. De acordo com o autor italiano, o mercado apenas estará seguro se todos os investidores acreditarem que as operações realizadas na bolsa de valores não são realizadas com a utilização de informação privilegiada por parte de alguns

²⁹⁴ PINO, Ob. Cit., p. 195.

²⁹⁵ CASTELLAR, Ob. Cit., p. 5.

²⁹⁶ Nessa esteira, defende Castellar: “Com todo respeito ao entendimento doutrinário esposado pelos autores antes citados, somos da opinião que não se pode afirmar que o mero funcionamento de um “mercado” onde se compram e se vendem valores mobiliários corresponda ao interesse de um indivíduo ou de um número indeterminado deles, razão pela qual, reiterando nossas escusas, não se pode admitir ser este o bem jurídico que se almeja proteger com a tutela penal ao se incriminar o delito de uso de informação privilegiada”. CASTELLAR, Ob. Cit., p. 106.

²⁹⁷ GUTIERREZ, Ob. Cit., p. 173.

²⁹⁸ SEMINARA, Ob. Cit., p. 89.

operadores. Busca-se, com isso, garantir que os investidores continuem acreditando na confiabilidade do mercado de capitais.

Na visão de EIZIRIK²⁹⁹ o bem jurídico tutelado nas normas que sancionam o *insider* é a estabilidade e eficiência do mercado de capitais – “tutelando o princípio da transparência de informações, essencial ao desenvolvimento regular do mercado”. O autor argumenta ainda que a confiança dos investidores no mercado de capitais é essencial para alcançar a estabilidade e a eficiência do mercado de capitais.

FARIA DA COSTA entende que o direito penal econômico possui caráter subsidiário e só deve, portanto, intervir em última hipótese. No tocante a criminalização da conduta de abuso de informação privilegiada, defende que a tutela penal apenas se justifica em virtude da necessidade de proteger se a confiança dos investidores nos mercados mobiliários³⁰⁰.

Ainda, de acordo com o referido autor, o bem jurídico protegido pelo crime de *insider trading*, trata-se de bem jurídico complexo e poliédrico que não se esgota na igualdade dos investidores, mas também na confiança desses no mercado:

*A incriminação do abuso de informação pretende, por um lado, tutelar a confiança dos investidores no correto funcionamento do mercado e, por outro, proteger a decisão econômica individual no sentido de que esta seja tomada em situação de igualdade para todos os potenciais intervenientes no mercado. Criando-se, assim, as condições de livre concorrência entre os investidores.*³⁰¹

Com o mesmo entendimento, CASTELLAR defende que o que se busca proteger com a incriminação da conduta do agente que utiliza informação privilegiada é a manutenção da posição de igualdade entre os investidores. Se tal situação não se configurar, haverá a perda de confiança no mercado:

Assim, a partir do momento em que alguém se utiliza de informação privilegiada, estará traindo a confiança que o conjunto de investidores

²⁹⁹ EIZIRIK, Ob. Cit., p. 557.

³⁰⁰ COSTA e RAMOS, Ob. Cit., p. 59.

³⁰¹ COSTA e RAMOS, Ob. Cit., p. 37.

*depositou no mercado de capitais, no mesmo passo que obterá vantagem econômica em prejuízo dos demais*³⁰².

Como já afirmado, as Diretivas do Conselho da União Européia recomendava aos Estados-membros a adoção de medidas repressivas no intuito de barrar a utilização de informação privilegiada no mercado de valores a fim de que fosse garantida justamente a confiança dos investidores a partir de condições de igualdade³⁰³.

Conclui-se, portanto, que a tutela penal não busca proteger direitos individuais negociados no mercado de valores, mas sim interesses coletivos, representados pela confiança³⁰⁴ que todos os investidores depositam nesse mercado, o que só pode ser alcançado por meio da igualdade de acesso às informações.

Desse modo, conclui-se que os bens jurídicos protegidos pelo crime de *insider trading* são a igualdade de informações e a confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários.

³⁰² CASTELLAR, Ob. Cit., p. 107.

³⁰³ MUÑIZ e PRATS, Ob. Cit., p. 1444.

³⁰⁴ A respeito da confiança como bem jurídico protegido pelo crime de insider trading, oportuno observar o posicionamento de INIESTA: “Em resumen, la protección de la confianza deberá obtener las debidas garantías ante situaciones privilegiadas por parte de sujetos en disposición de la misma y por ello es y debe ser el bien jurídico protegido. La forma de proteger al mercado y al inversor es a través de una normativa que encuentra su razón lógica en la prohibición de comportamientos abusivos, es decir, a través de una normativa que eleva la confianza en el mercado a su razón de ser”. INIESTA, Ob. Cit., p. 296.

4 – DIREITO PENAL ECONÔMICO E O CRIME DE *INSIDER TRADING*

4.1 – Breve Introdução a respeito do Direito Penal Econômico

O crime de *insider trading* não integra os crimes que compõem o Direito Penal Clássico, aqueles já conhecidos de longa data pela sociedade, representados, por exemplo, pelos crimes de homicídio, furto, estelionato, entre outros.

O *insider trading* faz parte do chamado Direito Penal Econômico, assim como o crime de lavagem de dinheiro, a sonegação tributária, os crimes contra o Sistema Financeiro Nacional, entre outros. A principal diferença entre esses delitos e os que compõem o Direito Penal Clássico consiste em que os primeiros atingem a coletividade ao passo que os segundos atingem um determinado indivíduo, apresentando pessoas específicas como vítimas.

Na maioria das vezes, nos crimes econômicos verifica-se a agressão a bens comuns. A conduta praticada pelo *insider trading*, por exemplo, não atinge um único interesse e sim o interesse de todos os cidadãos e, principalmente, daqueles investidores no mercado de capitais, apresentando, portanto, consequências difusas.

Em razão disso, pode-se aduzir que os crimes econômicos não lesionam vítimas previamente determinadas, ao contrário, atingem bens jurídicos supra-individuais³⁰⁵, vagos, genéricos e difusos, não permitindo uma identificação com o indivíduo³⁰⁶.

³⁰⁵ HASSEMER, Winifried. Perspectiva de uma Moderna Política Criminal. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. Ano 02. Nº. 8. out./dez. 1994, p. 45: “A criminalidade moderna transcende os direitos individuais universais, não é o corpo, a vida, a liberdade, a honra, o patrimônio das pessoas como falava o Direito Penal Clássico, mas a capacidade funcional do mercado de subsídios, por exemplo, no caso das fraudes ao subsídio: a saúde pública nos casos dos produtos farmacêuticos, a capacidade funcional das bolsas. Esses são os bens jurídicos da criminalidade moderna e do Direito Penal Moderno. São bens jurídicos supra –individuais, são universais e são vagos, muito vagos, muito genéricos. Saúde pública, capacidade funcional do sistema de subsídios, capacidade funcional das bolsas, isso do ponto de vista do conteúdo praticamente, nada diz”.

³⁰⁶ CAMARGO, Antônio Luis Chave. *Crimes Econômicos e Imputação Objetiva*. Direito Penal Especial, Processual Penal e Direitos Fundamentais. Visão Luso-Brasileira. COSTA, José Faria, SILVA, Marco Antônio Marques (coords.). São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006, p. 265 : “Além dos bens jurídicos individuais, que o Direito Penal econômico procura proteger, surge, também, um bem jurídico de caráter

FIGUEIREDO DIAS³⁰⁷ diferencia a ofensa a bens jurídicos no Direito Penal Geral e no Direito Penal Econômico. A ofensa a bens jurídicos no Direito Penal Geral, segundo o autor, está relacionada ao livre desenvolvimento da personalidade de cada homem como tal. A ofensa a bens jurídicos no Direito Penal Econômico refere-se à atuação da personalidade do homem como fenômeno social.

O professor português assevera ainda que “os bens jurídicos do direito penal econômico surgem como concretização dos valores ligados aos direitos sociais e à organização econômica contidos ou pressupostos na Constituição”.

PALAZZO³⁰⁸, por sua vez, qualifica os bens jurídicos protegidos pelo Direito Penal Econômico como artificiais, uma vez que os sujeitos inseridos nos meios econômicos, industriais e comerciais são os que estão mais sujeitos ao “risco penal”³⁰⁹. O autor acrescenta que a artificialidade dos bens jurídicos protegidos pelo Direito Penal Econômico assegura que as disposições penais acabem contendo menos normas de comportamento e mais normas de organização.

CHAVES DE CAMARGO³¹⁰ relaciona o surgimento da proteção aos bens jurídicos do Direito Penal Econômico com os problemas surgidos na chamada sociedade de risco, desconhecidos do Direito Penal Clássico. O autor menciona a evolução da ofensividade do agente: inicialmente a ação desenvolvia-se em um contexto individual, depois passou a atuar como “uma ação coletiva, inter-pessoal, supra-individual, atingindo de forma anônima os bens individuais e coletivos”.

mais amplo, genérico e que não permite a identificação com o indivíduo, nem mesmo com um grupo de indivíduos, expressam a generalidade de pessoas, o que se denomina bens supra-individuais”.

³⁰⁷ DIAS, Jorge de Figueiredo. *Breves Considerações sobre o Fundamento, o Sentido e a Aplicação das Penas em Direito Penal Econômico*. Direito Penal Especial, Processual Penal e Direitos Fundamentais. Visão Luso-Brasileira. COSTA, José Faria, SILVA, Marco Antônio Marques (coords.). São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006, p. 63.

³⁰⁸ PALAZZO, Francesco. *Direito Penal e Sociedade Tecnológica: Princípios em crise e reformas esperadas. Fascículos Penais*. Ano 6. Vol. 6. Nº. 01, jan./mar.1993, p. 37.

³⁰⁹ PALAZZO, Ob. Cit., p. 37: “o risco penal mantém uma alta taxa de aleatoriedade, devido ao fato que elevadíssimo número de disposições vigentes, e consequentemente de violações cometidas, entrega a eficiência e a efetividade do sistema repressivo à causalidade dos controles por amostragem ou ativados de modo nem sempre transparente e objetivo”.

³¹⁰ CAMARGO, Ob. Cit., p. 263.

Segundo o referido autor³¹¹, o único modo de responsabilizar o agente por crime econômico é por meio da imputação objetiva, considerando que será crime econômico quando estiver presente um risco não permitido, o que se dará com a proteção de bens jurídicos supra-individuais, que terá atuação sobre os crimes de perigo abstrato.

Assim, o autor defende que a imputação objetiva (criação ou incremento do risco) será responsável pela aproximação da norma à realidade social, permitindo a análise dos casos concretos. Diante disso, de acordo com o risco permitido, o crime estará ou não configurado, devendo-se atentar para as circunstâncias sociais de ocorrência dos fatos. Segundo o autor, “não há, portanto, qualquer possibilidade de conceituar, aprioristicamente, quais são os riscos permitidos num contexto social, afastando-se, também, qualquer cientificidade dogmática à jurisprudência”.

BAJO FERNANDEZ³¹² define direito penal econômico como o conjunto de normas jurídico-penais que protegem a ordem econômica. O autor aduz ainda que o direito penal econômico pode ser entendido tanto em sentido estrito, quanto em sentido amplo.

O primeiro é definindo como conjunto de normas jurídico-penais que protegem a ordem econômica entendida como regulação jurídica do intervencionismo estatal na economia³¹³. O segundo é definido também como conjunto de normas jurídico-penais que protegem a ordem econômica, entretanto, essa é entendida como regulação jurídica da produção, distribuição e consumo de bens e serviços³¹⁴.

O referido autor acrescenta que o Direito Penal Econômico é uma subárea do Direito Penal que apresenta normas jurídicas com o intuito de regulamentar as relações existentes entre os agentes econômicos e o Estado, a fim de limitar a “intervenção estatal na economia pela tutela penal e preservar as liberdades individuais decorrentes das

³¹¹ CAMARGO, Ob. Cit., p. 268-269.

³¹² BAJO FERNANDEZ, Miguel. Concepto y Contenido del Derecho Penal Económico. *In Estudios de Derecho Penal Económico*. Caracas: Livrosca, 2002, p. 03.

³¹³ BAJO FERNANDEZ, Ob. Cit., p. 05.

³¹⁴ BAJO FERNANDEZ, Ob. Cit., p. 07.

relações econômicas, característica esta que diferencia o conceito constitucional proposto dos demais formulados pela doutrina³¹⁵.

É comum valer-se da referida sociedade do risco para justificar a intervenção do direito penal na economia com a consequente criação do direito penal econômico. Segundo RENATO DE MELLO JORGE SILVEIRA³¹⁶, a teoria da sociedade de risco, pensada primeiramente pelo sociólogo Ulrich Beck, professor da Universidade de Munique, em 1986, tem a intenção de explicar questões da modernidade. Na visão de Beck, os riscos sociais surgidos na atualidade acabam demandando a interferência da esfera penal na área econômica.

A mencionada sociedade de risco é caracterizada pelas incertezas decorrentes do avanço tecnológico da era pós-industrial e pelas respostas sociais aceleradas, indicando uma crise gerada pela instabilidade da certeza e da racionalidade, o que acarreta a impressão de que o mundo globalizado está fora de controle. MARTA RODRIGUES DE ASSIS MACHADO³¹⁷ responsabiliza a própria modernização pelos riscos causados às condições básicas de vida da humanidade.

A referida autora³¹⁸ explica, ainda, que a característica essencial dos riscos da sociedade atual é que o resultado de cada processo verificado isoladamente não é dotado de relevância, mas a acumulação desses resultados acaba gerando dados alarmantes. Essa característica, na concepção da autora, constitui a base do Direito Penal Econômico.

Tomando como exemplo os crimes contra a ordem tributária, o valor que os cofres públicos deixarão de arrecadar em um único caso de sonegação fiscal de

³¹⁵ CALDEIRA, Felipe Machado. *A conformação constitucional do direito penal econômico e a impossibilidade de sobreposição de sanções administrativa e penal*. RBCCrim, ano 20, 95, maio/abril de 2012, p. 329.

³¹⁶ SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. *Direito Penal Econômico como Direito Penal de Perigo*. São Paulo: RT, 2006, p. 33.

³¹⁷ MACHADO, Marta Rodrigues de Assis. *Sociedade do Risco e Direito Penal. Uma avaliação de novas tendências político-criminais*. São Paulo: IBCCRIM, 2005, p. 36 e 39: “De maneira geral, quando os teóricos da sociedade do risco aludem ao risco como fenômeno social estrutural da sociedade contemporânea, estão pensando em riscos que têm suas causas e origens em decisões e comportamentos humanos, produzidos durante a manipulação dos avanços tecnológicos. Por estarem ligados à exploração e ao manejo das novas tecnologias (e.g., energia nuclear, produtos químicos, manejo de recursos alimentícios, tecnologia genética etc.), esses fenômenos são chamados de riscos ecológicos, artificiais, tecnológicos ou fabricados”.

³¹⁸ MACHADO, Marta, Ob. Cit., p. 47/48.

imposto de renda retido na fonte de pessoa física será ínfimo quando comparado ao total arrecadado. No entanto, a partir do momento que o ato de sonegação deixa de ser único e passa a ser reiteradamente praticado por diversos contribuintes, o rombo ao erário passará a ser consideravelmente contabilizado e o Direito Penal será chamado a intervir.

Como os riscos, de acordo com RENATO DE MELLO JORGE SILVEIRA³¹⁹, são representados pelas previsões e controles das ações humanas, que podem ou não serem controladas, a interferência do Direito Penal na economia acaba ocorrendo por meio da utilização de tipos penais de perigo, em geral, de perigo abstrato.

Compartilhando do mesmo entendimento, MARTA RODRIGUES DE ASSIS MACHADO³²⁰ argumenta que, em razão dos riscos existentes na sociedade atual poderem alcançar proporções gigantescas, justifica-se a aplicação do direito penal de perigo para tentar evitar certas lesões: “Daí porque se rejeita o modelo de direito penal de resultados, que atua, repressivamente, após a conformação do dano, sendo mais conveniente a antecipação da proteção penal a esferas anteriores ao dano e ao próprio perigo”.

4.2 – Histórico do surgimento do Direito Penal Econômico

TIEDMANN³²¹ aponta que é possível encontrar traços indicativos de existência do direito penal econômico já na antiguidade e na Idade Média. Delitos dotados dessa característica podiam ser encontrados com mais intensidade em tempos de crise, como meio de proteção do abuso de poder econômico.

Não há dúvidas, entretanto, que foi no século XX que o Direito Penal Econômico passou ser amplamente desenvolvido, o que ocorreu, principalmente, a partir da Primeira Guerra Mundial³²², em razão das dificuldades econômicas e sociais que acompanharam este período³²³.

³¹⁹ SILVEIRA, Ob. Cit., p. 41.

³²⁰ MACHADO, Marta, Ob. Cit., p. 96.

³²¹ TIEDMAN, Klaus. *Manual de Derecho Penal Económico. Parte general y especial*. Valência: Tirant lo Blanch, 2010, p. 61.

³²² “Na Europa, o desenvolvimento do Direito Penal Econômico ganhou destaque durante a Primeira Guerra Mundial, momento no qual foi desenvolvido um extenso acervo normativo de natureza econômico-

Contudo, é possível encontrar figuras típicas relacionadas ao direito penal econômico antes mesmo da 1ª Guerra Mundial. Em 1890, passou a vigorar o *Sherman Act*³²⁴, nos Estados Unidos, que punia criminalmente as pessoas envolvidas em práticas antitrustes.

A crise da Bolsa de Nova York, de 1929, também contribuiu para o desenvolvimento do Direito Penal Econômico. Tal fato pode ser comprovado com a edição da leis americana já mencionadas *Securities Act*, no ano de 1933, e a *Securities Exchange Act*, no ano de 1934.

O crescimento do Direito Penal Econômico está relacionado com o desenvolvimento do capitalismo e passou a ser investigado cientificamente com mais rigor a partir de 1940 e 1950, nos EUA. Em 1935, Morris introduziu no direito americano o termo “crimes of powerfull” (crimes de alta sociedade).

Em 1939, Sutherland³²⁵ utilizou pela primeira vez o conhecido termo “white collar crime” (crime do colarinho branco) em seu discurso na Sociedade Americana

administrativa para o controle da satisfação de necessidades econômicas da época. Ao término da Guerra, desenvolveu-se um amplo intervencionismo estatal na economia da Alemanha, transformando-se na base para um novo Direito Econômico (Industrial ou Econômico Moderno)”. CALDEIRA, Ob. Cit., p. 330.

³²³ “Perante a nova realidade, exigia-se a intervenção do Estado visceralmente ligada ao direito penal econômico, conferindo-lhe irremediavelmente um caráter instável e dinâmico e, justificando, por outro lado, a não imediata percepção da autonomia deste direito e dos bens por ele tutelados mas a sua confusão com as sanções administrativas. No dizer de KLAUS TIEDEMANN, até algumas décadas atrás, o direito penal econômico era entendido como uma reduzida parte do direito penal que reforçava com a intimidação penal o direito econômico administrativo, ou seja, o direito de direção e controle estatal da economia”. SOUSA, Susana Maria Aires. Direito Penal das Sociedades Comerciais: qual o bem jurídico. *Revista Portuguesa de Ciências Criminais*. n.1.v.12, 2002, p.54. No mesmo sentido: “El Derecho penal espanol en estos momentos se enmarca claramente dentro de las líneas económicas señaladas por el constitucionalismo del S.º XX, sobre todo a partir de la Primera Guerra Mundial, preocupado por las exigencias de justicia social em el orden econômico que va a establecer las bases Del nuevo intervencionismo estatal en la economia”. BAJO FERNÁNDEZ, Miguel. Derecho Penal Econômico: desarrollo econômico, proteccion penal y cuestiones político-criminales. *Estudios del Ministerio Fiscal*. Nº 1, Madri, 1995, p. 826.

³²⁴ Monopolização do comércio: A pessoa que monopolizar, ou tentar monopolizar, combinar ou conspirar com qualquer outra pessoa ou pessoas para monopolizar qualquer parte do comércio ou o comércio entre os diversos Estados, ou com nações estrangeiras, deverá ser considerada culpada de um crime, punido com multa não superior a 10 milhões dólares, se uma corporação, ou, se qualquer outra pessoa, a 350.000 dólares, ou com pena de prisão não superior a três anos, ou por ambos, a critério do tribunal. (Tradução livre). Disponível em: <http://www.stolaf.edu/people/becker/antitrust/statutes/sherman.html> - acesso em 09.07.11.

³²⁵ “Este sociólogo americano, analizaba este género de delincuencia describiéndola en torno a tres características esenciales, esto es: la Comisión de un delito, el alto nivel social de la clase a la que pertenece el autor y, la relación entre la infracción y la actividad profesional”. DÍEZ, Ob. Cit., p. 25.

de Sociologia. Esse termo refere-se aos empresários e executivos que, via de regra, vestem-se muito bem e utilizam camisas com colarinho branco³²⁶.

Na Alemanha³²⁷, o interesse mais acentuado pelo estudo do Direito Penal Econômico surgiu a partir da década de 70, mais especificadamente, em 1976, com a edição da primeira Lei de Combate aos Crimes Econômicos. Segundo TIEDMAN³²⁸, nessa época, a maior parte do Direito Penal Econômico já dependia de regulamentações extra-penais, pois os mandatos e as proibições já se encontravam em normas de conduta estranha à legislação penal.

BAJO FERNANDEZ³²⁹ aduz que o desenvolvimento do direito penal econômico, iniciado desde o começo do século passado, deve-se às transformações ideológicas e às modificações das relações econômicas, tais como aumento da industrialização, desenvolvimento das grandes cidades, tensão do tráfico monetários vividas nesse período.

Desde o surgimento do Direito Penal Econômico até os dias atuais, não há entre os pensadores do Direito Penal um consenso sobre a sua necessidade e efetividade. Há renomados autores que pregam com fervor a necessidade da intervenção do Direito Penal em setores da economia³³⁰, como é o caso do alemão Klaus Tiedmann, dos espanhóis Carlos Martinez-Buján Pérez e Juan Terradillo Basoco, e do português José de Faria Costa, todos mencionados nesse trabalho.

De outro lado, há autores que se opõem a essa forma de intervenção do Direito Penal na Economia. Winifried Hassemer³³¹, desde 1994, vem afirmando que “o Direito Penal é incapaz de solucionar os modernos problemas da criminalidade”. Em razão

³²⁶ “Essa modalidade criminoso vem em contraste com uma outra, notadamente aquela que lesiona os corpos das pessoas ou que atinge diretamente a sua propriedade privada (criminalidade esta que é bem mais palatável como espetáculo midiático) e que é praticada por classe social que usa em suas ocupações o “colarinho azul” (macacão de brim rústico), ou seja, operadores e demais trabalhadores braçais”. CASTELLAR, Ob. Cit., p. 2.

³²⁷ Hans Achenbach aponta as raízes do direito penal econômico na Alemanha no Império Alemão de 1871. ACHENBACH, Hans. Anotaciones sobre la Evolución del Derecho Penal Econômico en Alemanha. In *Estudios de Derecho Penal Econômico*. Caracas: Livrosca, 2002, p. 27.

³²⁸ TIEDMAN, Ob. Cit., p. 35. (tradução livre).

³²⁹ BAJO FERNANDEZ, Miguel. Concepto y Contenido del Derecho Penal Econômico, Ob. Cit., p. 04.

³³⁰ SOUZA, Luciano Anderson. *Direito Penal Econômico – Fundamentos, Limites e Alternativas*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 127.

³³¹ HASSEMER, Winifried. Perspectiva de uma Moderna Política Criminal. Ob. Cit., p. 41.

disso, o autor propôs um sistema mais eficaz na tentativa de solucionar a questão do Direito Penal Econômico, o chamado sistema de “Direito de Intervenção”.

Diante da distância sistemática e teleológica entre o Direito Penal Clássico e o Direito Penal Econômico, Fábio Martins de Andrade³³² afirma que é necessário repensar a própria aplicação do Direito Penal aos chamados delitos econômicos: “Diversos comportamentos sancionados criminalmente poderiam passar para outras órbitas de proteção (v.g. civil e administrativa)”.

Na sequência, serão apresentadas as críticas feitas recorrentemente pela doutrina aos delitos econômicos.

4.3 – Críticas ao atual modelo de Direito Penal Econômico

Desde 1991, SILVA SANCHEZ afirma que dizer que o Direito Penal está em crise é “autêntico lugar comum”³³³. De acordo com o professor espanhol, não é correto – “no mínimo, inexato” – alegar que a crise seja um fenômeno relacionado apenas ao Direito Penal Contemporâneo³³⁴. SCHÜNEMANN³³⁵, por sua vez, aponta a existência de uma crise de legitimidade do direito penal desde 1984.

Para SILVA SANCHEZ, o termo “crise” não deve ser entendido como algo negativo e sim como o “motor”³³⁶ que move a evolução do Direito Penal. Segundo o autor, desde o começo do século XXI vive-se a terceira crise da dogmática moderna do Direito Penal.

³³² ANDRADE, Fábio Martins. Uma Proposta de Adequação da Repressão aos Delitos de Direito Penal Econômico. Revista IOB Direito Penal e Processual Penal. Ano VI. N.º. 36. fev./mar. 2006, p. 66.

³³³ SILVA SANCHEZ, Jesús-Maria. *Aproximação ao Direito Penal Contemporâneo*. São Paulo: RT, 2011. (Direito e Ciências Afins; v. 07/coordenação Alice Bianchini, Luiz Flávio Gomes, Willian Terra de Oliveira), p. 29.

³³⁴ “A crise, em realidade, é algo congênito ao Direito Penal como conjunto normativo ou, pelo menos, resulta logo imanente ao Direito Penal moderno, surgido da ilustração e plasmado nos primeiros Estados de Direito. Neles, com efeito, a antinomia entre liberdade e segurança (expressa no âmbito penal na tensão prevenção e garantias, ou mesmo entre legalidade e política criminal), começa a não ser resolvida automaticamente em favor da segurança, da prevenção; assim, já se detecta um princípio de crise, de tensão interna que permanece em nossos dias”. SILVA SANCHEZ, Jesús-Maria. *Aproximação ao Direito Penal Contemporâneo*. Ob. Cit., p. 29.

³³⁵ SCHÜNEMANN, Bernd. *El Sistema Moderno del Derecho Penal. Cuestiones fundamentales*. Colección: Maestros del derecho penal, n.º 37. Montevideo-Buenos Aires: BdeF, 2012, p. XXVII.

³³⁶ SILVA SANCHEZ, Jesús-Maria. *Aproximação ao Direito Penal Contemporâneo*. Ob. Cit., p. 30.

De acordo com referido autor, a primeira crise ocorreu no final do século XIX, quando a escola clássica passou a ser fortemente criticada pela Direção Moderna e resultou na conhecida teoria do delito. A segunda crise ocorreu na década de 70, representada pelo debate travado entre o causalismo e o finalismo. A terceira e atual crise da dogmática moderna do Direito Penal tem como objeto a crítica a dogmática sistemática alemã³³⁷.

A dogmática sistemática alemã contribuiu de forma considerável para o expansionismo do “direito penal moderno”, que resultou na falta de sistematização verificada nos dias de hoje em relação ao Direito Penal Econômico.

Esse expansionismo do Direito Penal é responsável pelo aumento da proteção a bens jurídicos coletivos de natureza econômica³³⁸, da criação de crimes de perigo abstrato, pela antecipação da tutela dos bens jurídicos e pelo aumento de leis penais em branco, tudo em detrimento do princípio da intervenção mínima do Direito Penal.

O expansionismo do Direito Penal sobre diversos setores da economia é muitas vezes justificado por ser necessário para proteger a chamada sociedade de risco, mencionada acima. Essa teoria se desenvolveu mais fortemente na doutrina alemã, e tem como essência a antecipação da tutela do bem jurídico. BOTTINI³³⁹ define com precisão as características dessa sociedade:

O direito penal passa orientar os seus institutos à prevenção, à inibição de atividades, no momento antecedente à causação de um mal, antes da afetação do bem jurídico protegido. A norma penal visa reprimir comportamentos potencialmente danosos. O desvalor do resultado é substituído pelo desvalor da ação, o prejuízo concreto é substituído pela probabilidade de afetação de bens e interesses. Os tipos penais deixam de abrigar a lesão em sua redação e direcionam seus elementos ao perigo, ao risco. Esta formatação possibilitou o desenvolvimento das estruturas que abrigam, hoje, o direito penal dos riscos, voltado para a

³³⁷ “En cambio, em la crisis del presente no se discute el Derecho penal. Éste, por el contrario, goza de una sorprendente reputación com instrumento de resolución de conflictos sociales. Más bien, parece que, si se critica la dogmatica sistemática de cuño alemán, ello es, precisamente – al menos, en parte – porque el notable refinamiento de ese modelo obstaculiza una aplicación más expeditiva de los enunciados legales jurídico-penales”. SILVA SANCHEZ, Jesús-Maria. *Tiempos de Derecho Penal*. Montevideo-Buenos Aires: BdeF, 2009, p. 27.

³³⁸ BASOCO, Juan Maria Terradillos. Sistema Penal Y Empresa. In *Nuevas Tendências en Derecho Penal Económico*. Cadiz: Universidad de Cadiz, 2008, p. 20.

³³⁹ BOTTINI, Pierpaolo Cruz. *Crimes de Perigo Abstrato*. 2ª ed. São Paulo: RT, 2010, p. 88.

inibição de ações arriscadas, independente de suas consequências concretas.

Nota-se que, passado aproximadamente um século do início do desenvolvimento do direito penal econômico, volta-se a pregar um novo intervencionismo do Estado na economia e na esfera penal por meio de criminalização de condutas que não lesem o bem jurídico protegido, mas que apenas o coloquem em perigo, representados pelos delitos de perigo abstrato³⁴⁰.

Nesse sentido, AIRES DE SOUSA³⁴¹ aduz que, atualmente, o direito penal econômico tem como critério definidor a autonomia de seus bens jurídicos tutelados, baseando-se principalmente em bens jurídicos supra-individuais, sociais ou coletivos. Tal fato faz com que surjam com “frequência o privilegiar do perigo da conduta face à lesão efectiva do bem jurídico”.

Diante disso, o Direito penal econômico passa a ter como característica delitos de perigo, sobretudo o de perigo abstrato³⁴², que não exigem lesão ao bem jurídico. Basta colocá-lo em perigo para a conduta se subsumir ao tipo penal. Deve-se acrescentar que a constitucionalidade desses delitos é fortemente questionada pela doutrina nacional e estrangeira³⁴³.

³⁴⁰ “Se pueden reivindicar los tipos de peligro cuando se piensa que peligro supone probabilidad de un mal. Un mal que, en Derecho Penal, ha de ser afectación tangible a un bien jurídico. Lo que lleva a negar la admisibilidad de esos delitos de desobediencia o de inmoralidad, a los que asigna, ante la ausencia de bien jurídico susceptible de lesión, la etiqueta de peligro para ocultar que no peligra nada. De este modo, el concepto de peligro acota el ámbito típico con más claridad que el resultado lesivo en ciertos delitos que por construirse sobre bienes jurídicos vagos, no descritos sino aludidos, abstractos por indeterminables, terminan por criminalizar infracciones ayunas de ofensividad. Se lesiona lo que no existe o no es penalmente relevante”. BASOCO, Ob. Cit., p. 28.

³⁴¹ SOUSA, Susana, Ob. Cit., p.55.

³⁴² “O tipo de perigo abstrato é a técnica utilizada pelo legislador para atribuir a qualidade de crime a determinadas condutas, independentemente de um resultado externo. Trata-se de prescrição normativa cuja completude se restringe à ação, ao comportamento descrito no tipo, sem nenhuma referência aos efeitos exteriores do ato, ao contrário do que ocorre com os delitos de lesão ou de perigo concreto”. BOTTINI, Ob. Cit., p 113.

³⁴³ “Por el contrario, el derecho penal moderno, especialmente el derecho penal económico, há favorecido una clase de delito completamente distinta, que no se ocupa de la decisión de un bien jurídico sino sólo de su puesta en peligro. De ello se extrae el principal problema constitucional de los delitos de peligro: es decir, el problema de su legitimación, su compatibilidad con el principio de protección del bien jurídico”. SCHÜNEMANN, Bernard. *La estructura de los delitos de peligro abstracto y abstracto concreto como modelo de derecho penal económico moderno*. Cuestiones actuales del sistema penal: crisis y desafíos. Ara Editores. p. 13:

Como bem afirma GRECO, os problemas do crime de perigo abstrato são manifestos: “se proíbe e se pune um comportamento, sem que qualquer bem jurídico seja lesionado ou mesmo exposto a real perigo”³⁴⁴. Ainda, de acordo com o autor: “a prova da causalidade e do resultado torna-se desnecessária, em princípio basta a mera prática da conduta descrita para que se incorra na sanção”³⁴⁵.

Esse sistema transmite à sociedade a falsa impressão que os delitos são realmente punidos³⁴⁶. A respeito, SCHÜNEMANN³⁴⁷ sustenta que os delitos de perigo abstrato são o protótipo de direito penal moderno, utilizados pelo Estado intervencionista como um mero simbolismo, com a intenção de suavizar a inseguranças e o medo da moderna sociedade do risco através de precárias soluções aparentes.

Ainda, a respeito da crítica formulada à nova sociedade de risco, deve-se observar o posicionamento do professor português FIGUEIREDO DIAS:

*Por mais que se antecipe a tutela de bens jurídicos – como sempre se fez através da punição da tentativa e hoje cada vez mais se faz com a proliferação do direito penal do perigo ou do risco e o cortejo, a cada momento aumentado, dos crimes de perigo (concreto, abstrato-concreto e puramente abstrato) - tal não é bastante para assegurar efetivamente o cumprimento eficaz da função do direito penal na sociedade dos nossos dias. Esta seria caracterizadamente uma “sociedade de perigo” ou do “risco” (a famosa Risikogesellschaft de que fala o sociólogo Beck), à qual se revelaria absolutamente inadequado um direito penal unicamente legitimado por uma função de tutela de bens jurídicos, ainda de cariz individualista e liberal indisfarçável*³⁴⁸.

Segundo esse autor, abandonar a função do direito penal de proteger bens jurídicos, como defende o atual modelo de sociedade de risco, seria reconhecer o

³⁴⁴ GRECO, Luís. *Modernização do Direito Penal, Bens jurídicos coletivos e crimes de perigo abstrato*. Rio de Janeiro: Lúmen Júris, 2011, p. 3.

³⁴⁵ GRECO, Ob. Cit., p. 4.

³⁴⁶ “El Derecho penal, así funcionalizado no es ya um Derecho secundário y garantista que representa la infranqueable barrera a la Política Criminal, sino que aparece instrumentalizado por ésta y por los fines preventivos generales con el consiguiente “peligro de que se asignen tareas” que luego, en la práctica, no puede cumplir, ofreciendo a la opinión pública unas perspectivas de solución a los problemas que no se verifican en la realidad”. VEGA, Dulce Maria Santana. *Funciones del derecho penal Y bienes jurídico-penales colectivos. Actualidade Penal. Revista Semanal Técnico-Jurídica de Derecho Penal*. Madrid: La Ley, 2001, p. 145.

³⁴⁷ SCHÜNEMANN, Bernard. *La estructura de los delitos de peligro abstracto y abstracto concreto como modelo de derecho penal económico moderno*. Cuestiones actuales del sistema penal: crisis y desafíos. Ara Editores. p. 19:

³⁴⁸ DIAS, Figueiredo – *Questões fundamentais de direito penal revisitadas*. São Paulo: RT, 1999, p. 71.

direito penal como instrumento de governo desta sociedade. Seria considerar o direito penal como meio de alcançar as finalidades de governo. Em suas palavras, seria dotar o direito penal de “uma função promocional como meio de realização da política estatal, ainda no seio da sociedade mais extremadamente liberal”³⁴⁹.

FIGUEIREDO DIAS³⁵⁰ defende, ainda, que uma breve análise histórica comprova que a sociedade sempre foi de “risco”, talvez até mais do que é atualmente, e que não há, portanto, razão para se defender a proteção antecipada dos bens jurídicos, com o crescimento de crimes de perigo abstrato, defendida pelos propagadores da sociedade de risco.

No mesmo sentido, posiciona-se GONÇALO NICOLAU DE MELO BANDEIRA³⁵¹, o qual questiona se a sociedade contemporânea apresenta maior risco que as sociedades passadas, como a da idade-media, com sua curta esperança de vida, ou a da idade da cavernas, ou ainda que qualquer outra civilização existente em qualquer lugar do planeta. O referido autor conclui que não se deve regredir nas árduas conquistas da humanidade e “guilhotinar” a idéia do direito penal como meio de proteção de direitos fundamentais para transformá-lo em instrumento de governo da sociedade. Conclui o autor:

Parece que o Direito penal do perigo se poderá transformar - ele mesmo – em grave perigo para conquistas do Direito Penal de garantia: são os riscos do próprio Direito Penal do risco.

³⁴⁹ DIAS, Figueiredo – *Questões fundamentais de direito penal revisitadas*. Ob. Cit., p. 72.

³⁵⁰ “Uma análise histórica equilibrada e livre de preconceitos conduzirá antes, muito provavelmente, à conclusão de que a sociedade sempre foi – e talvez mais do que hoje, e porventura será sempre – uma sociedade de risco. Não há por isso razão bastante para que hoje se advogue (ou resignadamente se suporte) o crescimento exponencial de proteções antecipadas de bens jurídicos – de que os crimes de perigo abstrato são o sinal mais evidente – até a um ponto em que o bem jurídico perde os seus contornos, se esfuma e, com isto, deixa completamente de exercer a sua função crítica como padrão de legitimação do direito “condito” e do condendo. (...) Depois, e decisivamente, ao direito penal não deve caber uma função promocional que o transforme, de direito – que historicamente sempre terá sido, mas que pelo menos seguramente o foi a partir da época das luzes – de proteção de direitos fundamentais, individuais e coletivos, em instrumento de governo da sociedade”. DIAS, Figueiredo – *Questões fundamentais de direito penal revisitadas*, Ob. Cit., p. 72.

³⁵¹ BANDEIRA, Gonçalo Nicolau Cerqueira Sopas de Melo. *O direito penal entre “Creutzfeldt e Gunther Jackobs”! ou O Direito penal (econômico) como tutela de bens jurídicos e a responsabilidade dos entes coletivos no seio da sociedade do Direito penal (da sociedade) do risco e do Direito Penal do inimigo*. Estudos Jurídicos Criminais (Coord. Luciano Nascimento Silva). Curitiba: Juruá, 2008, p. 86-87.

Como bem exposto por TOLEDO, viver é um risco. Não cabe ao direito penal tutelar todas as formas de lesão a bens jurídicos:

Mesmo em relação aos bens jurídico-penalmente protegidos, restringe o direito penal sua tutela a certas espécies e formas de lesão, real ou potencial. Viver é um risco permanente, seja na selva, entre insetos e animais agressivos, seja na cidade, por entre veículos, máquinas e toda sorte de inventos da técnica, que nos ameaçam de todos os lados. Não é missão do direito penal afastar de modo completo, todos esses riscos – o que seria de resto impossível – paralisando ou impedindo o desenvolvimento da vida moderna, tal como o homem, bem ou mal, a concebeu e construiu. Protegem-se, em suma, penalmente, certos bens jurídicos e, ainda assim, contra determinadas formas de agressão; não são todos os bens jurídicos contra todos os possíveis modos de agressão³⁵².

Desse modo, não se pode fechar os olhos para as características da sociedade atual, conhecida como “sociedade de risco”, diante das novas tecnologias, globalização, internet, e dos efeitos internacionais. No entanto, não se pode permitir que o Direito Penal passe a atuar, na maioria das vezes, de forma preventiva, com a utilização de crimes de perigo abstrato, na tentativa de evitar que novos delitos ocorram, sob o pretexto de se proteger gerações futuras.

Ademais, tem-se visto nos últimos tempos o alargamento do populismo punitivo³⁵³, representado de um lado pela ampliação acelerada da legislação penal e de outro, pelo aumento da gravidade das penas tradicionais e da intervenção policial “dentro e fora do processo penal”³⁵⁴. Com efeito, tal populismo acaba por restringir a liberdade do cidadão, no intuito de atender o clamor social pelo endurecimento do direito penal.

³⁵² TOLEDO, Francisco de Assis. *Princípios básicos de direito penal*. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 1994, p. 17.

³⁵³ Segundo GERARDO LANDROVE DÍAZ, “tal fenómeno, verdadero populismo punitivo, implica un permanente recurso al Derecho penal para hacer frente a determinados problemas sociales caracterizados, con frecuencia, por su repercusión mediática. Y estas políticas populistas responden a una ideología antidemocrática que inexorablemente gana terreno sin encontrar apenas resistencia. (...) Así, la demagogia y el electoralismo estabilizan, refuerzan y magnifican el miedo ya existente, incluso, lo propician para justificar – una y otra vez – la ampliación del Derecho penal hasta el punto de sustituir la Política Criminal a la Política social. Deliberadamente se aborda una utilización populista del derecho penal para generar en la opinión pública una imagen positiva de preocupación ante una determinada problemática social”. DÍAZ, Gerardo Landrove. *El nuevo Derecho Penal*. Monografías Tirant nº 639. Valencia: Tirant lo Blanch, 2009, p. 57.

³⁵⁴ SILVA SANCHEZ, Jesús-Maria. *Tiempos de Derecho Penal*. Ob. Cit., p. 19.

Outra característica que acompanha o atual expansionismo do Direito penal é a utilização cada vez mais frequente de normas penais em branco³⁵⁵. De acordo com DULCE MARÍA SANTANA VEGA³⁵⁶, o conceito de norma penal em branco surgiu na Alemanha em razão de sua estrutura federal, a fim de distribuir competência entre a Federação (bund) e os Estados Federados (länder).

Assim, tornou-se cada vez mais comum o legislador estabelecer o tipo penal com conteúdo que precisa ser preenchido por outras normais penais ou por normas administrativas. Na maioria das vezes, é necessário recorrer a normas administrativas para que seja possível a compreensão completa da norma incriminadora.

É exatamente essa situação que ocorre com o crime de *insider trading*. Apenas é possível saber o que é informação relevante, constante no tipo penal, após analisar o conteúdo das instruções normativas da CVM. Essa técnica utilizada pelo legislador demonstra certo esvaziamento do conceito penal e demonstra cada vez mais a acessoriedade administrativa desempenhada pelo direito penal, com a conseqüente punição de condutas que, no seu conteúdo, nada mais são do que infração administrativa.

Outra característica do chamado direito penal moderno, defendido pela atual sociedade do risco é a criação de delitos de acumulação³⁵⁷. Esses delitos considerados na sua individualidade não trazem conseqüências para o bem jurídico. No entanto, a soma de suas condutas individualizadas representa um perigo ao bem jurídico protegido.

É o que também ocorre com o crime de *insider trading*: Se apenas a ação de um agente que utiliza a informação privilegiada para obter vantagem indevida for levada em consideração, essa, isoladamente, não será capaz de afetar a igualdade e a

³⁵⁵ “A utilização das normas penais em branco não é novidade no ordenamento jurídico penal, mas a frequência e a forma com que esta técnica é empregada deve ser objeto de atenção, especialmente no que concerne aos princípios basilares do direito penal de um Estado Democrático de Direito”. BOTTINI, Ob. Cit., p. 96.

³⁵⁶ “Así, en aquellos casos en los que La Ley del Imperio (Código Penal de Reich) delegaba a los Länder, o incluso a los municipios, la concreción del supuesto de hecho con relación a un determinado tipo, esto se llevaba cabo mediante una ley en la que sólo se señalaba la pena a imponer. Esta técnica se utilizó más frecuentemente para faltas que para delitos”. VEGA, Dulce María Santana. *La Protección Penal de los Bienes Jurídicos Colectivos*. Dykinson, 2000, p. 212.

³⁵⁷ BECHARA, Ana Elisa Liberatore S. *Delitos de acumulação e racionalidade da intervenção penal*. Boletim IBCCRIM nº 208 - Março/2010.

confiança dos investidores no mercado de capitais. Entretanto, quando essa ação começa a ser praticada por diversos agentes ela passa a ter relevância penal.

Essa opção utilizada pelo legislador traz consequências negativas para os princípios da ofensividade e culpabilidade do direito penal, pois se pune a conduta do agente ainda que ela não traga nem mesmo potencial de risco ao bem jurídico tutelado. Nesse sentido é o posicionamento de BECHARA:

É justamente o que ocorre com os delitos de acumulação, cuja punição não atinge comportamentos concretamente ofensivos, buscando-se, ao invés, proteger a eficiência social de determinadas funções por meio do Direito Penal, o que soa ilegítimo em face dos princípios da ofensividade e da culpabilidade. Com efeito, se, no âmbito dos delitos cumulativos, a imputação do fato ao agente depende não de sua própria conduta, por si inofensiva, e sim de contribuições alheias, a reprovação penal está a infringir abertamente os limites de um Direito Penal garantista, que atribui responsabilidade pela criação pessoal de riscos penalmente relevantes.

Essas são algumas das críticas que podem ser feitas ao atual Direito Penal Econômico, todas aplicáveis ao modelo do crime de *insider trading* vigente no Brasil. Na sequência, tratar-se-á da forma como o mercado de capitais poderia ser melhor protegido sem que o direito penal precisasse se valer dessas características que ofendem princípios garantistas do direito penal.

4.4 - Ineficiência da utilização da esfera penal para proteger de forma eficaz os delitos da moderna criminalidade econômica

Como visto acima, o desenvolvimento da sociedade fez surgir novas questões, anteriormente alheias ao Direito Penal. Graças ao forte intervencionismo do Estado na economia, condutas que atingiam a ordem econômica passaram a ser também tuteladas pelo chamado Direito Penal Econômico, de forma desenfreada.

Em diversas situações o Direito Penal foi chamado a intervir em razão da falência do Estado em regulamentar determinadas condutas por outros ramos do Direito. Tal situação pode ser verificada na maioria dos delitos tutelados pelo Direito Penal Econômico, entre eles podem-se citar os crimes contra a ordem tributária, contra o meio

ambiente, contra o Sistema Financeiro Nacional, contra o Mercado de Capitais, entre outros.

Ocorre que, além das críticas constantes no item acima que demonstra a ofensa a diversos princípios do direito penal acarretada pela interferência desastrosa desse em diversos setores da economia, os delitos acima mencionados são ainda julgados previamente ou concomitantemente por um órgão administrativo.

Em alguns casos, como nos delitos tributários, a esfera penal só pode ter início após o término do processo administrativo. De acordo com o posicionamento adotado pelo Supremo Tribunal Federal³⁵⁸, o elemento normativo do artigo 1º da Lei 8.137/90 só será fixado após o esaurimento da esfera administrativa.

Já em outros, percebe-se uma enorme confusão por parte das autoridades judiciárias, que acabam a cada vez adotando determinada posição, de acordo com o que melhor lhe convêm no caso concreto.

Vê-se, com isso, a clara utilização de pesos e medidas diferentes para situações que deveriam, ao menos em tese, guardar a mesma lógica. Nesse sentido, deve-se considerar ainda que o princípio constitucional da presunção de inocência pode ser duramente atingido pelo prévio julgamento do órgão administrativo em relação à esfera criminal.

Apesar de todas as garantias e especificidades para uma condenação na esfera penal, não se pode ingenuamente imaginar que um juiz ao receber um processo administrativo condenatório se sentirá à vontade para absolver um sujeito acusado por crime econômico. Afinal, o órgão técnico, que tem conhecimentos específicos sobre

³⁵⁸ AÇÃO PENAL. Crime tributário, ou crime contra a ordem tributária. Art. 1º, I e II, da Lei nº 8.137/90. Delito material. Tributo. Processo administrativo. Suspensão por decisão do Conselho de Contribuintes. Crédito tributário juridicamente inexistente. *Falta irremediável de elemento normativo do tipo*. Crime que se não tipificou. Condenação. Inadmissibilidade. Absolvição decretada. HC concedido para esse fim. Precedentes. Não se tipificando crime tributário sem o lançamento fiscal definitivo, não se justifica pendência de ação penal, nem a fortiori condenação a esse título, quando está suspenso o procedimento administrativo por decisão do Conselho de Contribuintes. (STF, HC 86236, Relator(a): Min. CEZAR PELUSO, Segunda Turma, julgado em 02/06/2009, DJe-118 DIVULG 25-06-2009 PUBLIC 26-06-2009 EMENT VOL-02366-01 PP-00197 RTFP v. 17, n. 88, 2009, p. 312-317).

determinado assunto, concluiu que o acusado praticou a irregularidade administrativa também considerada ilícito penal.

E mais. Até nos casos em que não há uma decisão condenatória no procedimento administrativo, mas que foram assinados Termos de Compromisso, em relação aos crimes de *insider trading*, ou Termos de Ajustamento de Conduta, em relação aos crimes ambientais, podem ter efeitos negativos na instância criminal, apesar de haver previsão expressa de que estes termos não configuram assunção de culpa.

Diante disso, muitas vezes, a esfera criminal acaba simplesmente homologando o resultado da decisão proferida pela esfera administrativa, como exemplo, podem-se citar decisões proferidas pelo IBAMA, pela ANVISA, e pela CVM.

Tal circunstância demonstra que o Direito Penal não está ainda preparado, para julgar ilícitos administrativos, como querem os defensores do expansionismo do Direito Penal. Isso, obviamente, não significa que os bens tutelados por estes ilícitos administrativos não sejam dignos de tutela penal. Não há dúvida de que são bens extremamente caros à sociedade.

Ocorre que, além de a dupla persecução pelas esferas administrativa e penal configurar um excesso em relação ao cidadão, conforme mencionado acima, a esfera criminal não tem meios eficientes de tutelar estes bens jurídicos.

Importante ressaltar que o fato de determinado bem jurídico ser tutelado pela esfera penal ou pela esfera administrativa não está, necessariamente, relacionada com a sua importância na escala de hierarquia dos bens jurídicos, admitida pelo Direito Penal. Ao contrário, estes bens são tão importantes para a sociedade que o que se busca é sua proteção da forma mais eficaz, seja ela pela esfera penal ou administrativa.

De acordo com REALE JÚNIOR³⁵⁹, a escolha pela esfera penal ou pela esfera administrativa nada tem a ver com a importância do bem jurídico, revelando-se

³⁵⁹ REALE JÚNIOR, Miguel. Despenalização no direito penal econômico: uma terceira via entre o crime e a infração administrativa? *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. São Paulo. v. 7. nº. 28. out./dez.1999, p. 122.

como escolha de política criminal de qual o caminho mais eficaz para alcançar os fins preventivos e retributivos de um direito penal que se faz cada vez mais único. Segundo ele, “Trata-se, portanto, de um problema de eficácia social, e não de uma questão de diversidade axiológica”.

REALE FERRARI³⁶⁰, defensor da aplicação do Direito Administrativo Sancionador para determinadas modalidades de delitos econômicos, assevera que grande parte destas punições penais econômicas já estão protegidas por outras esferas do Direito, entre elas a privada e a administrativa.

Não se pode esquecer do caráter subsidiário do Direito Penal. Esse somente deve intervir quando os outros ramos do Direito já se mostraram ineficientes. EDUARDO CORREIA³⁶¹ afirma que a sanção penal somente deve ser utilizada quando outras sanções já tiverem se mostrado insuficientes ou inexecutáveis. Nas palavras do autor: “as sanções não penais utilizadas podem revestir várias modalidades e teremos um largo esquema de formas de combater a criminalidade econômica”.

No mesmo sentido, a respeito da necessidade da intervenção do direito penal nas infrações cometidos no âmbito econômico, INIESTA³⁶² aduz que esse somente deveria intervir quando as demais esferas (direito administrativo ou civil) não são suficientes para regular a convivência pacífica. Em razão do caráter fragmentário do direito penal, esse somente deve ser chamado a intervir quando os demais ramos do direito se demonstrarem insuficientes para proteger de forma adequada o bem jurídico protegido e quando a ordem econômica pode ser gravemente afetada.

Por isso, seria mais viável propor uma reestruturação da Ordem Administrativa do que insistir em uma enunciação desenfreada³⁶³ da legiferação penal,

³⁶⁰ FERRARI, Eduardo Reale. *Legislação Penal Antitruste: Direito Penal Econômico e sua Acepção Constitucional*. Direito Penal Especial, Processual Penal e Direitos Fundamentais. Visão Luso-Brasileira. COSTA, José Faria, SILVA Marco Antônio Marques (coords.). São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006, p. 586.

³⁶¹ CORREIA, Eduardo. Notas Críticas à Penalização de Atividades Econômicas. In *Direito Penal Econômico e Europeu*: Textos Doutrinários. V. I, Coimbra, Coimbra Editora, 1998, p. 368.

³⁶² INIESTA, Ob. Cit., p. 266.

³⁶³ Segundo Renato de Mello Jorge Silveira, nas duas últimas décadas o Direito Penal passou a cuidar de campos que eram antes tratados quase que exclusivamente pelo Direito Administrativo. Diante disso, o Direito Penal passou a utilizar de princípios administrativos para a tipificação criminal. Nas palavras do autor: “A consagração do chamado direito penal supra-individual, versando, basicamente, sobre interesses

evidenciada pelo populismo punitivo. Essa legislação desenfreada acaba acarretando o chamado direito penal simbólico, que é representado pelo binômio “impunidade-injustiça”, apresentado por MAURÍCIO ZANÓIDE DE MORAES³⁶⁴.

De acordo com esse autor, o Estado usará o seu maior instrumento de coerção sem alcançar o fim almejado, fazendo surgir dois tipos de decisões judiciais: (i) as que não chegarão a se concretizar, devido à ineficiência do direito penal, gerando a sensação de impunidade e (ii) as que aplicarão sanções altas demais para condutas que deveriam ser tuteladas por outros ramos do direito (administrativo ou civil), acarretando a sensação de injustiça.

Como bem afirmado por DULCE MARIA SANTANA VEGA, além de o direito penal simbólico ser justificado em razão de interesses políticos e econômicos³⁶⁵, este se centra em si mesmo, perdendo a capacidade de regular condutas de forma racional:

*En el derecho penal simbólico se pierden las necesarias referencias que suponen los principios fundadores jurídico-penales, convirtiéndose el Derecho Penal en referencia de si mismo. De hecho, se podría afirmar que la función simbólica es la negación del principio de intervención mínima de tal manera que por virtud de la función simbólica el Derecho penal pasa de ser la ultima ratio a convertirse en la prima ratio de la intervención estatal.*³⁶⁶

GRECO³⁶⁷ afirma que o direito penal simbólico é enganador, pois promete aquilo que sabe que não pode cumprir. De acordo com o autor, o direito penal

difusos – campo de incidência penal característico, entre outros detalhes, pela vagueza do bem jurídico, pela dificuldade da constatação do dano, pela antecipação da tutela penal – ampliou a necessidade de apoio administrativo para o perfazimento do crime. Trata-se, fundamentalmente, de uma multiplicação dos tipos com lastro não penal e, também, de uma acessoriedade administrativa cada vez maior”. SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. Das atuais relações entre o Direito Penal e o direito Administrativo. *Instituições de Direito Penal*. Basileu Garcia. São Paulo: Saraiva, 2008, (Coord. Maira Machado e Denise Garcia). p. 51

³⁶⁴ MORAES, Maurício Zanóide. *O problema da Tipicidade nos Crimes contra as Relações de consumo*. Direito Penal Empresarial. Heloísa Estelita Salomão (coord.). São Paulo: Dialética, 2001, p. 189-190.

³⁶⁵ “Determinadas situaciones de dificultad económica o la protección de concretos intereses económicos o políticos, motivam también reacciones simbólicas por parte del legislador. Esta modalidad de simbología se apreciado em la reciente historia legislativa española con relación a las reformas del delito fiscal, las cuales no se han llevado a cabo, en los diferentes extremos de las sucesivas modificaciones, ni por lógica jurídica, ni porque la sociedade lo demande, sino em atención a conveniencias gubernamentales de acuerdo a concretas coyunturas políticas pre o postedectorales. Así mesmo, este esquema de actuación parece haberse reproducido em el Código Penal de 1995 en la tipificación de los delitos societarios”. VEGA, Dulce Maria Santana. Funciones del derecho penal Y bienes jurídico-penales colectivos. Ob. Cit., p. 146.

³⁶⁶ VEGA, Dulce Maria Santana. Funciones del derecho penal Y bienes jurídico-penales colectivos. Ob. Cit., p. 146.

³⁶⁷ GRECO, Luís. Ob. Cit., p. 17.

moderno cada vez mais se distancia do modelo ideal para aproximar-se de um direito penal puramente simbólico.

Além de o Direito Penal simbólico não alcançar os fins desejados, revelando-se, portanto, ineficiente para tutelar diversos setores da sociedade, esse acaba por eleger algumas pessoas para serem alvo de sua atuação. No direito penal moderno pode-se citar como perseguidos os empresários, em clara configuração de direito penal do inimigo³⁶⁸.

No tocante aos crimes econômicos, esta seleção atualmente é bem nítida. Do mesmo modo que, num período anterior, pairava sob os sujeitos menos abastados a presunção de que seriam culpados de qualquer tipo de acusação. Atualmente, o empresário acusado de qualquer crime econômico senta-se no banco dos réus já com a presunção de culpa antes mesmo do início da instrução criminal.

Não se pretende dizer que o empresário é melhor do que qualquer outro cidadão e que por isso mereceria um tratamento diferenciado. Muito pelo contrário. Ambos devem ser julgados igualmente pelos supostos crimes que praticaram. As regras de direito penal e de processo penal, sobretudo o princípio da presunção de inocência, devem ser igualmente aplicadas a todos os cidadãos, independentemente de sua classe social, cor, ou situação econômica, a fim de não se caracterizar exemplo clássico de Direito Penal do Autor³⁶⁹ e não do Direito Penal do Fato, como prescreve o legislador pátrio.

³⁶⁸ A modernização do direito penal deu origem ao chamado Direito Penal do Inimigo, segundo o qual determinados sujeitos devem ser tratados como mera fonte de perigo, que devem ser neutralizados a qualquer preço. Segundo Crespo, o Direito Penal do Inimigo corresponde a uma involução lamentável, nas palavras do autor “el Derecho penal del enemigo puede caracterizar-se, entre otras notas, por un amplio adelantamiento de la punibilidad, la adopción de una perspectiva fundamentalmente prospectiva, un incremento notable de las penas, y la relajación o supresión de determinadas garantías procesales individuales”. Adiante, concluir o autor: “El Derecho Penal del enemigo es consecuencia, en mi opinión, entre otros factores, del uso simbólico del Derecho Penal (entendiendo por tal, com carácter general, aquel que persigue fines distintos a la protección de bienes jurídicos en el marco constitucional), y de la propia crisis del Estado Social”. CRESPO, Eduardo Demetrio. *Del Derecho Penal Liberal al Derecho Penal del Enemigo*. UNED. *Revista de Derecho Penal y Criminología*, 2ª Época, nº 14, 2004, p. 89 e ss.

³⁶⁹ “En la actuación simbólica del Derecho Penal hay una velada tendencia a generar tipos de autor. En efecto, uno de los modus operandi de la función simbólica, destructora de la opinión pública, consiste en crear y delimitar um enemigo público (las brujas, los contrabandistas, los subversivos, los narcotraficantes, los corruptos, los drogadictos, los okupas, los terroristas). La tentación hacia la penalización del autor ha sido constante en la evolución de la función simbólica del Derecho penal que la que no se há sustraído la práctica judicial, olvidando-se los postulados básicos del Derecho Penal que no son otros que el ideário liberal”. VEGA, Dulce Maria Santana. *Funciones del derecho penal y bienes jurídico-penales colectivos*. Ob. Cit., p. 150.

Posicionando-se de forma contrária à intervenção desenfreada do direito penal nos delitos praticados no âmbito do mercado de valores mobiliários, especialmente em relação ao crime de *insider trading*, ROSAL³⁷⁰ afirma com clareza:

En ese marco general no es de extrañar que los penalistas, por distintas razones, se suban al desbocado caballo de la represión con un buen paquete de artículos bajo el brazo, sustraído del Derecho administrativo que, estando en su sano juicio, es de donde nunca debieran haber salido, si se pretende ser coherente con un Derecho Penal que sea fiel reflejo de un Estado social y democrático de Derecho. (...) Posteriormente, el anterior pensamiento suena a música celestial interpretando como principio de última ratio, de fragmentariedad del Derecho penal o más prosaicamente, como se dice a veces, de intervención mínima, de manera falaz, por que acto seguido se produce y se ha producido una brutal expansión de Derecho Penal represivo que niega la idea de proporcionalidad y, diría yo, de civilidad de la persona del siglo XXI o al menos que ésta se le pueda exigir.

Percebe-se, pois, que além de algumas condutas criminalizadas pelo Direito Penal Econômico, entre eles a utilização indevida de informação privilegiada, ofender os princípios limitadores da ofensividade ao bem jurídico penal, da fragmentariedade e da subsidiariedade penal, revestem-se de caráter simbólico, e não protegem adequadamente o bem jurídico protegido, ou configuram um excesso em relação ao cidadão.

³⁷⁰ ROSAL, Manuel Cobo del. Prólogo ao livro *Un concreto aspecto del llamado Derecho Penal económico: los delitos bursátiles*. De Manuel Quintanar Díez. Madrid: CESEJ Ediciones, 2006, p. 9.

5 – DIREITO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR E O CRIME DE *INSIDER TRADING*

5.1 – Introdução ao Direito Administrativo Sancionador

A expansão do Direito Penal Moderno acarretou o aumento desenfreado de condutas punidas administrativamente que passaram a ser punidas também pela esfera penal. Isso ocorreu principalmente nos crimes econômicos, conforme destacado acima. Verificou-se, assim, o incremento de tipos penais que contemplam infrações administrativas, evidenciando patente falta de racionalidade legislativa.

Essas infrações administrativas são julgadas por meio do Direito Administrativo Sancionador, aplicado por um órgão da administração pública, ligado ao Poder Executivo, e não pelo Poder Judiciário. Há uma evidente divisão de poderes estatais entre os órgãos que julgam essas infrações.

Inicialmente, uma crítica que pode ser tecida ao julgamento de infrações administrativas pelo órgão da administração reside no fato de ser exatamente o mesmo órgão que legisla, ou seja, o órgão que tem poder normativo, que institui a infração administração e a sua sanção correspondente, que julga a conduta praticada pelo cidadão³⁷¹. Tal situação não ocorre com as infrações penais que são instituídas pelo Poder Legislativo e julgadas pelo Poder Judiciário.

As penas aplicadas pela administração têm, em regra, caráter pecuniário³⁷², constituindo-se, na maioria das vezes, em pena de multa. Além da pena

³⁷¹ A respeito do estabelecimento do ilícito e da aplicação de sanção pela esfera administrativa, vale observar o posicionamento de CASTELAR: “não há no Brasil a exigência constitucional no sentido de que as infrações administrativas sejam previstas em leis anteriores (princípio da reserva legal), sendo suficiente que resoluções, instruções ou circulares estabeleçam os tipos de infração, significando dizer que ficará ao alvedrio da administração o estabelecimento dos ilícitos e das penas a que sujeitará os seus administrados, tornando o quadro geral da apuração e julgamento das infrações administrativas demasiado temerário, pois, como dissemos no tópico de introdução desse trabalho, não se exige no processo administrativo sancionador a obediência a ritos sacramentais e formas rígidas, mitigando-se, neste âmbito, garantias constitucionais asseguradas com mais amplitude no processo penal”. CASTELLAR, Ob. Cit., p. 22.

³⁷² De acordo com a redação do artigo 68 da Lei Federal nº 9.784/1999, a qual regula o processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal: “as sanções, a serem aplicadas por autoridade competente, terão natureza pecuniária ou consistirão em obrigação de fazer ou de não fazer, assegurado sempre o direito de defesa”.

pecuniária, a administração pode ainda aplicar outros tipos de pena, tais como interdição de direitos, suspensão de atividades, todas relacionadas à obrigação de fazer ou não fazer.

A pena privativa de liberdade, por seu turno, só pode ser imposta por meio do direito penal, com atuação do poder judicial. Deve-se destacar, entretanto, que é possível verificar a imposição de multas muito pesadas pela esfera administrativa sem que seja observado o devido processo legal, em clara ofensa às garantias detidas pelos cidadãos³⁷³.

Tal situação contribui para a criação de uma “fraude de etiquetas”, de acordo com CASERMEIRO³⁷⁴.

TOMILLO e RUBIALES³⁷⁵ ponderam que a pena privativa de liberdade nem sempre é a pena mais gravosa possível de ser aplicada ao cidadão. De acordo com os autores, a administração pode impor sanções tão ou mais gravosas que a pena de prisão ao, aplicar, por exemplo, a pena de inabilitação profissional. Considerando que o exercício da atividade profissional é essencial ao desenvolvimento do ser humano, a sua suspensão pode ser tão grave quanto à perda da liberdade. Argumentam os autores:

Desde nuestra perspectiva, en determinadas circunstancias cabe la posibilidad de que otras sanciones incidan mucho más negativamente en la esfera de los derechos individuales que la pena de prisión, por lo que merecen desde un punto de vista político criminal un nivel de garantías y controles en su imposición próximo al de la pena de prisión. (...) En una

³⁷³ A respeito da imposição da aplicação de multa desproporcional ao dano causado e em desrespeito às garantias individuais, no âmbito das sanções administrativas, oportuno observar os dizeres de LAURA ZUÑIGA RODRIGUEZ: “La legitimidad de un tal sistema sancionatorio administrativo más opresivo que el penal, por no estar sometido a los límites de las garantías sustanciales y procesales desarrolladas históricamente en el ámbito penal, ha sido denunciado por juristas de distinto signo (constitucionalistas, administrativistas, penalistas, procesalistas, principalmente) como un ataque a las bases mismas del Estado de Derecho, desde hace mucho tiempo”. RODRÍGUEZ, Laura Zuñiga. Relaciones entre Derecho Penal y Derecho Administrativo Sancionador. ¿Hacia una “Administrativización” del Derecho Penal o una “Penalización” del Derecho Administrativo Sancionador? *Homenaje al Dr. Marino Barbero Santos. In Memorian*. Vol. 1. MARTÍN, Adán Nieto (Coord.). Edição das Universidades de Castilla-La Mancha e Salamanca: Cuenca, 2001, p. 1418.

³⁷⁴ Obra Citada, p. 28.

³⁷⁵ TOMILLO, Manuel Gómez e RUBIALES, Íñigo Sanz. *Derecho Administrativo Sancionador. Parte General. Teoría y Práctica del Derecho Penal Administrativo*. 2ª ed. Navarra: Arazandi-Thomson Reuters, 2010, p. 62. Em sentido contrário, CASERMEIRO afirma que, com exceção das penas privativas de liberdade, que somente podem ser impostas pela esfera judicial, verifica-se que as penas impostas pela esfera administrativa (multa e privativas de outros direitos) são muitas vezes mais aflictivas do que as impostas pela esfera penal. CASERMEIRO, Pablo Rando. *La Distinción entre el Derecho Penal y el Derecho Administrativo Sancionador*. Un análisis de política jurídica. Tirant lo Blanch: Valencia, 2010, p. 28.

sociedad donde el trabajo representa un bien muy escaso, la pérdida de derecho a trabajar puede ser tan grave como la pérdida del derecho a libertad.

A clássica distinção entre direito penal e direito administrativo estabelece que ao Direito Penal cabe tutelar bens jurídicos individualizados, ao passo que ao direito administrativo sancionador cabe dar cumprimento aos mandamentos emitidos pela administração, que não tem, necessariamente, o dever de proteger bens jurídicos, mas sim de manter a ordem pública e o bem estar³⁷⁶.

No entanto, com já demonstrado, há autores, como REALE JÚNIOR, REALE FERRARI e LOBO DA COSTA que não concordam com essa distinção e consideram que tanto o direito administrativo quanto o direito penal tem a função de proteger bens jurídicos. A escolha de qual é o melhor meio para proteger determinado bem jurídico deve ser feita por meio da política criminal.

No entanto, não há consenso a respeito dessa distinção até os dias atuais. Como afirmado por CASERMEIRO³⁷⁷, a falta de delimitação entre o direito penal e o direito administrativo sancionador é um problema, que nos dias atuais a solução se faz extremamente necessária. Nas palavras do autor:

*la realidad demuestra que probablemente nunca hasta ahora los limites entre derecho penal y derecho administrativo sancionador han estado tan difuminados y, por tanto, tan necesitados de delimitación. (...) Tanto debido a la exapansión del ordenamento punitivo como a la falta de una relación coherente entre las ramas que lo integran, la distinción entre derecho penal y administrativo sancionador es hoy probablemente más necesaria que nunca: o se formula um conjunto de critérios claros para resolver su delimitación o está claro que no hay razón para mantener dos sistemas de control: ello produce más problemas que beneficios”.*³⁷⁸

³⁷⁶ CASTELLAR, Ob. Cit., p. 24.

³⁷⁷ CASERMEIRO, Ob. Cit., p. 24. Ainda no tocante à delimitação existente na Espanha, vale observar outro trecho desse mesmo autor: “Es cierto que desde la vuelta de la democracia a España hemos asistido a una progresiva aproximación entre ambos sectores sancionadores, pero el problema está muy lejos de haberse solucionado a día de hoy, si tenemos en cuenta que el legislador se encarga de deshacer, cada vez com mayor frecuencia, aquellos limites al poder sancionador de la administración que la jurisprudencia constitucional sienta con rotundidad”. p. 27.

³⁷⁸ CASERMIRO, Ob. Cit., p. 30.

O controle sancionador estatal tem sido estudado desde o início do século XIX³⁷⁹. A teoria do Direito Penal Administrativo (hoje denominado Direito Administrativo Sancionador³⁸⁰) surgiu na Alemanha, em 1902, com o jurista James Goldschmidt³⁸¹.

Desde Goldschmidt, tenta-se diferenciar as infrações administrativas dos injustos penais³⁸². Segundo CORREA LUZ, Goldschmidt e Marx Ernest Mayer procuravam identificar uma distinção entre o Direito Penal e o Direito Administrativo. De acordo com a teoria por eles pregada, ao Direito Penal caberia a proteção de bens jurídicos, ao passo que ao Direito Administrativo restaria a função de proteger o próprio funcionamento das estruturas do Estado³⁸³.

Na sequência, passou-se afirmar que entre o Direito Penal e o Direito Administrativo não existiria qualquer diferença qualitativa, mas sim e apenas uma diferença quantitativa³⁸⁴, cabendo ao direito penal tutelar sanções mais graves e ao direito administrativo as de menor intensidade.

³⁷⁹ CASERMIRO, Ob. Cit., p. 23. No mesmo sentido, HELENA REGINA LOBO DA COSTA afirma que na Alemanha, o assunto é debatido desde o século XIX, nas palavras da autora: “Em 1871, após uma discussão que não conseguiu distinguir com segurança o crime do ilícito de polícia (*Polizeiunrecht*), preferiu o legislador do Código Penal do Império considerar todas as condutas como delito, sem proceder a uma diferenciação entre ilícito penal e ilícito de polícia”. COSTA, Helena Regina Lobo. *Proteção Penal Ambiental: viabilidade, efetividade, tutela por outros ramos do direito*. São Paulo: RT, 2010, p. 192.

³⁸⁰ Como bem exposto por ALEANDRO NIETO, James Goldschmidt intitulou sua teoria de Direito Penal Administrativo. No entanto, na atualidade, utiliza-se o termo Direito Administrativo Sancionador. Ainda, de acordo com o autor: “La utilización de esta denominación implica, pues, una ruptura deliberada con concepciones del pasado: se abandonan los campos de la Policía y del Derecho Penal para asentarse en el Derecho Administrativo. La expresión adquiere así el valor de un emblema y de una confesión doctrinal”. NIETO, Alejandro. *Derecho Administrativo Sancionador*. 2ª ed. Madri: Tecnos, 1994, p. 178.

³⁸¹ “Com a sua obra *Verwaltungsstrafrecht*, publicada em 1902, abriu James Goldschmidt um novo ciclo na história do Direito Penal Administrativo, ciclo que só apressadamente se poderá considerar definitivamente encerrado. Na verdade, apesar de todas as mudanças de conteúdo e de perspectiva, o problema continua a equacionar-se tendo presentes algumas das coordenadas introduzidas por Goldschmidt”. COSTA ANDRADE, Manoel: *Contributo para o conceito de contra-ordenação (a experiência alemã)*. In *Direito Penal Econômico e Europeu: Textos Doutrinários*. V. I, Coimbra, 1998, p. 86.

³⁸² RODRÍGUEZ, Laura, Ob. Cit., p. 1418.

³⁸³ LUZ, Yuri Correa. O combate à corrupção entre o Direito Penal e Direito Administrativo Sancionador. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, nº 89, mar-abr 2011, p. 433.

³⁸⁴ “Neste registro, as normas de Direito Penal Administrativo passavam a ser vistas também como normas jurídicas, tais como as de Direito Penal, e não apenas meras regras estatais, fazendo então com que a ordem pública fosse, ela mesma, levada a condição de bem jurídico. Passou-se, assim, a entender que tanto a infração penal quanto a infração administrativa estariam violando conjunto de interesses juridicamente relevantes, o que fez com que tanto um ramo quanto o outro fossem vistos não como entidades qualitativamente diversas, mas sim como espécies de um *ius puniendi* geral, que se apresentaria apenas em diferentes intensidades, a depender do tipo de infração de que se tratava”. LUZ, Yuri, Ob. Cit., p. 435.

Contudo, o referido autor aduz que essa diferença quantitativa não se sustenta na medida em que o Direito Penal não deve ser entendido como hierarquicamente superior ao Direito Administrativo, uma vez que infrações de bagatela também são tratadas pelo Direito Penal, e condutas de alta e relevante lesividade também são reguladas pelo Direito Administrativo³⁸⁵.

No mesmo sentido posiciona-se LOBO DA COSTA³⁸⁶. Segundo a autora, apesar da doutrina majoritária defender que há uma distinção de graus entre os ilícitos (o ilícito administrativo tutelaria as lesões mais leves, enquanto o ilícito penal se encarregaria de cuidar das lesões mais graves), esta posição não deve prevalecer, pois há sanções administrativas de alta gravidade, com possibilidade de imposição de sanções inclusive mais severas que as sanções penais.

Ainda, de acordo com o posicionamento da referida autora³⁸⁷, não há distinção ontológica entre os ilícitos administrativos e penais. Se existe alguma distinção entre as condutas ela se verifica apenas no campo normativo:

Crime e ilícito administrativo são conceitos normativos e, obviamente, decorrem de um processo normativo, que encerra, sem dúvida, uma análise valorativa que é feita levando-se em consideração dados da realidade, mas que com eles não se confunde. Portanto, a definição normativa não é simples produto do arbítrio do legislador, mas depende do atendimento a princípios e regras, da valoração sobre a realidade, bem como de um juízo de eficiência, conveniência e proporcionalidade”

Justamente em obediência aos princípios da eficiência, conveniência e proporcionalidade que se questiona se a conduta praticada pelo *insider trading* deve ser também infração criminal, além de infração administrativa.

A respeito da administrativização do Direito Penal, é interessante observar o posicionamento de LAURA ZUÑIGA RODRIGUEZ³⁸⁸:

³⁸⁵ LUZ, Ob. Cit., p. 435.

³⁸⁶ COSTA, Helena Regina Lobo. O Sancionamento de Condutas entre a Judicialização e a Administrativização. *Estudos de Direito Público*. Centro de Pesquisa e Estudos Jurídicos de Mato Grosso do Sul. 1º ed. 2009, p. 564.

³⁸⁷ COSTA, Helena Regina Lobo. O Sancionamento de Condutas entre a Judicialização e a Administrativização. Ob. cit., p. 566. No mesmo sentido, posiciona-se ALEJANDRO NIETO na obra: *Derecho Administrativo Sancionador*. 2ª ed. Madri: Tecnos, 1994, p. 165.

No en vano se sostiene que estamos asistiendo a un Derecho Penal meramente sancionatorio, caracterizado porque la norma penal se configura como mero instrumento de cierre del sistema del control. Desconocer este hecho es desconocer la utilización de las nuevas técnicas de tipificación idóneas para configurar las infracciones de este orden, donde la sanción administrativa sería el instrumento directo de los destinatarios de la norma de conducta y la sanción penal el “brazo armado” de todo o sistema sancionatorio.

Não se pode olvidar que os delitos econômicos trazem grande prejuízo à sociedade como um todo, com grandes custos sociais e econômicos³⁸⁹, no entanto, utilizar o direito penal para punir qualquer conduta já proibida pela esfera administrativa parece não ser o sistema ideal, ainda mais em se tratando do crime de *insider trading*, uma vez que existe um órgão regulador dotado de poderes suficientes, no caso a CVM, para atuar na prevenção e repressão da prática de utilização indevida de informação privilegiada.

Dessa maneira, o direito penal³⁹⁰ deveria ocupar-se somente dos casos que realmente causem dano social reprovável, com atuação eficaz e não meramente simbólica, como bem destacado por INIESTA:

“Nos movemos en terrenos movedizos, donde los límites entre el ilícito penal y el administrativos no están nada claros, por lo que el jurista tiene aquí un papel decisivo sometiendo a crítica - tras una profunda meditación - los tipos penales y recomendando ao legislador la incorporación de otros nuevos sólo cuando sena estrictamente necesarios, so pena de perder el Derecho penal las funciones reales (básicamente de protección) que ha de cumplir, conduciéndole hacia la función simbólica, casi exclusiva, y perdiendo así fiabilidad y eficacia en la solución de problemas”³⁹¹.

³⁸⁸ RODRÍGUEZ, Laura Ob. Cit., p. 1422.

³⁸⁹ RODRÍGUEZ, Laura, Ob. Cit., p. 1421.

³⁹⁰ A respeito, relevante observar o posicionamento de Leonardo Alonso: “Em resumo, o direito penal deve levar em consideração – mormente quando da decisão acerca da criminalização de determinados comportamentos – além da dignidade do valor a ser tutelado, já que somente se legitima quando voltado à proteção dos valores mais relevantes em uma determinada sociedade, também sua aptidão. Deve-se responder, portanto, às seguintes perguntas: levando-se em consideração as consequências de seu uso, o direito penal é meio de intervenção adequado? Existem outras formas de intervenção, menos gravosas, que oferecem proteção mais ou igualmente efetiva àqueles bens jurídicos? Em resumo: o uso do direito penal é necessário naquele âmbito?”. ALONSO, Leonardo. *Crimes contra o Mercado de Capitais*. São Paulo. 2009. Dissertação de Mestrado defendida na Faculdade de Direito de São Paulo, sob orientação do Prof. Renato de Mello Jorge Silveira, p. 53

³⁹¹ INIESTA, Ob. Cit., p. XXIX (Introdução).

Para tanto, busca-se um sistema efetivamente eficaz ao ponto de garantir a igualdade de informações e a confiabilidade no mercado, sem que o cidadão seja punido duplamente pelo mesmo fato.

5. 2 – Possível configuração de *bis in idem* entre o ilícito administrativo e o penal

De acordo com o princípio do *non bis in idem*, ninguém pode ser punido duas vezes pelo mesmo fato, com o mesmo fundamento. Este princípio teve origem com o desenvolvimento da coisa julgada, no Direito Romano e está relacionado com o princípio da proporcionalidade³⁹².

Esse princípio passou a ser efetivamente aplicado em relação ao direito penal durante o Iluminismo, com a Revolução Francesa. CALDEIRA³⁹³ afirma que os acontecimentos ocorridos durante a revolução alteraram o quadro político e social da França, com alterações inclusive no sistema jurídico. Em razão disso, o princípio do *non bis in idem* foi introduzido na Constituição francesa de 1791, no Título III, Capítulo V, art. 9º.

Em outros países, esse princípio também foi introduzido na Constituição. Na Alemanha, o princípio do *non bis in idem* está previsto no artigo 103. Apesar da Constituição espanhola não consagrar expressamente o princípio, CALDEIRA³⁹⁴ aduz “trata-se de corolário lógico e necessário do princípio da legalidade, segundo a doutrina e a jurisprudência, com base no art. 25.1”. No entanto, a Constituição espanhola proíbe a cumulação de sanção penal e administrativa em matéria de meio ambiente em seu art. 45.3.

A importância no desenvolvimento do princípio do *non bis in idem* é evidenciado como meio de impedir a sobreposição de acusações sobre o mesmo fato, por isso, sob a perspectiva de um Estado Democrático de Direito, critica-se a aplicação da

³⁹² PUERTA, Luis-Roman. *Duplicidad Sancionadora, administrativa y penal, nom bis in idem*. MARTIN PALLÍN, José Antônio (Dir.). Extranjeros e derecho penal. p.38.

³⁹³ CALDEIRA, Ob. Cit., p. 338.

³⁹⁴ CALDEIRA, Ob. Cit., p. 340.

dupla punição para um mesmo fato por dois ramos distintos do Direito³⁹⁵ – direito administrativo e direito penal.

Nesse contexto, PUERTA³⁹⁶ afirma que o princípio do *non bis in idem* é um princípio geral de Direito, com aplicação em todos os âmbitos jurídicos nos quais se desenvolve o poder sancionador. TAVARES³⁹⁷ complementa argumentando que esse princípio:

assegura de per si, que ninguém será perseguido penalmente mais de uma vez por um mesmo fato. Mas não pára por aí a força de sua benigna extensão. Segundo profícua lição do Professor espanhol Zornoza Perez, “éste es el principio del derecho que excluye la posibilidad de que um mismo hecho sea sancionado en la via penal y en la via administrativa, en los casos em que se aprecie la identidad del sujeto, hecho e fundamento, sin existência de uma relación de supremacia especial de la Administración”.

Dessa maneira, entende-se que o princípio do *non bis in idem* contempla a tríplice identidade: sujeito, fato e fundamento. Assim, um mesmo sujeito não pode ser punido pelo mesmo, utilizando-se do mesmo fundamento. Entretanto, é exatamente isso que ocorre com a sanção administrativa imposta pela CVM e a sanção penal aplicada em decorrência da tipificação penal prevista no artigo 27-D da Lei 6.385/1976.

A infração administrativa está prevista no artigo 13 da Instrução Normativa nº 358/2002 da CVM, observando os preceitos do artigo 155, § 4º, da Lei das S.A., o qual prevê:

*Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:
§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.*

³⁹⁵ A respeito da dupla imposição de sanção ao mesmo fato, HELENA REGINA LOBO DA COSTA aduz que “a sobreposição de sistemas punitivos acarreta inúmeros questionamentos sobre o inter-relacionamento entre ambos, bem como sobre a dupla imposição de sanções por um mesmo fato. Esses problemas, que vinham sendo sistematicamente ignorados pelo direito brasileiro, em razão da tese da independência das instâncias, parecem estar recebendo maior atenção, o que certamente, levará a resposta de complexidade mais alta”. COSTA, Helena Regina Lobo. *Proteção Penal Ambiental: viabilidade, efetividade, tutela por outros ramos do direito*. São Paulo: RT, 2010, p. 184.

³⁹⁶ PUERTA, Ob. Cit., p.38.

³⁹⁷ TAVARES, Alexandre Macedo. As vias de repressão dos contribuintes (procedimento administrativo e processo penal) sob o prisma da garantia do *non bis in idem*. *Revista Dialética de Direito Tributário*. nº 138, 2007, p. 20.

que: Por sua vez, o artigo 13 da Instrução Normativa nº 358/2002 estabelece

Art. 13 - Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§ 1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

§ 2º Sem prejuízo do disposto no parágrafo anterior, a vedação do "caput" se aplica também aos administradores que se afastem da administração da companhia antes da divulgação pública de negócio ou fato iniciado durante seu período de gestão, e se estenderá pelo prazo de seis meses após o seu afastamento.

§ 3º A vedação do "caput" também prevalecerá: se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária; e em relação aos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores e membros do conselho de administração, sempre que estiver em curso a aquisição ou a alienação de ações de emissão da companhia pela própria companhia, suas controladas, coligadas ou outra sociedade sob controle comum, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim.

§ 4º Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no "caput" no período de 15 (quinze) dias anterior à divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP e IAN) da companhia.

§ 5º As vedações previstas no "caput" e nos §§ 1º, 2º, e 3º, inciso I, deixarão de vigorar tão logo a companhia divulgue o fato relevante ao mercado, salvo se a negociação com as ações puder interferir nas condições dos referidos negócios, em prejuízo dos acionistas da companhia ou dela própria.

§ 6º A vedação prevista no "caput" não se aplica à aquisição de ações que se encontrem em tesouraria, através de negociação privada, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembleia geral.

§ 7º As vedações previstas no "caput" e nos §§ 1º a 3º não se aplicam às negociações realizadas pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções

técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, de acordo com política de negociação aprovada nos termos do art. 15.

Em decorrência da prática de uma das condutas previstas no mencionado artigo, a CVM está autorizada a aplicar as seguintes penalidades, nos termos do artigo 11 da Lei 6.385/1976.

Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades:

I - advertência;

II - multa;

III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior;

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

§ 1º - A multa não excederá o maior destes valores:

I - R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais);

II - cinquenta por cento do valor da emissão ou operação irregular; ou

III - três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito.

O artigo 12 da Lei 6.385/1976³⁹⁸ estabelece que o Ministério Público será oficiado quando se concluir que houve crime processado por ação penal pública. Já o artigo 18, parágrafo único da Instrução Normativa da CVM em referência, que trata justamente da divulgação de informação relevante, dispõe que a CVM deverá comunicar ao Ministério Público a ocorrência dos eventos previstos nesta Instrução que constituam crime.

³⁹⁸ Art. 12. Quando o inquérito, instaurado de acordo com o § 2º do art. 9º, concluir pela ocorrência de crime de ação pública, a Comissão de Valores Mobiliários oficiará ao Ministério Público, para a propositura da ação penal. Lei 6.385/1976.

Em 08 de maio de 08, a CVM e o Ministério Público Federal celebraram um convênio intitulado “Termo de Cooperação Técnica”, o qual visa ao intercâmbio e à cooperação técnica e operacional ao mercado de capitais. Nos termos da cláusula primeira (1.1.I), o objeto do convênio será:

promover o estreitamento do relacionamento institucional da CVM e do MPF, de modo a imprimir-se maior agilidade e efetividade nas ações de prevenção, apuração e repressão às práticas lesivas ao mercado de capitais adotadas pelas Partes, em conjunto ou separadamente.

O item V da cláusula primeira estabelece ainda que a CVM e o MPF devem manter comunicações a fim de adotar medidas em defesa dos interesses dos investidores e do mercado de valores mobiliários na esfera administrativa, civil ou criminal.

Nota-se, portanto, que o convênio prevê um acordo de cooperação. Isso não é ruim, pelo contrário, a CVM é um órgão técnico, altamente especializado para atuar em todos os assuntos relacionados ao mercado de valores mobiliários. Por outro lado, a expertise do Ministério Público Federal é a apuração de delitos, entre eles, crimes econômicos.

O convênio é realmente interessante, principalmente para que o Ministério Público Federal obtenha informações técnicas da CVM e para que esse atue como consultor do órgão persecutório. O que se critica, entretanto, é o fato duas entidades moverem ao mesmo tempo, ou ainda que em momentos distintos a mesma investigação, com identidade de sujeitos, fatos e fundamentos, exatamente o que veda o princípio do *non bis in idem*.

A conduta criminosa tipificada no artigo 27-D da Lei 6.385/1976 prevê condutas que já estão inseridas nas infrações administrativas regulamentadas pela CVM. Com acertada razão, CASTELLAR³⁹⁹ afirma que:

a redação dos seus tipos penais não deixa dúvida de que a intenção do legislador foi a de transformar em ilícitos penais infrações

³⁹⁹ CASTELLAR, Ob. Cit., p. 24.

administrativas já existentes, sem, contudo, se valer de técnica legislativa obediente ao princípios dogmáticos já há muito cristalizados, bastando simples vista de olhos nos seus enunciados, em especial nos seus elementos normativos, para que se demonstre o ora afirmado.

A dupla persecução por dois órgãos distintos sem nenhuma distinção de gravidade entre as infrações, além de revelar um excesso punitivo em relação ao cidadão, representa também uma ineficiência do Estado em tutelar de forma eficaz o mercado de valores mobiliários, pois, como já afirmado, o direito penal, quando utilizado de forma indiscriminada acaba tendo atuação meramente simbólica, sem falar dos gastos públicos que poderiam ser evitados se não houvesse essa duplicidade de atuação.

5.3 – Sugestão de alteração do sistema criticado

Como visto ao longo do trabalho, com o desenvolvimento do mercado de capitais e das operações realizadas em bolsas de valores, passou-se a perceber um aumento do uso de informação privilegiada pelos detentores de informações confidenciais, no intuito de obter vantagem indevidas em detrimento dos demais investidores.

Ante os efeitos negativos que tal conduta pode acarretar ao funcionamento do mercado e até da economia do país, essa passou a ser reprimida pela legislação pátria por meio de sanções administrativas e penais.

No entanto, como já destacado, a dupla punição evidencia um excesso em relação ao cidadão, que é processado duas vezes pelo mesmo fato, configurando patente caso de *bis in idem*. Não por outra razão, MUNIZ e PRATS chamam a atenção para o fato de a criminalização do uso de informação privilegiada não poder ser utilizada apenas como uma configuração moralista ou eticista do instrumento punitivo.

E mais, segundo os autores espanhóis, o bem jurídico protegido deve ser, como qualquer outro, digno de proteção⁴⁰⁰, sendo que no crime de insider trading, o bem jurídico é certamente ambicioso e, provavelmente, sua tutela não se encontre ao alcance do direito penal. De acordo com os dizeres dos mencionados autores⁴⁰¹:

⁴⁰⁰ MUNIZ e PRATS, Ob. Cit., p. 1447.

⁴⁰¹ MUNIZ e PRATS, Ob. Cit., p. 1448.

No cabe duda de que será a través de la Ley del Mercado de Valores y de los órganos competentes instrumentalizados al efecto, como se deberá intentar mantener unos niveles de confianza en el mercado admisibles por los inversores. El derecho penal debe ser notablemente más selectivo, identificando entre todos los deberes de actuar y omitir impuestos a los “iniciados” aquellos cuya vulneración resulte intolerable para el correcto funcionamiento del sistema del mercado mobiliario. A tal finalidad responde la necesidad de limitar el círculo de sujetos activos del delito, marcar los contornos precisos de las informaciones no utilizables en Bolsa y, probablemente, también, introducir un límite cuantitativo a la intervención penal de forma que se desechen comportamientos con un insuficiente grado de ofensividad.

Diante disso, entende-se que a intervenção do direito penal deve ocorrer apenas a partir da possibilidade efetiva de dano ao mercado de capitais. Se não houver a mínima possibilidade de abalo ao mercado de capitais, a conduta deve sim ser reprimida ante a importância já demonstrada da estabilidade do mercado para a economia, não pela esfera penal, e sim pela administrativa, que inclusive possui melhores meios para isso.

Sugere-se, desse modo, a implantação de um sistema similar ao modelo utilizado na Espanha, com a eleição de um determinado valor de vantagem indevida obtida para que a conduta seja criminalizada. O valor escolhido deveria ser, como na Espanha, entendido como condição objetiva de punibilidade⁴⁰² do delito de uso indevido de informação privilegiada. Assim, a figura típica já estaria completa e aguardar-se-ia apenas o evento futuro (obtenção da vantagem em um determinado valor) para que a pena pudesse ser concretamente aplicada.

Em razão da pressão internacional e da globalização do mercado de capitais, com consequente repercussão da utilização da informação privilegiada para fora do país, diante da possibilidade de compra de valores mobiliários em outros países,

⁴⁰² A respeito do conceito de condição objetiva de punibilidade, vale observar a definição do professor espanhol MANUEL QUINTANAR DíEZ: “Técnicamente, las condiciones objetivas de punibilidad son extrínsecas y se encuentran por fuera tanto de la causalidad como de la culpabilidad, siendo foráneas a los restantes caracteres del delito, tanto la acción como a la culpabilidad, como para algunas a la tipicidad. Las condiciones objetivas de punibilidad son hechos futuros e inciertos (condiciones), independientes de la voluntad del autor (objetivas), que determinan la punibilidad o no de la conducta, dividiéndose, según produzcan la imposición de la pena o un aumento o disminución de la misma, en propias o impropias. Debe decirse que no desempeñan una función estructural en la noción del delito: la infracción ya está completa, con independencia de que ocurran o no. De su afirmación se hace depender la concreta aplicación de la pena”. DíEZ, Ob. Cit., p. 44.

especialmente em razão das ADRS⁴⁰³, e de investidores estrangeiros investirem no Brasil, por meio das BDRs⁴⁰⁴, as condutas mais graves devem ser consideradas ilícitos penais.

Apesar dos enormes benefícios trazidos com a crescente internacionalização dos mercados de capitais, não se pode deixar de dizer das consequências que pode advir de tal constatação. Com o mercado internacionalizado⁴⁰⁵, um problema na bolsa de valores de um determinado país afeta imediatamente a bolsa de diversos outros, que irão apresentar indicadores negativos no mesmo sentido.

Por isso, há uma pressão internacional para que as regras de proteção do mercado sejam adotadas pela maior parte dos países que possua mercado de capitais desenvolvido. Entre uma das pressões feitas, sobretudo pela Comunidade Europeia, é a repressão ao uso indevido de informação privilegiada. Em razão disso, defende-se que as condutas que tenham potencialidade de lesão sejam reprimidas por meio do direito penal.

Além da Espanha, a França também adota os seguintes modelos de sanção para a infração de *insider trading*: sanção administrativa como instrumento básico e sanção penal como reforço para as condutas mais graves⁴⁰⁶.

Alguns autores, entre eles PROENÇA⁴⁰⁷, defendem a aplicação do Direito Penal nos infrações cometidas no âmbito econômico em razão do caráter

⁴⁰³ ADR's: *American Depositary Receipts*: Certificado emitido por um banco americano, que corresponde a um determinado número de ações de uma empresa estrangeira, mantidas na titularidade desse banco. Esse certificado é um mecanismo bastante utilizado pelas empresas de países em desenvolvimento para o lançamento de seus papéis na bolsa de Nova York. BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 9ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 529.

⁴⁰⁴ Brazilian Depositary Receipts - BDRs “são certificados de depósito, emitidos e negociados no Brasil, com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias estrangeiras. O BDR patrocinado é emitido por uma instituição depositária contratada pela companhia estrangeira emissora dos valores mobiliários e pode ser classificado como Nível I, Nível II ou Nível III. O BDR não patrocinado é emitido por uma instituição depositária, sem envolvimento da companhia estrangeira emissora dos valores mobiliários lastro, e só pode ser classificado como Nível I.”. Fonte: <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/Mercado-Internacional/Mercado-Internacional.aspx?idioma=pt-br> – acesso: 11.12.12.

⁴⁰⁵ Nesse sentido, confira: “Los principales riesgos a los que estos mercados están expuestos se ven acrescentados por este mismo fenómeno de internacionalización, dentro del caos imperante, por las diferencias estructurales en el plano económico y jurídico de los diferentes sistemas bursátiles, por las diferencias operativas y de organización del propio mercado (y de los operadores que participan en él) y, sobre todo, en orden a la transparencia de los mismos, por la aparición de nuevos mercados financieros, y como ha sido subrayado en el apartado anterior, por la creciente aparición de comportamientos fraudulentos, que distorsionan la libre formación de los precios y que pretenden eludir una normativa a veces dispersa, a veces discordante, en la propia definición de las condutas prohibidas”. INIESTA, Ob. Cit., p. 62.

⁴⁰⁶ SAINZ, Ob. Cit., p. 55.

estigmatizante das penas privativas de liberdade. No entanto, deve-se ponderar que tal situação encontra alguns pontos negativos: demora dos processos penais (em virtude das próprias garantias alcançadas pelo sistema); comum despreparo dos juízes criminais para julgar questões específicas dos crimes econômicos⁴⁰⁸, assim como o crime de *insider trading*.

ILENE NAJJARIAN⁴⁰⁹ ainda justifica a intervenção penal na prática de uso indevido de informação privilegiada em virtude da dificuldade verificada para descobrir a prática dessa conduta. Segundo o autor, o direito penal é dotado de meios de investigação mais eficientes para obtenção de provas dessa prática delitiva.

Todavia, entende-se que o direito penal deve interferir nessa seara não porque o órgão fiscalizatório estatal, no caso a CVM, não consegue obter provas suficientes para levar a condenação do agente que utiliza informação privilegiada e sim porque o desvalor da conduta por ele praticado merece reprimenda penal, ou seja, a lesão, ou pelo menos a sua possibilidade, ao bem jurídico protegido é relevante para o sistema como um todo e dever ser repreendida pelo direito penal.

O direito penal não deve utilizado tão somente como instrumento para obtenção de prova. Admitir tal constatação é renegar de forma contundente os princípios da fragmentariedade e de *ultima ratio* do direito penal.

Ora, a ineficiência do Estado em obter provas nesse tipo de infração não deve ser resolvida lançando-se mão do braço mais forte do *ius puniendi* que é o direito penal. Deve-se evitar a todo custo essa banalização do direito penal, sobretudo no chamado direito penal moderno e igualmente no direito penal econômico.

Por isso, a criminalização da utilização indevida de informação privilegiada só pode ser fundamentada diante da ofensa, quer direta ou indireta, ao bem jurídico penalmente tutelado, e nunca para facilitar a obtenção de provas, seja por meio de busca e apreensão ou afins, do órgão fiscalizatório.

⁴⁰⁷ CADERNOS DIREITO GV. *Insider Trading: Dados e Reflexões*. V. 7.nº 6. Novembro de 2010, p. 20.

⁴⁰⁸ RODRÍGUEZ, Laura, Ob. Cit., p. 1422.

⁴⁰⁹ CADERNOS DIREITO GV. *Insider Trading: Dados e Reflexões*. V. 7.nº 6. Novembro de 2010, p. 7.

Com acertada razão, REALE JÚNIOR assevera que a configuração penal, em um Estado Democrático de Direito, deve ficar restrita a fatos que efetivamente lesem valores relevantes para a sociedade. De acordo com as palavras do autor: “A intervenção penal deve ser aquela necessária, como único meio, forte, mas imprescindível, para afirmação do valor violado, e para a sua proteção, visando à manutenção da paz social”⁴¹⁰.

Por fim, deve-se esclarecer que o sistema ora sugerido não contempla apenas que as sanções mais graves sejam tuteladas pela esfera penal. Sugere-se também que a esfera administrativa seja fortalecida para tutelar, de forma eficiente, o mercado de capitais.

Nesse sentido, prega-se o fortalecimento da CVM, como agências reguladora, dotada de independência e transparência, para que possa, além de regulamentar suas respectivas áreas de atuação, aplicar sanções realmente eficazes, evitando-se, com isso, o uso desenfreado e ineficiente do Direito Penal

5.3.1 – Fortalecimento da CVM

Sendo assim, prega-se que a CVM, por ser órgão técnico, dotados de alto conhecimento específico, pode tutelar o mercado de capitais com resultados satisfatórios, de modo que a esfera penal deixe de atuar como mera esfera homologatória das decisões administrativas.

A CVM é autarquia federal, ligada ao Ministério da Fazenda e tem funções fiscalizadora, regulamentar, registraria e de fomento⁴¹¹. Quando foi criada pela Lei 6.385/1976, era uma entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda, como integrante do Poder Executivo⁴¹². Segundo CELSO RIBEIRO BASTOS, o termo “autarquia” advém das expressões gregas *autós* (= próprio) e *arquia* (= governo, direção).⁴¹³

⁴¹⁰ REALE JÚNIOR, Miguel. *Instituições de Direito Penal*. Ob. Cit., p. 21.

⁴¹¹ BORBA, Ob. Cit., p. 155.

⁴¹² PROENÇA, Ob. Cit., p. 177.

⁴¹³ BASTO, Celso Ribeiro. *Curso de Direito Administrativo*, 4ª ed., Saraiva, São Paulo, 2000, p. 172.

No Brasil, o primeiro conceito legal de autarquia constou do artigo 2º do Decreto-lei 6.016/1943, segundo o qual: “Considera-se autarquia, para efeito dêste decreto-lei, o serviço estatal descentralizado, com personalidade de direito público, explícita ou implicitamente reconhecida por lei”.⁴¹⁴

Atualmente, o artigo 5º, I, do Decreto-lei 200/67 enuncia que autarquia é “o serviço autônomo, criado por lei, com personalidade jurídica, patrimônio e receita próprios, para executar atividades típicas da Administração Pública, que requeiram, para seu melhor funcionamento, gestão administrativa e financeira descentralizada”.

A partir de 1996, com a criação da ANEEL pela Lei 9.427/1996, começaram-se a criar “*autarquias sob regime especial*” chamadas agências reguladoras. A ideia subjacente à criação dessas autarquias é no sentido de que as autarquias “sob regime especial” desfrutariam de liberdade maior do que as demais⁴¹⁵. Desse modo, a diferença entre elas consiste no fato de que as agências reguladoras (isto é, “*autarquias sob regime especial*”) terem seus dirigentes nomeados pelo Presidente da República *ad referendum* do Senado, com mandato fixo, estável e a prazo certo, conforme está regulado na Lei 9.986/2000.^{416 417}

ZANELLA DI PIETRO enumera as características do que a lei ordinária passou a chamar de agência são: (i) maior independência em relação ao Poder Executivo e, de outro lado, (ii) a sua função regulatória, sem se esquecer, todavia, que outras autarquias, antes de a legislação criar “agências reguladoras”, já eram dotadas de maior ou menor

⁴¹⁴ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella, *Direito Administrativo*, 19º ed., São Paulo, Atlas, 2006, p. 422.

⁴¹⁵ Para TERCIO SAMPAIO FERRAZ JUNIOR, “elas representam a substituição do modelo de gestão com base em controles formais (legalidade e motivação fundamentada) e na intervenção direta (estado empresário) e interdição condicionante da eficiência (regulação e regulamentação). Ou seja, nem o estado mínimo, protetor das liberdades (estado de direito liberal), nem o estado promotor de benefícios sociais e econômicos (estado social), mas o estado regulador que contribui para o aprimoramento das eficiências do mercado (estado regulador)” FERRAZ JÚNIOR, Tércio Sampaio. Agências Reguladoras: Legalidade e Constitucionalidade, *Revista Tributária e de Finanças Públicas*, RT, São Paulo, nov-dez/2000, p. 143-158.

⁴¹⁶ Em trecho conciso e incisivo: “o único ponto realmente peculiar em relação à generalidade das autarquias está nas disposições atinentes à investidura e fixidez do mandato dos dirigentes destas pessoas, e que se contém nos arts. 5º e parágrafo único, 6º e 9º da Lei 9.986, de 18.7.2000” (ob. cit., p. 152).

⁴¹⁷ Em relação à perda do mandato, vale citar o artigo 9º da Lei 9.986/2000: “Os Conselheiros e os Diretores somente perderão o mandato em caso de renúncia, de condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar. Parágrafo único. A lei de criação da Agência poderá prever outras condições para a perda do mandato”.

independência, como as Universidades e a OAB, e de poder regulamentar, como, por exemplo, CADE, o BACEN, o Conselho Monetário Nacional e a própria CVM.⁴¹⁸

Essa característica de ter dirigentes com mandato fixo e estável foi atribuída à CVM por meio da MP 8/2001, posteriormente convertida na Lei 10.411/2002. O texto original do artigo 5º da Lei 6.385/76, que criou a CVM⁴¹⁹, mencionava apenas que se tratava de autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, como mencionado acima. O novo artigo 5º, por sua vez, tem a seguinte redação:

É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

A nomeação pelo Presidente da República de um Presidente e 4 (quatro) diretores, *ad referendum* do Senado, está determinada no artigo 6º da Lei 6.385/76, também com redação dada pela Lei 10.411/2002.

Note-se que as alterações não fizeram referência ao poder normativo da CVM. Desde a sua criação, a CVM goza de competência para “regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações”, conforme consta da redação original (e não alterada) do artigo 8º, I, da Lei 6.385/76.

Não é, pois, o poder normativo conferido por lei à CVM, ou a outras agências reguladoras, o traço que as distinguem das demais autarquias. O que as distingue, como mencionado anteriormente, é sua independência relativa dos demais Poderes Estatais, especialmente do Poder Executivo, expressa no mandato fixo, estável e a prazo

⁴¹⁸ DI PIETRO, Ob. cit., p. 455, com exemplos da autora.

⁴¹⁹ Conforme anota MARCOS PAULO DE ALMEIDA SALLES, “Como decorrência da regulação da circulação dos valores mobiliários o legislador norte-americano entendeu criar um organismo fiscalizador do cumprimento das disposições de ordem pública emanadas do Securities Act, e, em 1934, expediu o Securities and Exchange Act, que se originou a Securities Exchange Commission (SEC). (...) Dos estudos então realizados foi-se pouco a pouco concluindo da necessidade de se adotar um sistema semelhante àquele da SEC norte-americana, tal como fizeram na França (COB - Commission des Opérations de Bourse), a Itália (CONSOB - Commissione Nazionale per Società e Borsa), a Argentina (CNV - Comisión Nacional de Valores), ou México (CNTB - Comisión nacional de Títulos y Bolsa)...”. SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *Aspectos da Competência do CMN e da CVM no Mercado de Valores Mobiliários*, RDM 108/101, p.106-107.

certo de seus dirigentes, que, portanto, ficam protegidos de eventuais interferências políticas.

O poder normativo conferido às agências reguladoras está limitado às normas superiores, isto é, à Constituição da República, às Leis (que só podem ser alteradas pelo Congresso Nacional) e aos decretos, executivos ou legislativos⁴²⁰.

Segundo ZANELLA DI PIETRO, as agências reguladoras podem baixar normas para “(a) regular a própria atividade da agência por meio de normas de efeitos internos; (b) conceituar, interpretar, explicitar conceitos jurídicos indeterminados contidos em lei, sem inovar na ordem jurídica”. Não podem regular matéria não disciplinada em lei, nem podem regulamentar leis, porque essa competência é privativa do Chefe do Poder Executivo.⁴²¹

A CVM tem atribuição disciplinar, principalmente, as seguintes matérias relacionadas ao mercado de valores mobiliários:

*registro de companhias abertas; registro de distribuições de valores mobiliários; credenciamento de auditores independentes e administradores de carteiras de valores mobiliários; organização, funcionamento e operações das bolsas de valores; negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; suspensão ou cancelamento de registros, credenciamentos ou autorizações; suspensão de emissão, distribuição ou negociação de determinado valor mobiliário ou decretar recesso de bolsa de valores*⁴²².

Além disso, os atos das agências reguladoras, como os de autarquias comuns e de todos os entes da administração pública, estão sujeitos a controle judicial. Como anota ZANELLA DI PIETRO, “agência pode dirimir conflitos em última instância

⁴²⁰ Por isso, com muita propriedade, BANDEIRA DE MELLO esclarece que “as determinações normativas advindas de tais entidades não de se cifrar a aspectos estritamente técnicos, que, estes sim, podem, na forma da lei, provir de providências subalternas” e acrescenta “ditas providências, em quaisquer hipóteses, (...) jamais poderão contrair o que esteja estabelecido em alguma lei ou por qualquer maneira distorcer-lhes o sentido, maiormente para agravar a posição jurídica dos destinatários da regra ou de terceiros; assim como não poderão também ferir princípios jurídicos acolhidos em nosso sistema, sendo aceitáveis apenas quando indispensáveis, na extensão e intensidade requeridas para o atendimento do bem jurídico que legitimamente possam curar e obsequiosas à razoabilidade”. BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio. *Curso de Direito Administrativo*, 14ª ed., Malheiros, São Paulo, 2002, p. 151.

⁴²¹ DI PIETRO, Ob. cit. P. 462.

⁴²² Fonte: <http://www.cvm.gov.br/> - acesso: 14.12.12.

administrativa, da mesma forma que outros órgãos administrativos, mas isto não impede e não pode impedir o controle das suas decisões pelo Poder Judiciário, tendo em vista a norma do art. 5º, XXXV, da Constituição”.⁴²³

Em síntese conclusiva, pode-se dizer que as agências reguladoras titulam interesse público e exercem, com relativa independência, as funções que lhe são atribuídas por lei. A independência em relação ao Poder Executivo consubstancia-se principalmente na impossibilidade de que seus dirigentes sejam removidos antes do fim de seus mandatos, ao contrário do que ocorre com a maior parte das entidades de Administração Indireta, cujos dirigentes ocupam cargos de confiança, de livre nomeação e exoneração pelo Chefe do Poder Executivo (e, portanto, mais suscetíveis às influências deste).

A independência em relação ao Poder Legislativo está condicionada aos limites constitucionais e legais que são impostos ao exercício de suas funções e ao exercício de seu poder de polícia (quando a lei lhas outorgar). A independência em relação ao Poder Judiciário está condicionada à revisão de seus atos mediante devido processo legal.⁴²⁴

A CVM, porque dotada desses traços de independência relativa (especialmente em relação ao Poder Executivo, por força do mandato fixo, estável e a prazo certo de seus dirigentes), equipara-se a agência reguladora, sendo irrelevante que seu nome não tenha sido alterado, já que notoriamente consagrado. Conclui-se, portanto, que a CVM é a agência reguladora do mercado de capitais.

E é justamente essa independência do Poder executivo, livre de interferências políticas, que contribui para que a CVM⁴²⁵, diante do alto conhecimento técnico que possui os seus integrantes, possua melhores condições de regulamentar com eficiência as infrações praticados no âmbito do mercado de capitais.

⁴²³ DI PIETRO, Ob. cit., p. 460.

⁴²⁴ DI PIETRO, Ob. Cit., p. 460/61.

⁴²⁵ Como bem afirma José Marcelo Martins Proença, “as agências reguladoras independentes são dotadas de uma gama de competências complexas, e robustecem o Estado de Direito, uma vez que, ao retirar do emaranhado dos embates políticos a regulação de relevantes empreendimentos sociais e econômicos, atenuam a concentração de poderes da Administração Pública, atingindo, com melhor proveito, o escopo de garantir eficazmente a segurança jurídica, a proteção da coletividade e dos indivíduos, sejam os executores de tais atividades, sejam aqueles por elas afetados”. PROENÇA, Ob. Cit., p. 159.

A CVM, enquanto órgão autárquico independente, tem condições de desenvolver o processo administrativo sancionador para apurar as infrações praticadas no âmbito do mercado de valores com resultados eficazes. Ressalta-se, entretanto, que para apurar, de fato, essas infrações é necessário que a mencionada entidade seja melhor aparelhada, e lhe seja fornecido material humano e financeiro suficientes para desempenhar essas funções. Habilidade técnica a CVM já possui, precisa apenas de meios para instrumentalizar tal tarefa, que já é de sua atribuição.

Além disso, é necessário que as garantias atinentes ao Direito Penal sejam também observadas pelo Direito Administrativo Sancionador, a fim de assegurar que os investigados sejam julgados pelo órgão administrativo de forma justa e sem abusos. Assim, mesmo nos casos que não sejam de atribuição do direito penal, o órgão administrativo, no caso, a CVM deve se valer dos princípios do direito penal para sancionar o cidadão.

Devido ao desenvolvimento do Direito Administrativo Sancionador, não se pode mais afirmar que esse está subordinado ao Direito Penal. Como bem exposto por ALEJANDRO NIETO, atualmente, ambos direitos encontram-se em pé de igualdade⁴²⁶. Isso não quer dizer que as questões atinentes às infrações administrativas não serão levadas ao conhecimento do Judiciário, em razão do princípio de reserva de lei, previsto no artigo V, XXXV, da Constituição da Republica.

De acordo, com o sistema proposto, o poder judiciário sempre poderá analisar as questões discutidas pela esfera administrativa, caso seja do interesse do administrado. No entanto, essa análise será restrita ao campo cível, para discutir a legalidade do procedimento ou o valor na sanção imposta. No caso do crime de *insider trading*, o judiciário, na esfera cível, deverá ficar restrito à análise dos atos praticados pela CVM, na área criminal, deverá julgar apenas as infrações que realmente forem capazes de causar lesão no bem jurídico tutelado pela norma penal: igualdade de informações e confiabilidade no mercado de capitais.

⁴²⁶ NIETO, Ob. Cit. p. 165.

CONCLUSÃO

O desenvolvimento do mercado de capitais, e, sobretudo das negociações em ações, ao longo do século XX, possibilitou o surgimento da utilização indevida de informação privilegiada por parte de agentes que têm acesso prévio a informações confidenciais, capazes de alterar a cotação do valor mobiliário, e obtêm com isso vantagem patrimonial indevida.

O primeiro país a regulamentar o mercado de capitais foi os Estados Unidos da América. Na sequência, os países europeus seguiram o mesmo trilha no sentido de introduzir normas regulamentadoras do mercado de valores mobiliários em seus ordenamentos. No final do século XX, a Conselho da Comunidade Europeia editou a Diretiva 89/592/CEE, que tratava da instrução dada aos países membros para que coibissem a prática do uso indevido de informação privilegiada, pois a conduta praticada pelo *insider trading* poderia prejudicar a confiança e o bom funcionamento dos mercados.

A importância do mercado de capitais se revela pelo fato de constituir uma forma mais barata de a sociedade anônima de capital aberto obter recursos para suas atividades. As sociedades utilizam dinheiro poupado pelos investidores e, em troca disso, lhes concede uma parcela do capital social da sociedade na proporção do valor investido. Caso a companhia tivesse de se socorrer às instituições financeiras teriam de pagar uma taxa muito superior do que valer-se dos valores obtidos por meio do mercado de capitais.

Evidencia-se, assim, a relevância tida pelo mercado de valores mobiliários na economia de um determinado país. A utilização da informação privilegiada pode, dependendo da situação, colocar em risco esse mercado, por isso, essa prática é reprimida em grande parte dos países que possuem mercado de valores mobiliários desenvolvidos.

A criminalização dessa conduta foi introduzida no ordenamento jurídico brasileiro a partir da promulgação da Lei 10.303/2001, que acrescentou o artigo 27-D na Lei 6.385/1976, a qual dispõe da regulamentação do mercado de valores mobiliários. Cabe

destacar, contudo, que essa conduta já era vedada pela Lei das S.A, em relação aos administradores da companhia, em virtude dos deveres de lealdade, de sigilo e de publicar.

A redação do tipo penal introduzido no Brasil trouxe grande dificuldade de aplicação e discussão na pouca doutrina existente no país até o presente momento. O primeiro ponto de divergência observado na doutrina refere-se à classificação do crime em formal ou material. Disso decorrem divergências a respeito do momento consumativo do delito, se a tentativa é ou não admitida.

Em virtude do tipo penal utilizar a expressão “capaz de propiciar para si ou para outrem, vantagem indevida”, entende-se tratar-se de crime formal que se configura, independentemente, da obtenção da vantagem. De acordo com a redação do tipo penal, basta que a conduta proibitiva seja capaz de acarretar vantagem para que o delito seja consumado. Pode-se, pois, incidir na prática delitiva ainda que o resultado seja diverso do que esperado. Assim, ainda que agente obtenha prejuízo na operação realizada, pode incidir na prática do delito.

Considerando o crime esculpido no artigo 27-D da Lei 6.385/1976 como formal, entende-se que o delito se consuma no momento da utilização da informação relevante ainda não divulgada ao mercado e que não se admite tentativa.

Outro aspecto questionado a partir da redação do tipo penal em comento é quem poderia ser o sujeito ativo desse delito, já que, diversamente do que ocorre na legislação estrangeira analisada, não no tipo a indicação de quem poderia incidir na prática do delito. A única informação constante no tipo é que o agente precisa ter o dever de manter sigilo. Diante disso, entende-se que, se agente não tiver o dever de guardar o sigilo da informação confidencial a que teve acesso, não poderá ser considerado sujeito ativo desse delito, a menos que atue em conluio com quem tem esse dever.

A lei penal brasileira também é silente quanto à definição do termo “informação relevante”, tratando-se, assim, de norma penal em branco. Para que o intérprete compreenda o sentido completo da norma penal deve observar o quanto exposto no artigo 2º da Instrução Normativa nº 358/2002, o qual além de trazer um rol exemplificativo de atos ou fatos que podem ser considerados relevantes, explicita que o

fato apenas será relevante se for capaz de influenciar na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia ou na intenção do investidor de negociá-los.

É muito discutido, principalmente na doutrina estrangeira, qual o bem jurídico tutelado pelo crime de *insider trading*. A doutrina aventa cinco possibilidades: (1) interesse da companhia emissora dos valores mobiliários; (2) patrimônio do investidor; (3) igualdade das informações; (4) correto funcionamento do mercado de valores mobiliários; e (5) confiança depositada pelos investidores no mercado de valores mobiliários.

Dentre as possibilidades indicadas, entende-se que as únicas que justificam a intervenção penal é a igualdade de informações e a confiança no mercado, pois teme-se a chamada “fuga dos investidores”, caso esses não confiem no mercado ao percebem que alguns participantes obtêm vantagens indevidas, em razão de possuírem informações confidenciais, não disponíveis a todos os investidores.

Entretanto, apesar de reconhecer a importância desempenhada pelo mercado de capitais na economia de um país, e de admitir que a conduta praticada pelo *insider trading* pode ser prejudicial ao mercado, entende-se a atual tutela verificada no ordenamento brasileiro não é eficaz para proteger, de fato, o mercado de capitais brasileiro. Por essa razão, postula-se por uma reformulação do sistema sancionatório dispensado a essa conduta.

Não se pode deixar de mencionar que o crime de *insider trading* integra o Direito Penal Econômico, o qual passou por um expansionismo nos últimos tempos, valendo-se, principalmente de crimes de perigos abstrato, norma penal em branco, bens jurídicos coletivos, delitos de acumulação, em cristalina ofensa ao princípio da intervenção mínima do Direito Penal.

O expansionismo do Direito Penal Moderno contribuiu também para que condutas punidas na esfera administrativas passassem a ser também ilícitos penais, com identidade de sujeitos, fatos, e fundamentos, configurando exemplo clássico de *bis in idem*. É exatamente essa situação verificada no atual sistema sancionatório brasileiro: o agente que utilizar informação privilegiada, da qual deva manter sigilo, mediante negociação com

valores mobiliários, capaz de acarretar vantagem indevida deverá ser processado tanto pela esfera administrativa, como pela esfera penal.

Diante disso, sugere-se o fortalecimento do Direito Administrativo Sancionador, a ser desenvolvido pela CVM, com característica de agência reguladora (órgão autárquico independente) para punir as infrações menos graves. Em razão da internacionalização das operações realizadas com valores mobiliários (ADRs e BDRs), e da pressão feita pela comunidade internacional na repressão da prática do *insider trading*, entende-se que o Direito Penal deveria atuar somente nos casos em que se verificasse uma efetiva potencialidade de lesão ao bem jurídico tutelado, de modo a garantir de um lado que o mercado seja efetivamente tutelado, ante a não utilização de um direito penal meramente simbólico, e de outro, que não haja sobreposição de sanções, o que configura um excesso de punição em relação ao cidadão, e ainda, respeitaria a característica de *ultima ratio* do Direito Penal.

BIBLIOGRAFIA

ACHENBACH, Hans. Anotaciones sobre la Evolución del Derecho Penal Económico en Alemania. *In Estudios de Derecho Penal Económico*. Caracas: Livrosca, 2002.

ALMEIDA, Amador Paes de. *Manual das sociedades comerciais*. 11ª ed. São Paulo: Saraiva, 1999.

ALONSO, Leonardo. Crimes contra o Mercado de Capitais. São Paulo. 2009. Dissertação de Mestrado defendida na Faculdade de Direito de São Paulo, sob orientação do Prof. Renato de Mello Jorge Silveira.

ANDRADE, Fábio Martins. Uma Proposta de Adequação da Repressão aos Delitos de Direito Penal Econômico. *Revista IOB Direito Penal e Processual Penal*. Ano VI. N.º. 36. fev./mar. 2006.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 10ª ed. São Paulo: Atlas, 2011.

BAJO FERNANDEZ, Miguel. Concepto y Contenido del Derecho Penal Económico. *In Estudios de Derecho Penal Económico*. Caracas: Livrosca, 2002.

BAJO FERNÁNDEZ, Miguel. Derecho Penal Económico: desarrollo económico, protección penal y cuestiones político-criminales. *Estudios del Ministerio Fiscal*. Nº 1, Madri, 1995.

BANDEIRA, Gonçalo Nicolau Cerqueira Sopas de Melo. *O direito penal entre “Creutzfeldt e Gunther Jackobs”! ou O Direito penal (econômico) como tutela de bens jurídicos e a responsabilidade dos entes coletivos no seio da sociedade do Direito penal (da sociedade) do risco e do Direito Penal do inimigo*. Estudos Jurídicos Criminais (Coord. Luciano Nascimento Silva). Curitiba: Juruá, 2008.

BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio. *Curso de Direito Administrativo*, 14ª ed., Malheiros, São Paulo, 2002.

BASOCO, Juan Maria Terradillos. Sistema Penal Y Empresa. *In Nuevas Tendências en Derecho Penal Económico*. Cadiz: Universidad de Cadiz, 2008.

BASTO, Celso Ribeiro. *Curso de Direito Administrativo*, 4ª ed., Saraiva, São Paulo, 2000.

BECHARA, Ana Elisa Liberatore S. *Delitos de acumulação e racionalidade da intervenção penal*. Boletim IBCCRIM nº 208 - Março/2010.

BITENCOURT, Cezar Roberto. *Tratado de Direito Penal. Parte Geral 1*. 15ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

BITENCOURT, CEZAR ROBERTO e BREDAS, Juliano. Crimes contra o sistema financeiro nacional & contra o mercado de capitais. 2ª ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 9ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

BOTTINI, Pierpaolo Cruz. *Crimes de Perigo Abstrato*. 2ª ed. São Paulo: RT, 2010, p. 88.

BRUNO, Aníbal. *Direito Penal. Parte Geral. Tomo 1º, Introdução – Norma Penal - Fato Punível*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1967.

BUJÁN-PÉREZ, Carlos Martínez. *Derecho Penal Económico. Parte General*. Valência: Tirant lo Blanch, 1998.

CADERNOS DIREITO GV. *Insider Trading: Dados e Reflexões*. V. 7.º 6. Novembro de 2010.

CALDEIRA, Felipe Machado. *A conformação constitucional do direito penal econômico e a impossibilidade de sobreposição de sanções administrativa e penal*. RBCCrim, ano 20, 95, maio/abril de 2012.

CAMARGO, Antônio Luis Chave. *Crimes Econômicos e Imputação Objetiva*. Direito Penal Especial, Processual Penal e Direitos Fundamentais. Visão Luso-Brasileira. COSTA,

José Faria, SILVA, Marco Antônio Marques (coords.). São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º vol. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

CASERMEIRO, Pablo Rando. *La Distinción entre el Derecho Penal y el Derecho Administrativo Sancionador*. Un análisis de política jurídica. Tirant lo Blanch: Valencia, 2010.

CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*, vol. 2, 7ª ed. São Paulo: Saraiva, 2004.

CORREIA, Eduardo. Notas Críticas à Penalização de Atividades Econômicas. *In Direito Penal Econômico e Europeu: Textos Doutrinários*. V. I, Coimbra, Coimbra Editora, 1998.

COSTA, Helena Regina Lobo. *Proteção Penal Ambiental: viabilidade, efetividade, tutela por outros ramos do direito*. São Paulo: RT, 2010.

COSTA, Helena Regina Lobo. O Sancionamento de Condutas entre a Judicialização e a Administrativização. *Estudos de Direito Público*. Centro de Pesquisa e Estudos Jurídicos de Mato Grosso do Sul. 1º ed. 2009.

COSTA ANDRADE, Manoel: *Contributo para o conceito de contra-ordenação (a experiência alemã)*. *In Direito Penal Econômico e Europeu: Textos Doutrinários*. V. I, Coimbra, 1998.

COSTA, José de Faria e RAMOS, Maria Elisabete. *O Crime de abuso de Informação Privilegiada. (Insider Trading)*. Coimbra: Coimbra Editora, 2006.

COSTA JÚNIOR, Paulo José. *Direito Penal – Curso Completo*. 6ª ed. São Paulo: Saraiva, 1999.

CRESPO, Eduardo Demetrio e YAGÜE, Cristina Rodríguez (Coords.). *Curso de Derecho Penal. Parte General*. 2ª ed. Barcelona: Ediciones Experiencia, 2010.

CRESPO, Eduardo Demetrio. Del Derecho Penal Liberal al Derecho Penal del Enemigo. UNED. *Revista de Derecho Penal y Criminología*, 2ª Época, nº 14, 2004.

DIAS, Jorge de Figueiredo. *Direito Penal. Parte Geral. Tomo I. Questões Fundamentais. A Doutrina Geral do Crime*. São Paulo: RT;Portugal; Coimbra Editora, 2007.

DIAS, Jorge de Figueiredo. *Breves Considerações sobre o Fundamento, o Sentido e a Aplicação das Penas em Direito Penal Econômico*. Direito Penal Especial, Processual Penal e Direitos Fundamentais. Visão Luso-Brasileira. COSTA, José Faria, SILVA, Marco Antônio Marques (coords.). São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006.

DIAS, Figueiredo – *Questões fundamentais de direito penal revisitadas*. São Paulo: RT, 1999.

DÍAZ, Gerardo Landrove. *El nuevo Derecho Penal*. Monografías Tirant nº 639. Valencia: Tirant lo Blanch, 2009.

DÍEZ, Manuel Quintanar. *Un concreto aspecto del llamado Derecho penal económico: los delitos bursátiles*. Madrid: 2006, CESEJ.

Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa. Rio de Janeiro: Objetiva, 2003.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella, *Direito Administrativo*, 19º ed., São Paulo, Atlas, 2006.

EIZIRIK, Nelson (et al). *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

EIZIRIK, Nelson. Prefácio à obra de CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008.

Enciclopédia Saraiva do Direito. Coordenação do Prof. R. Limongi França. São Paulo: Saraiva, 1977, nº 52.

FERRAZ JÚNIOR, Tércio Sampaio. Agências Reguladoras: Legalidade e Constitucionalidade, *Revista Tributária e de Finanças Públicas*, RT, São Paulo, nov-dez/2000.

FERRARI, Eduardo Reale. *Legislação Penal Antitruste: Direito Penal Econômico e sua Acepção Constitucional*. Direito Penal Especial, Processual Penal e Direitos Fundamentais. Visão Luso-Brasileira. COSTA, José Faria, SILVA Marco Antônio Marques (coords.). São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006.

FUCHS, Natália Sores. Uso Indevido de informação privilegiada. Jus Navegandi, Teresina, ano 17, n. 3241, 16.05.12. Disponível em: <http://jus.com.br/revista/texto/21774>. Acesso em 14.10.12

GRECO, Luís. *Modernização do Direito Penal, Bens jurídicos coletivos e crimes de perigo abstrato*. Rio de Janeiro: Lúmen Júris, 2011.

GUTIERREZ, José Zamyra Vega. *El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, especialmente em Derecho Penal Español (Art. 285 CP)*. Alcalá de Henares, 2010. Tese de Doutorado defendida na Faculdade de Direito de Alcalá (Espanha), sob a orientação do Prof. Diego-Manuel Luzón Peña (catedrático de Direito Penal).

HASSERMER, Winifried. *Fundamentos del Derecho Penal*. Madri: Bosch, 1984.

HASSEMER, Winifried. Perspectiva de uma Moderna Política Criminal. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. Ano 02. Nº. 8. out./dez. 1994.

INIESTA, Diego José Gómez. *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*. Madri: McGraw-Hill. 1997.

LEÃES, Luís Gastão Pais de Barros. *Mercado de Capitais e Insider Trading*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.

LUCCA, Newton. Prefácio da obra *Insider Trading. Regime Jurídico de uso de informações privilegiadas*, de José Marcelo Martins Proença. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

LUZ, Yuri Correa. O combate à corrupção entre o Direito Penal e Direito Administrativo Sancionador. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, nº 89, mar-abr 2011.

MACHADO, Máira Rocha. *Internacionalização do Direito Penal: A gestão de problemas internacionais por meio do crime e da pena*. São Paulo: Ed. 34/EDESP, 2004.

MACHADO, Marta Rodrigues de Assis. *Sociedade do Risco e Direito Penal. Uma avaliação de novas tendências político-criminais*. São Paulo: IBCCRIM, 2005.

MARTÍN, Adán Nieto. El abuso de Mercado: Un nuevo paradigma en el derecho penal económico europeo. In *El Derecho Penal económico y empresarial ante los desafíos de la Sociedad mundial del riesgo*. Madri: COLEX, 2010.

MIR PUIG, Santiago. *Direito Penal: Fundamentos e Teoria do Delito*. (tradução de Cláudia Viana Garcia e José Carlos Nobre Porciúncula Neto). São Paulo: RT, 2007.

MORAES, Maurício Zanóide. *O problema da Tipicidade nos Crimes contra as Relações de consumo*. Direito Penal Empresarial. Heloísa Estelita Salomão (coord.). São Paulo: Dialética, 2001.

MONROY ANTÓN, Antônio J. *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*. Madrid: DIJUSA, 2006.

MUÑIZ, José Manuel Valle e PRATS, Fermín Morales. In *Comentários al Nuevo Código Penal*. (Diretor Gonzalo Quintero Olivares e Coord. Fermín Morales Prats). 4ª ed. Navarra: Thomson-Aranzadi, 2005.

NIETO, Alejandro. *Derecho Administrativo Sancionador*. 2ª ed. Madri: Tecnos, 1994, p. 178.

PALAZZO, Francesco. Direito Penal e Sociedade Tecnológica: Princípios em crise e reformas esperadas. *Fascículos Penais*. Ano 6. Vol. 6. Nº. 01, jan./mar.1993.

PAULA, Áureo Natal de. *Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e o Mercado de Capitais*. 2ª ed. Curitiba: Juruá, 2007.

PASCHOAL, Janaína Conceição. *Constituição, Criminalização e Direito Penal Mínimo*. São Paulo: RT, 2003.

PINO, Ana Maria Prito del. *El Derecho Penal ante el uso de información privilegiada en Mercado de valores*. Navarra: Thomson-Aranzadi, 2004.

PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. Crimes Econômicos e Mercados Financeiros. *Direito Penal*, vol. VIII, Leis Penais Especiais II. (FRANCO, Alberto Silva e NUCCI, Guilherme de Souza (organizadores). São Paulo: RT, 2010.

PRADO, Luiz Regis. Bem jurídico penal e Constituição. 2ª ed. São Paulo: RT, 1997.

PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading. Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

PUERTA, Luis-Roman. *Duplicidad Sancionadora, administrativa y penal, nom bis in idem*. MARTIN PALLÍN, José Antônio (Dir.). Extranjeros e derecho penal.

REALE JÚNIOR, Miguel. *Instituições de Direito Penal. Parte Geral*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

REALE JÚNIOR, Miguel. Despenalização no direito penal econômico: uma terceira via entre o crime e a infração administrativa? *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. São Paulo. v. 7. nº. 28. out./dez.1999.

RODRÍGUEZ, Laura Zuñiga. Relaciones entre Derecho Penal y Derecho Administrativo Sancionador. ¿Hacia una “Administrativización” del Derecho Penal o una “Penalización”

del Derecho Administrativo Sancionador? *Homenaje al Dr. Marino Barbero Santos. In Memorian*. Vol. 1. MARTÍN, Adán Nieto (Coord.). Edição das Universidades de Castilla-La Mancha e Salamanca: Cuenca, 2001.

ROSAL, Manuel Cobo del. Prólogo ao livro *Un concreto aspecto del llamado Derecho Penal económico: los delitos bursátiles*. De Manuel Quintanar Díez. Madrid: CESEJ Ediciones, 2006.

SAINZ, Esther Hernández. *El Abuso de Información Privilegiada en los Mercados de Valores*. Navarra: Thonson Civitas.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *Aspectos da Competência do CMN e da CVM no Mercado de Valores Mobiliários*, RDM 108/101.

SANCTIS, Fausto Martin de. *Punibilidad en el Sistema Financiero Nacional*. Campinas: Millennium, 2003.

SEMINARA, Sergio. *Insider trading e diritto penale*. Milão: A. Giuffrè, 1989.

SCHÜNEMANN, Bernd. *El Sistema Moderno del Derecho Penal. Cuestiones fundamentales*. Colección: Maestros del derecho penal, nº 37. Montevideo-Buenos Aires: BdeF, 2012.

SCHÜNEMANN, Bernard. *La estructura de los delitos de peligro abstracto y abstracto concreto como modelo de derecho penal económico moderno*. Cuestiones actuales del sistema penal: crisis y desafíos. Ara Editores.

SILVA SANCHEZ, Jesús-Maria. *Aproximação ao Direito Penal Contemporâneo*. São Paulo: RT, 2011. (Direito e Ciências Afins; v. 07/coordenação Alice Bianchini, Luiz Flávio Gomes, Willian Terra de Oliveira).

SILVA SANCHEZ, Jesús-Maria. *Tiempos de Derecho Penal*. Montevideo-Buenos Aires: BdeF, 2009.

SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. *Direito Penal Econômico como Direito Penal de Perigo*. São Paulo: RT, 2006.

SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. Das atuais relações entre o Direito Penal e o direito Administrativo. *Instituições de Direito Penal*. Basileu Garcia. São Paulo: Saraiva, 2008, (Coord. Maíra Machado e Denise Garcia).

SOUZA, Luciano Anderson. *Direito Penal Econômico – Fundamentos, Limites e Alternativas*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 127.

SOUSA, Susana Maria Aires. Direito Penal das Sociedades Comerciais: qual o bem jurídico. *Revista Portuguesa de Ciências Criminais*. n.1.v.12, 2002.

TANJI, Márcia. *Mercado de Capitais Brasileiro e Tutela Coletiva dos Interesses*. São Paulo. 2009. Dissertação de Mestrado defendida na Faculdade de Direito de São Paulo, sob orientação do Prof. Paulo Salvador Frontini.

TAVARES, Alexandre Macedo. As vias de repressão dos contribuintes (procedimento administrativo e processo penal) sob o prisma da garantia do *non bis in idem*. *Revista Dialética de Direito Tributário*. nº 138, 2007.

TIEDMAN, Klaus. *Manual de Derecho Penal Económico. Parte general y especial*. Valência: Tirant lo Blanch, 2010.

TOLEDO, Francisco de Assis. *Princípios básicos de direito penal*. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 1994.

TOMILLO, Manuel Gómez e RUBIALES, Íñigo Sanz. *Derecho Administrativo Sancionador. Parte General. Teoría y Práctica del Derecho Penal Administrativo*. 2ª ed. Navarra: Arazandi-Thomson Reuters, 2010.

VEGA, Dulce Maria Santana. Funciones del derecho penal Y bienes jurídico-penales colectivos. *Actualidade Penal. Revista Semanal Técnico-Jurídica de Derecho Penal*. Madrid: La Ley, 2001.

VEGA, Dulce María Santana. *La Protección Penal de los Bienes Jurídicos Colectivos*. Dykinson, 2000.

VIDIGAL, Geraldo de Camargo e MARTINS, Ives Granda da Silva (coord.). *Comentários à lei das sociedades por ações: Lei nº 6.404, de 15.12.1976*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1999.

ZAFFARONI, Raúl Eugenio e PIERANGELI, José Henrique. *Manual de Direito Penal Brasileiro*. Vol. 1, 7ª ed. São Paulo: RT, 2007.

ZAPATERO, Luis Arroyo. *El abuso de información privilegiada en el Derecho Español*. Hacia un derecho penal económico europeo. Jornadas en honor del profesor Klaus Tiedmann. Boletim Oficial del Estado. Madri, 1995. Fonte: www.cienciaspenales.net – acesso em 14.10.12.

Páginas de Internet:

www.guiadeinvestimento.com.br/historia-da-bolsa-de-valores/

http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1968/pdf/res_0088_v2_L.pdf

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0016:PT:PDF>

<http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/people/r/raj_rajaratnam/index.html?inline=nyt-per

<http://www.jurisint.org/doc/html/ins/es/2000/2000jiinses111.htm>

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31989L0592:PT:HTML>

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/COM_2012_420_pt.pdf

<http://www.admin.ch/ch/d/sr/3/311.0.de.pdf>

[http://www.cvm.pt/cvm/legislacao_regulamentos/codigo%20dos%20valores%20mobil
iarios/pages/cvm_tituloviii.aspx](http://www.cvm.pt/cvm/legislacao_regulamentos/codigo%20dos%20valores%20mobil
iarios/pages/cvm_tituloviii.aspx)

[http://www.consob.it/main/regolamentazione/tuf/tuf.html?queryid=main.regolamentazione
.tuf&resultmethod=tuf&search=1&symlink=/main/regolamentazione/tuf/index.html](http://www.consob.it/main/regolamentazione/tuf/tuf.html?queryid=main.regolamentazione
.tuf&resultmethod=tuf&search=1&symlink=/main/regolamentazione/tuf/index.html)
<http://www.cvm.gov.br/>

<http://www.stolaf.edu/people/becker/antitrust/statutes/sherman.html>

[http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/Mercado-Internacional/Mercado-
Internacional.aspx?idioma=pt-br](http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/Mercado-Internacional/Mercado-
Internacional.aspx?idioma=pt-br)

RESUMO

O objeto da dissertação é a regulamentação do uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais. Discute-se no texto qual seria a melhor maneira de reprimir a conduta praticada pelo *insider trading*, concluindo-se que o sistema ideal seria não mais a dupla repressão como ocorre atualmente, mas sim a separação entre as esferas administrativa e penal. A primeira julgaria as infrações de menor gravidade, deixando apenas as que efetivamente causassem potencialidade lesão grave ao bem jurídico sob a tutela do direito penal.

Ante a necessidade de compreensão do contexto em que o delito de uso indevido de informação privilegiada ocorre, o trabalho inicia-se com um breve panorama do mercado de capitais, no qual se trata da formação do mercado de valores mobiliários, das bolsas de valores e das sociedades anônimas.

Assim, no primeiro capítulo trata-se da regulamentação do mercado de capitais no Brasil, em especial, das Leis 6.385/1976, a qual regula o mercado de valores mobiliários brasileiro e traz a descrição do tipo penal do crime do *insider trading* no artigo 27-D, e da Lei 6.404/1976, que regula as sociedades anônimas no Brasil, e trata dos deveres de informar, de lealdade e de guardar sigilo impostos aos administradores das sociedades anônimas de capital aberto.

No segundo capítulo, é feita inicialmente uma abordagem do que vem a ser o crime de *insider trading* e informação privilegiada, mencionando-se quais são argumentos contrários e a favor da repressão da conduta de utilização indevida de informação privilegiada. Na sequência, faz-se uma breve análise da legislação estrangeira, com destaque para os países Estados Unidos da América, Espanha, Portugal e Itália.

O terceiro capítulo trata da regulamentação do crime de *insider trading* no Brasil, iniciando-se com uma breve análise comparativa entre o tipo penal da legislação pátria e os das legislações estrangeiras estudadas no capítulo anterior. Em seguida, é analisada a tipicidade objetiva e subjetiva do tipo penal, concluindo-se que se trata de crime formal, que não admite tentativa e que se consuma no momento da utilização da

informação relevante ainda não divulgada ao mercado, independentemente da obtenção da vantagem indevida.

Ainda no terceiro capítulo, trata-se do sujeito ativo e passivo do delito, concluindo-se que, de acordo com a redação do tipo penal, apenas quem tem o dever de manter sigilo pode ser responsabilizado criminalmente no Brasil pelo crime de *insider trading*, e que o sujeito passivo é a coletividade, a sociedade como um todo. Esse capítulo traz também o debate existente, sobretudo na doutrina estrangeira, de qual seria o bem jurídico tutelado pelo crime em comento. Dentre todas os possíveis bem jurídicos aventados, conclui-se que apenas a igualdade entre os investidores e a confiança no mercado de capitais são dignos de tutela penal e justificam a intervenção dessa esfera do direito.

O quarto capítulo trata da relação existente entre o direito penal econômico e o crime de *insider trading*. Além de tratar das características do direito penal econômico, o capítulo traz críticas à expansão do direito penal moderno e trata da ineficiência da utilização da esfera penal para proteger de forma eficaz os delitos da moderna criminalidade econômica.

O quinto e último capítulo trata justamente do título do trabalho: Direito Administrativo Sancionador e o Crime de *Insider Trading*. Nesse capítulo, explica-se o modelo proposto para sancionar a utilização indevida de informação privilegiada, iniciando-se por tratar da definição de direito administrativo sancionador e sua distinção entre o direito penal. Na sequência trata-se da possível configuração de *bis in idem* existente atualmente com a aplicação de sanção administrativa e penal para o mesmo fato, para o mesmo sujeito e com o mesmo fundamento. Trata-se ainda do fortalecimento da CVM como agência reguladora para regulamentar, fiscalizar e punir com eficiência as utilização indevida de informação privilegiada, deixando para o direito penal apenas as infrações capazes de colocar em risco o mercado de capitais.

Por fim, são expostas as conclusões do trabalho.

ABSTRACT

The object of this dissertation is the regulation of the misuse of privileged information in the capital market. It is discussed in the text which would be the best way to repress the conduct practiced by insider trading, concluding that the ideal system would be no more the double repression as currently occurs, but a single repression in administrative or criminal sphere according to the seriousness of the offense. The first would judge the lesser gravity infractions, leaving only those that actually caused any serious injury to the good under the legal protection of criminal law.

Before the need to understand the context in which the offense of misuse of privileged information occurs, the dissertation begins with a brief overview of capital markets, in which it comes to the formation of the securities market, stock exchange, as well as corporations.

Thus, the first chapter deals with (i) the regulation of the capital market in Brazil, in particular regarding Law 6.385/1976, which regulates the securities market of Brazil and contains a description of the type of criminal offense of insider trading, and (ii) the Federal Act 6.404/1976, which regulates corporations in Brazil and provides the duties to inform, loyalty and confidentiality imposed on directors of stock companies.

In the second chapter, it is initially provided an approach of the concept of the insider trading crime, mentioning what are the arguments against and in favor of its repression. Subsequently, there is a brief analysis of foreign law, particularly the legislation of the United States of America, Spain, Portugal and Italy.

The third chapter deals with the regulation of the insider trading crime in Brazil, beginning with a brief comparative analysis of criminal hypothesis provided by Brazilian law and the foreign legislation analyzed in the previous chapter. Then, it is analysed the objective and subjective elements of the criminal hypothesis, concluding that it is a formal crime, which admits no attempt and that occurs at the time of use of relevant information not yet disclosed to the market, independently of obtaining improper benefit.

The fourth chapter deals with the relationship between economic crime and insider trading crime. Besides approaching characteristics of the economic criminal law, the chapter provides critics to the expansion of modern criminal law and deals with the inefficiency of using the criminal sphere to protect society against the crimes of modern economic criminality.

The fifth and final chapter deals with the relationship between punitive administrative law and insider trading crime. In this chapter it is explained the model proposed to penalize the misuse of inside information, starting with the definition of punitive administrative law and its distinction from criminal law. Following reference is to the possible configuration of *bis in idem* currently existing in the application of the criminal and administrative sanction for the same offense, same individual and on the same basis. In addition, it is also discussed the strengthening of the Comissão de Valores Mobiliários (the Brazilian Securities and Exchange Commission) as the regulatory agency authorized to regulate, inspect and punish effectively the misuse of inside information, leaving to the penal sphere only the criminal law offenses that are entitled to put the capital market in risk.

Finally, the dissertation conclusions are exposed.