

ANNE CAROLINA STIPP AMADOR KOZIKOSKI

Limites da intervenção penal no mercado de valores: análise do uso de informação privilegiada – *insider trading*.

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
São Paulo-SP
2018**

ANNE CAROLINA STIPP AMADOR KOZIKOSKI

Limites da intervenção penal no mercado de valores: análise do uso de informação privilegiada – *insider trading*.

Dissertação de Mestrado apresentada a Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Penal, sob a orientação do Professor Alamiro Velludo Salvador Netto.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo-SP

2018

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catálogo de Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Kozikoski, Anne Carolina Stipp Amador.

Limites da intervenção penal no mercado de valores: análise do uso de informação privilegiada – *insider trading*/ Anne Carolina Stipp Amador Kozikoski; orientador Alamiro Velludo Salvador Netto – São Paulo, 2018.

Dissertação Mestrado- Programa de Pós-Graduação em Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2018.

1. Direito Penal. 2. Direito do mercado de valores mobiliários. 3. Crimes contra o mercado de capitais. I. Título. II. Salvador Netto, Alamiro Velludo

KOZIKOSKI, Anne Carolina Stipp Amador.

Limites da intervenção penal no mercado de valores: análise do uso de informação privilegiada – *insider trading*.

Dissertação de mestrado apresentada como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia, no Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP.

Aprovada em: _____

Banca Examinadora:

Professor Titular Alamiro Velludo Salvador Netto (orientador)

Instituição: Universidade de São Paulo – FADUSP

Julgamento: _____

Professor(a) Doutor(a) _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Assinatura: _____

Professor(a) Doutor(a) _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Assinatura: _____

Professor(a) Doutor(a) _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Assinatura: _____

Aos meus: Sandro, Theo e Otto.

AGRADECIMENTOS

Expresso meus agradecimentos a todos, de uma forma ou de outra contribuíram para a conclusão a apresentação da presente dissertação.

Em primeiro lugar, ao Professor Titular Alamiro Salvador de Souza Velludo por ter aceito o encargo de orientador, além do apoio e contribuição no período de da elaboração da presente dissertação.

Aos professores que integraram minha banca de qualificação Dr. Renato Jorge de Melo Silveira e Dra. Mariângela Gama, agradeço as observações que permitiram o aprimoramento da então incipiente pesquisa.

Agradeço especialmente ao meu esposo Sandro Marcelo: o apoio durante todo o período do curso de mestrado; seu especial cuidado com os nossos pequenos, o que permitiu pudesse cursar os créditos na Universidade de São Paulo; a paciência e disposição na fase de revisão da dissertação apresentada; por compartilhar a vida.

Por último, agradeço aos meus pais e minhas irmãs pessoas pelo incentivo, amor e compreensão sempre.

RESUMO

KOZIKOSKI, Anne Carolina Stipp Amador. *Limites da intervenção penal no mercado de valores: análise do uso de informação privilegiada – insider trading*. 2018. (p.187).
Mestrado: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

A presente dissertação é dedicada ao estudo dos limites da intervenção penal no mercado de valores, especificamente quanto à criminalização do crime de uso indevido de informação privilegiada – *insider trading*, na legislação brasileira. Após a análise dos aspectos históricos e de política criminal acerca da criminalização da conduta, passa-se à análise comparada das soluções legislativas adotadas em diversos países. Promove-se a seguir, o estudo do modelo brasileiro, através da interpretação da regra penal incriminadora inserida no tipo previsto no artigo 27-D da Lei 6.385/1976.

Palavras-chave: . Direito Penal econômico. Mercado de valores. Uso indevido de informação privilegiada. *Insider trading*.

ABSTRACT

KOZIKOSKI, Anne Carolina Stipp Amador. *Limits of criminal intervention in the stock market: insider trading analysis*. 2018.(p.187). Masters Degree: Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2018.

The present dissertation is dedicated to the study of the limits of criminal intervention in the stock market in Brazilian law, specifically regarding the criminalization of crime of insider trading. After analyzing the historical and criminological aspects about the criminalization of conduct, we proceed to the comparative analysis of the legislative solutions adopted in several countries. The study of the Brazilian model is then promoted through the interpretation of the incriminating criminal rule inserted in the type provided for in article 27-D of Law 6.385 / 1976.

Keywords: White collar crimes. Capital markets. Insider trading.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	11
CAPÍTULO I. A GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA E A EXPANSÃO PENAL AO MERCADO DE VALORES.....	14
1. O processo de globalização financeira.....	14
1.1. Aspectos gerais.....	14
1.2. Os reflexos da globalização financeira.....	23
2. A expansão da criminalidade em relação ao mercado de valores.....	27
3. A subsidiariedade e a legitimidade da proteção penal no âmbito do mercado de valores.....	33
3.1. A utilidade da intervenção penal (princípio da necessidade e merecimento da pena).....	33
3.2. Subsidiariedade e caráter fragmentário do Direito Penal.....	36
3.3. Princípio da exclusiva proteção dos bens jurídicos.....	37
3.4. Fundamento constitucional.....	40
4. Debate em torno da criminalização do <i>insider trading</i>	42
4.1. Posturas favoráveis à utilização de informação privilegiada no mercado de valores...43	
4.2. Posição proibicionista.....	46
CAPÍTULO II. A INSERÇÃO DO INSIDER TRADING NO MERCADO DE VALORES.....	50
1. Aproximação conceitual.....	50
2. Antecedentes históricos remotos.....	52
3. Questões político-criminais relacionadas ao <i>insider trading</i>	53
3.1. O <i>insider trading</i> como crime de colarinho branco.....	53
3.2. Os crimes de colarinho branco (<i>white-collar crime</i>).....	55
3.3. O <i>insider trading</i> como <i>occupational crime</i>	59
4. Problemática atual: dificuldades para a prevenção, deteção e repressão do <i>insider trading</i>	63
5. <i>Insider trading</i> e governo corporativo (<i>insider trading</i> como objeto a ser considerado pelo <i>compliance</i>).....	66

CAPÍTULO III. O <i>INSIDER TRADING</i> NO PANORAMA NORMATIVO AMERICANO, EUROPEU E LATINO.....	70
1. Considerações iniciais.....	70
2. Regime jurídico do <i>insider trading</i> nos Estados Unidos da América.....	71
2.1. Retrospecto normativo.....	71
2.1.1. A Seção 16b do <i>Securities Exchange Act</i> de 1934.....	74
2.1.2. A <i>Rule 10b-5</i> de 1942.....	75
2.1.3. A interpretação jurisprudencial da <i>Rule 10b-5</i>	77
2.1.4. A <i>Rule 14e-3</i> de 1982.....	83
2.2. Evolução da regulamentação do <i>insider trading</i> nos Estados Unidos.....	85
3. A regulação do <i>insider trading</i> na Europa.....	88
3.1. O Código de Boa Conduta de 1977.....	89
3.2. Convenção sobre as operações financeiras de iniciados de 1989.....	91
3.3. Directiva 89/592/CEE.....	92
3.4. Directiva 2003/6/CEE.....	95
4. Especificidades das legislações europeias em matéria de <i>insider trading</i>	100
4.1. Reino Unido.....	102
4.2. França.....	106
4.3. Itália.....	112
4.4. Portugal.....	115
4.5. Alemanha.....	119
4.6. Suíça.....	122
5. A utilização de informação privilegiada no mercado de valores no contexto Latino-americano.....	124
5.1. Argentina.....	124
5.2. Chile.	126
5.3. Paraguai.	129
5.4. Colômbia.....	131
5.5. Peru.	133
5.6. México.....	135
6. Últimas considerações.....	137

CAPÍTULO IV. O TRATAMENTO PENAL DA UTILIZAÇÃO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO DIREITO BRASILEIRO. ANÁLISE DO ARTIGO 27-D DA LEI N.6.385/76.....	139
1. Considerações iniciais. Antecedentes legislativos.....	139
2. A norma penal sobre o uso de informação privilegiada no mercado de valores.....	143
3. O bem jurídico protegido no delito de uso de informação privilegiada no mercado de valores.....	144
3.1. Teorias acerca do bem jurídico protegido pelo crime de uso indevido de informação privilegiada.	147
3.1.1. Os interesses patrimoniais dos investidores.	148
3.1.2. Os danos aos interesses da empresa.....	150
3.1.3. A igualdade de oportunidades.....	152
3.1.4. A confiança dos investidores.....	155
3.1.5. O correto funcionamento do mercado de valores.....	157
3.1.6. A vulneração da justiça informativa das quotizações.....	158
3.1.7. Bem jurídico polivalente.....	159
4. Tipo objetivo.....	161
4.1. Sujeito ativo.....	161
4.2. Objeto material.....	163
4.2.1. Informação relevante.....	164
4.2.2. Informação não divulgada ao mercado.....	167
4.2.3. Informação capaz de propiciar vantagem na negociação com valores mobiliários.....	170
5. Comportamentos incriminados pelo artigo 27-D da Lei n.6375/76.....	173
6. Tipo subjetivo.....	175
7. Consequências jurídicas da infração.....	177
CONCLUSÕES.....	179
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	181

Introdução.

O tema da presente dissertação tem por objeto a análise da intervenção penal no mercado de valores, com respeito ao uso indevido de informação privilegiada – *insider trading*. Nesse contexto, as condutas nocivas ao mercado de valores, diante da representatividade deste setor para as economias de mercado, demandam resposta penal adequada, diante da insuficiência de outras formas de controle.

Assim, o primeiro capítulo foi estruturado a partir do exame dos impactos da globalização econômica e financeira, responsável pela expansão do Direito penal ao mercado de valores, como forma de coibir a criminalidade que permeia esses setores. Neste sentido, trata-se a subsidiariedade e a legitimidade da proteção penal no âmbito do mercado de valores, bem como a utilidade da intervenção penal neste setor. São abordados ainda os argumentos favoráveis e contrários à repressão do uso indevido de informação privilegiada.

O segundo capítulo compreende aproximação conceitual ao denominado *insider trading*. Em uma análise prévia, pode-se afirmar que a etimologia da palavra "*insider*" remete ao papel do agente que se encontra "dentro" de uma determinada organização empresarial e, que, a partir dessa condição, tem acesso e utiliza informação reservada em seu próprio benefício ou de terceiro, com vistas à negociação de valores mobiliários. Abordam-se ainda alguns aspectos de política criminal, com o objetivo de facilitar a compreensão da temática e como forma de buscar critérios para a repressão penal destas novas formas de criminalidade.

O terceiro capítulo, ao seu turno, foi construído com certa digressão histórica da repressão penal do uso de informação privilegiada no contexto do Direito comparado. O exame do tratamento dispensado pelo direito norte-americano envolveu análise de alguns precedentes relevantes. Além disso, foram examinadas as diretrizes do direito comunitário europeu e ainda a incorporação das mesmas aos países europeus.

Sem qualquer propósito exauriente, a análise do direito comparado ainda passou pela regulamentação do *insider trading* na América Latina, com abordagem da experiência de alguns países latinoamericanos.

O quarto e último capítulo, por sua vez, volta-se à análise específica do *insider trading* no ordenamento brasileiro. Previamente à identificação do bem jurídico tutelado pela tipologia, analisa-se a legislação nacional acerca da matéria. O capítulo segue com o exame do tipo penal, art. 27-C que, não obstante ter sido incluído no ano de 2001 pela Lei 10.303/2001, foi usado como referência pela primeira vez em 2011, na sentença condenatória

proferida no conhecido caso Sadia¹. Passa-se aos aspectos que conformam a tipologia, os elementos do tipo, iniciando-se pela identificação do sujeito ativo. O tipo penal, especialmente quanto ao elemento objetivo, consubstanciado na informação relevante, depende de certos conceitos contidos em normas extrapenais, consubstanciados na Lei de Mercado de Valores e na Lei de Sociedades Anônimas. No campo subjetivo, aborda-se a questão do dolo, com o seu enquadramento como crime formal, cuja consumação ocorre no momento de utilização da informação relevante não tornada pública, independentemente da fruição de vantagem indevida.

O trabalho se encerra com um resumo das principais conclusões propiciadas pela pesquisa.

¹ A primeira sentença condenatória proferida no Brasil, quanto ao crime de *insider trading*, foi prolatada em fevereiro de 2011, no autos da Ação Penal n. 0005123-26.2009.403.6181, envolvendo o rumoroso caso de dois executivos da Sadia que se utilizaram de informações concernentes à operação de fusão daquela Companhia com a Perdigão, os quais passaram a negociar com títulos da empresa oferecidos na bolsa de valores de Nova York, os denominados American Depositary Receipt (ADR). A sentença condenatória de primeira instância, subscrita pelo Juízo da 6ª Vara Criminal Federal de São Paulo, foi mantida pelo Tribunal Regional Federal da 3ª Região, condenando os acusados pelas práticas que lhes foram imputadas na denúncia. Acerca do caso: SILVEIRA, R. J. M.; e, ORTIZ, M. T. *Em tema de insider trading: anotação ao primeiro julgamento condenatório perante o TRF da 3ª Região*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. 2013. v. 16, n. 61. pp. 325-352).

Capítulo I. A globalização financeira e a expansão penal ao mercado de valores.

1. O processo de globalização financeira.

1.1. Aspectos gerais.

A globalização assume feições de um processo histórico que transformou a organização espacial das relações sociais, com redes de integração transnacionais ou inter-regionais². O fenômeno é pautado, então, por aspectos espaços-temporais, influenciado diretamente pelas redes globais que encurtaram distâncias, permitindo que as relações pessoais e comerciais se desenvolvessem com grande intensidade, com impactos profundos nas sociedades contemporâneas. Portanto, a globalização não se reduz a um simples processo isolado, mas envolve uma complexa configuração das tendências globais em diversos segmentos (sociais, econômico, político, cultural, social, etc.).

É certo, por outro lado, que o termo *globalização* pode dar ensejo a diferentes leituras³, com primazia para a ideia de *interconexão*⁴ entre os fenômenos da *vida cotidiana*, notadamente a partir do viés econômico. É inequívoco, entretanto, que a globalização assumiu proporções mais acentuadas do que qualquer outro surto de integração vivenciada em momentos históricos pretéritos, como foi o caso da expansão ultramarina desencadeada pelos países ibéricos.

No âmbito acadêmico, o conceito de globalização conduziu a uma série de debates para delimitar a sua verdadeira dimensão, com a preocupação precípua em se identificar suas consequências imediatas ou mediatas. Ao se cogitar destas ingerências da globalização nas ordens jurídicas internas, são múltiplas e complexas as formas de abordagem do assunto. Ao que parece, nenhuma forma de investigação pode prescindir de certo exame *multidisciplinar* dos temas que venham a ser analisados.

Atente-se que, como processo histórico em desenvolvimento, a globalização está em constante mudança, eis que se relaciona, em grande medida, com a internacionalização da economia. Parece inevitável concluir que um de seus aspectos mais proeminente reside em sua matriz econômica, não só porque se constitui como a espinha dorsal desse processo, mas

² Para Held, trata-se de "proceso histórico que transforma la organización espacial de las relaciones sociales y las transacciones, generando redes de interacción transcontinentales o interregionales y el ejercicio de poder a ese nivel" (HELD, D. Globalización: tendencias y opciones. In CID BARAÑANO, M. *La globalización económica. Incidencia en las relaciones sociales y económicas*. Madrid: Consejo general del poder judicial, 2002. p. 155).

³ "Globalização' pode significar muitas coisas. De um lado, é a difusão mundial das modernas tecnologias de produção industrial e de comunicação de todos os tipos através das fronteiras – no comércio, capital, produção e informação" (GRAY, J. *Falso amanhecer: os equívocos do capitalismo global*, Rio de Janeiro: Record, 1999. p. 77).

⁴ LIMA, A. L. C.. *Globalização econômica, política e direito: análise das mazelas causadas no plano político-jurídico*, Porto Alegre: Fabris, 2002. p. 139.

também por decorrência do papel que a economia ocupa no modelo desenvolvimentista contemporâneo⁵.

Não se pode ignorar, neste sentido, a *internacionalização* da economia e o apogeu do capitalismo financeiro⁶, que fomentaram a coligação dos mercados internacionais⁷, dando azo a um constante fluxo de investimentos, *cambiáveis* conforme as oportunidades que venham a surgir no mundo globalizado. Aliás, isso foi possível porque as *fronteiras geográficas*⁸ não foram empecilho para o comércio internacional, ávido pela expansão dos mercados consumidores.

A internacionalização também foi pautada pelo anseio em prol da otimização dos *custos de produção*⁹. Pode-se dizer, assim, que a Revolução Industrial de outrora foi substituída por um modelo disseminado de produção fragmentária. O sistema de produção “fordista” tornou-se obsoleto, cedendo espaço ao modelo “toyotista”¹⁰ com sua eficiente rede de fornecedores estrategicamente dispostos (produção *just-in-time*, etc.), sem olvidar que este último também pode se revelar parcialmente insuficiente diante dos avanços de uma

⁵ MARTÍNEZ DE AZAGRA, L.; e, JEBE HERRERA, C. D. La organización económica y los problemas derivados de la globalización. In: GONZÁLEZ LAXE, F. e SEQUEIROS TIZÓN, J. G. *Orden económico mundial. Globalización y desarrollo*. A Coruña: Netbiblo, 2003. p. 240.

⁶“Durante os anos 80 aconteceu uma verdadeira explosão dos mercados de câmbio internacionais, cujas transações, puramente monetárias, acabaram por diminuir o comércio mundial de mercadorias reais” (ANDERSON, P. Balanço do neoliberalismo, In: SADER, E. e GENTILI, P. (coord). *Pós-neoliberalismo: as políticas sociais e o estado democrático*. 6ª ed. São Paulo: Paz e Terra, 2003. p. 16).

⁷“Na década de 80, após a crise de meados dos 70/80, inicia-se uma nova história: o mundo industrial é sacudido por uma profunda reestruturação capitalista, sustentada tecnicamente na revolução informática e das comunicações, tornando possível a descentralização espacial dos processos produtivos. A nova tecnologia influi em todos os campos da vida econômica e revoluciona o sistema financeiro, pela conexão eletrônica dos distintos mercados. Esse processo é complementado pelas privatizações, desregulamentação e ‘flexibilização’ dos mercados, agudização da concorrência internacional entre capitais privados e capitalismo nacionais, compondo-se um quadro que modifica o funcionamento do mercado mundial, acelerando a internacionalização e gerando um conjunto de fenômenos novos, ...” (VIEIRA, L., *Cidadania e globalização*, 2ª ed., Rio de Janeiro: Record, 1997. p. 76/77).

⁸“A partir dessa nova realidade, as fronteiras nacionais são a todo momento transpostas e passa a ser encaradas, num certo sentido, mais como obstáculos à livre ação das transnacionais do que como referências limitadoras” (DUPAS, G. *Economia global e exclusão social*. São Paulo: Paz e Terra. 1999. p. 15).

⁹“Facilitando ou organizando a mobilidade do capital, e o ‘deslocamento’ para os países com salários mais baixos, onde o custo do trabalho é reduzido, favoreceu-se a extensão da concorrência entre os trabalhadores em escala mundial. A empresa nacional (ou até nacionalizada), cujo território de concorrência estava ligado, mais ou menos estritamente, ao território nacional, e que saía para conquistar mercados no estrangeiro, cedeu lugar à empresa multinacional, que põe os trabalhadores e concorrência, não mais apenas com os seus compatriotas, ou mesmo, como querem nos fazer crer os demagogos, com os estrangeiros implantados no território nacional, que, evidentemente, são de fato as primeiras vítimas da precarização, mas com trabalhadores do outro lado do mundo, que são obrigados a aceitar salários de miséria” (BORDIEU, Pierre. *Contrafogos: táticas para enfrentar a invasão neoliberal*. 14º Texto: *A precariedade está hoje por toda a parte*, Rio de Janeiro: Jorge Zahar Editor, 1998. p. 124).

¹⁰José Eduardo Faria faz menção à reorganização do espaço de produção, operada por meio da “substituição das plantas industriais rígidas surgidas no começo do século XX, de caráter ‘fordista’, pelas plantas industriais ‘flexíveis’, de natureza ‘toyotista’, substituição essa acompanhada pela desregulamentação da legislação trabalhista e pela subsequente ‘flexibilização’ das relações contratuais” (FARIA, J. E. Introdução. In: FRAIA, J. E. (org.). *Direito e globalização: implicações e perspectiva*. São Paulo: Malheiros, 1996. p. 11).

economia construída no contexto da era digital, identificada a partir dos delineamentos da Revolução Técnico-Científica Internacional (RTCI). Entretanto, como é de se supor, até aqui o processo fabril do mundo globalizado norteou-se pelo menor custo, fazendo conviver dois fenômenos paradoxais e deletérios, pois, não raro, a busca pelo menor custo produtivo conduz a regimes de trabalhos aviltantes¹¹.

Tais movimentos (internacionalização da economia e coligação dos mercados financeiros, devidamente concatenados) continuam afetando as forças produtivas e, por conseguinte, geram reflexos na forma de realização do trabalho e organização dos sistemas produtivos, exigindo novas formas de tratamento penal e mecanismos de controle social deste novo cenário que insiste em se desenhar.

Deste modo, sem se afastar de tais premissas, Held parte de um conceito de globalização que engloba, fundamentalmente, quatro elementos: (i) a extensão do processo (*extensity stretching*), uma vez que a globalização envolve o desenrolar das atividades políticas, econômica e social além das fronteiras tradicionais, de modo que os eventos, decisões e atividades que ocorrerem em uma determinada zona, podem afetar indivíduos e comunidades geograficamente distantes; (ii) o segundo aspecto se refere à intensificação do processo (*intensification*), no sentido de que o ultrapassar das fronteiras não é apenas ocasional ou aleatório, mas regular, de modo que se observa um aumento entre as interconexões que transcendem as comunidades tradicionalmente constituídas e os Estados; (iii) o terceiro fator concerne à velocidade do processo (*speeding up*), pois, em grande medida, as interações globais resultam do desenvolvimento dos sistemas globais de transporte e comunicação que potencializam a disseminação de idéias, mercadorias, informações, capitais e pessoas; e, finalmente, (iv) o crescimento, intensificação e velocidade das interações implica em aprofundar o impacto global dos eventos locais, nacionais ou regionais¹².

Com base nos elementos acima relacionados, Held define a globalização como um processo (ou "conjunto" deles) que abarca a transformação da organização espacial e social das interações sociais – valorizando-se internamente a sua extensão, intensidade, velocidade e

¹¹Referindo-se aos países do sudeste asiático, Julio Cesar do Prado Leite denuncia que: “Ali, em perfeita consonância, aliados, dois fenômenos paradoxais convivem: a moderna tecnologia e os aviltantes regimes de trabalho. Baixíssimos salários, horários de trabalho extraordinariamente longos em sintonia com instrumentos gerados pela cibernética e pela automação industrial” (LEITE, J. C. P. A internacionalização da economia. In: *Globalização, neoliberalismo e direitos sociais*. Rio de Janeiro: Destaque. 1997. p. 28).

¹²“(…) a process (or a set of process) which embodies a transformation in the spatial organization of social and transactions – assessed interns of their extensity, intensity, velocity and impact – generating transcontinental or interregional flows and networks of activity, interaction, and the exercise of power” (HELD, D.; MC GREW, A.; GOLDBLATT, D. e PERRATON, J. *Global transformations. Politics, economics and culture*. Cambridge: Polity Press, 2000. p. 15 e ss).

impacto - gerando fluxos e redes de atividades transcontinentais, interação e exercício do poder¹³. No entanto, no que diz respeito ao seu alcance e delimitação, parece inequívoco que subsistem posições conflitantes distantes de um consenso.

Os céticos identificam a globalização como um mito, uma errônea identificação com o processo de internacionalização da economia sustentada por grandes potências ou blocos econômicos (EUA, UE, Japão e, mais recentemente, a China), em que os governos nacionais ainda conservam parcelas muito importantes de poder¹⁴. Por outro lado, dentre aqueles que compreendem a globalização como um fator em expansão, é possível identificar duas posições: (i) os que acreditam que o processo em questão se insere em uma nova “era”, em que todos os fatores estão sujeitos à disciplina do mercado global¹⁵; e, por outro lado, (ii) os que concebem a globalização como um modelo radicalmente novo, em que as sociedades contemporâneas e os Estados procuram se adaptar às mudanças advindas de um mundo interconectado, mas também incerto¹⁶.

Os autores que consideram que a globalização não está totalmente consolidada estão parcialmente certos, porque se assim fosse, dar-se-ia uma melhor distribuição de capital para os países menos desenvolvidos. Teoricamente, quanto maior o fluxo de capitais, maiores seriam os benefícios compartilhados, pois a poupança e o investimento permitiriam uma distribuição mais equitativa e eficiente dos recursos, mas isso não se verificou em sua plenitude. Ao invés disso, o transcorrer da globalização não foi hábil a superar as diferenças históricas entre o hemisfério norte industrializado e o sul em desenvolvimento¹⁷, de modo que os fluxos financeiros estão fortemente concentrados nas economias mais avançadas, alcançando apenas uma pequena minoria de países de industrialização recente¹⁸. Nesta perspectiva, ao menos sob certa ótica, a especulação e a acumulação de capital cresceram nas mesmas projeções da disseminação da miséria endêmica, denunciadas por baixos índices de desenvolvimento humano (IDH)¹⁹, dentro de um mundo polarizado no eixo norte-sul. Aliás,

¹³Idem.Op. cit. p. 16.

¹⁴HIRST, P. Q. e THOMPSON, G. *Globalization in question: the international economy and the possibilities of governance*. 2 ed. Cambridge: Polity Press, 1999.

¹⁵OHMAE, K. *The borderless world*. Collins: London, 1990.

¹⁶GIDDENS, A. *The consequences of modernity*. Cambridge: Polity Press, 2000.

¹⁷HIRST, P. Q.; e, TOMPSON, G. Op. cit.

¹⁸GARCÍA ARIAS, J. *Economía política de la estabilidad cambiaria. Una perspectiva desde la teoría de los bienes públicos*. Madrid: Consejo económico social, 2002. p. 35.

¹⁹“Independentemente do significativo aumento do trabalho informal, somos um país com estatísticas de miséria do povo avassaladoras. Os próprios trabalhadores ‘formais’ recebem salário insuficiente a sua subsistência. Temos 32 milhões de indigentes, 60 mil crianças morrem de fome, existem milhares de bóias-frias e não se pode negar que ainda há no Brasil trabalho escravo. Em contrapartida cresce de forma alarmante a

numa visão eurocentrista, é comum aludir-se à “brasileirização”, como *generalização* de um modelo com 20% (vinte por cento) de *incluídos* e 80% (oitenta por cento) de *excluídos*. Fala-se, neste viés, em uma equação 20:80 – resultando em uma “sociedade de asilados e guetos ricos fortificados em um mar de pobreza”²⁰. Sob esse aspecto, a opulência, ambientada pelo *consumismo* exagerado²¹, convive com a queda dos salários²² e com a ampliação de bolsões de pobreza, seja em países da Ameríndia²³, na África subsaariana, ou mesmo em alguns países do Sudeste Asiático. Portanto, indiferente aos sofrimentos das massas, as forças do mercado passaram a se mover “sem interferências e a reestruturação econômica procede tal qual se esperava, uma vez que o Estado se colocou de lado e o ‘instituto capitalista’ se pôs em marcha, livre das regulações ‘artificiais’, caprichosamente estabelecidas durante décadas por governos hostis”²⁴. Relatório produzido pelo Banco Mundial corrobora o que está sendo dito, ao reconhecer que a globalização reduziu a pobreza, mas não em todos os rincões do planeta²⁵. São muitos os fatores a serem considerados para explicar tais distorções, como a falta de infra-estrutura de certos países para os investimentos globais, a corrupção, as instituições nacionais inadequadas, geografias adversas, etc., cujo exame integral e sistêmico escapa à órbita estreita do presente trabalho.

Entretanto, apesar das diferenças e assimetria das economias nacionais, a internacionalização dos sistemas financeiros, especialmente a conexão dos mercados de valores mobiliários, estimulada pelas novas tecnologias e meios de comunicação, está diluindo as barreiras entre os países, tornando possível que tanto os mercados, como a

lucratividade, a concentração de rendas e de riquezas” (CORTEZ, Rita de Cássia S. Flexibilização - uma análise crítica. In *Globalização, neoliberalismo e direitos sociais*, Rio de Janeiro: Destaque, 1997. p. 61).

²⁰ZAFFARONI, E. R. La globalización y las actuales orientaciones de la política criminal. *Nueva Doctrina Penal*. 1999. p. 7.

²¹“O consumo é o grande emoliente, produtor ou encorajador de imobilismos. Ele é, também, um veículo de narcisismos, por meio dos seus estímulos estéticos, morais, sociais; e aparece como o grande fundamentalismo do nosso tempo, porque alcança e envolve toda gente” (SANTOS, Milton. *Por uma outra globalização: do pensamento único à consciência universal*, 10ª ed., São Paulo/Rio de Janeiro: Record, 2003. p. 49).

²²“A queda vertiginosa dos salários e o crescente aumento do sub e do desemprego na América Latina da última década leva ao reconhecimento unânime de que houve nesses anos um retrocesso social dramático; o problema revela-se no empobrecimento generalizado da população trabalhadora e na incorporação de novos grupos sociais à condição de pobreza ou extrema pobreza” (LAURELL, Ana Cristina. Avançando em direção ao passado: a política social do neoliberalismo, In *Estado e políticas sociais no neoliberalismo*, 3ª ed., Asa Cristina Laurell (org.); revisão técnica de Amélia Cohn; tradução de Rodrigo Leon Contrera, São Paulo: Cortez, 2002. p. 151).

²³“A agenda da democracia na América Latina não poderia estar mais sobrecarregada: extrema pobreza, doenças, analfabetismo, desemprego, decadência regional e urbana, narcotráfico. Pode um Estado democrático virar as costas diante da fenomenal ‘dívida social’ que este continente vem acumulando desde tempos imemoriais?” (BORON, Atílio. A sociedade civil depois do dilúvio neoliberal, In *Pós-neoliberalismo: as políticas sociais e o estado democrático*, 6ª ed., Organizadores Emir Sader e Pablo Gentili, São Paulo: Paz e Terra, 2003. p. 76).

²⁴BORON, Atílio. Op. cit., p. 103.

²⁵*Globalization, growth, and poverty: building an inclusive world economy*, Vol. 1. Documento del Banco Mundial disponible en: <http://econ.worldbank.org>.

contratação versátil se desenvolvam em escala mundial, de modo que, pelo menos no que diz respeito ao mercado de ações, seria mais apropriado o termo globalização ou mundialização, em vez de internacionalização²⁶.

O processo de globalização financeira começou no final dos anos cinquenta do século passado, com a abertura do Euromarket, sendo o impulso definitivo ocorreu na década de setenta, com a grande crise do sistema financeiro internacional criado em Bretton Woods²⁷. A liberalização dos movimentos de capitais, juntamente com a plena realização da universalização das comunicações, constituiu um dos fatores que explicam o seu desenvolvimento. Além disso, o processo de liberalização de bens e serviços impulsionado pelo Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio (GATT) e por sua sucessora, a partir de 1995, a Organização Mundial do Comércio (OMC), têm impulsionado o crescimento do comércio internacional que, aliada ao desenvolvimento tecnológico, conduziu a um aumento dos fluxos financeiros entre os países.

Ademais, conforme visto acima, não se pode olvidar que a globalização induz grandes movimentos de deslocamento e deslocalização da atividade produtiva, sendo as grandes empresas multinacionais os principais agentes promotores deste processo. Com efeito, assistiu-se ao surgimento das empresas *transnacionais* ou *globais*²⁸, moldadas sob a forma de conglomerados que cresceram em escala planetária, tornando *obsoletas* as fronteiras dos Estados. Não se pode perder de vista que as empresas globais dispersam o *processo de produção*²⁹, revolucionando a divisão internacional do trabalho³⁰. Deste modo, tem-se um

²⁶Em uma perspectiva econômica, o termo “globalização” corresponde a um processo, o qual foi utilizado em 1983, por Levitt, para designar a convergência dos mercados a nível mundial que conduziria a uma sociedade global, na qual uma mesma coisa seria vendida pelo mesmo preço e da mesma forma em todas as partes. Em 1990, Ohmae estendeu este conceito ao conjunto da cadeia de criação de valor que engloba a investigação e o desenvolvimento, a engenharia, a produção, o comércio, os serviços e finanças. Em uma terceira fase, a globalização se impõe como um processo por meio do qual as empresas mais internacionalizadas buscam redefinir em seu proveito as regras do jogo precedentemente impostas pelos Estados Nação. A este respeito consultar: CUNHA RODRIGUES, J. N. Os senhores do crime. *In Revista Portuguesa de Ciência Criminal*. 1999, ano 9, n. 1, p. 7-29, jan./março. p.11-12.

²⁷O sistema de câmbio pactuado em *Bretton Woods*, em 1944, pretendia criar um clima de estabilidade cambial capaz de permitir um paulatino crescimento do comércio internacional e das operações financeiras internacionais, com o objetivo de reconstruir as economias arrasadas pela 2ª Guerra Mundial.

²⁸“A ‘empresa global’ de hoje deixou de ter centro, ela é um organismo sem corpo, sem coração, não passa de uma rede constituída de diferentes elementos complementares, disseminados através do planeta que, articulando-se uns aos outros segundo uma pura racionalidade econômica, obedecem a duas palavras chaves: rentabilidade e produtividade. (...) A empresa global procura, pelos deslocamentos e o aumento incessante da produtividade, o máximo lucro; essa obsessão leva-a produzir nas regiões onde os custos salariais são os mais baixos e a vender onde os níveis de vida são mais elevados” (RAMONET, Ignácio. *Geopolítica do caos*, 2ª ed., Petrópolis: Vozes, 1998. p. 49/50).

²⁹Comentando a gestão das empresas globais, Milton Santos afirma que “estas funcionam a partir de uma fragmentação, já que um pedaço da produção pode ser feito na Tunísia, outro na Malásia, outro ainda no

processo de *desterritorialização*, atributo típico da sociedade global em formação, vale dizer, “formam-se estruturas de poder econômico, político, social e cultural internacionais, mundiais ou globais descentradas, sem qualquer localização nítida neste ou naquele lugar, região ou nação”³¹.

Por outro lado, a expansão do movimento de capitais entre as economias nacionais, por meio do intercâmbio massivo de ativos e produtos financeiros conduziu a uma situação generalizada de globalização financeira³². O mercado de capitais, nesse aspecto, constitui um dos símbolos da globalização, à medida que a ausência de referências espaços-temporais e, graças às novas tecnologias e aos fluxos de capital estrangeiro, opera de forma contínua, vinte e quatro horas ininterruptas, convertendo-se em um mercado mundial instantâneo. Por isso, há quem identifique um processo de crescente financeirização do sistema econômico, em que se privilegia a economia financeira sobre o seu arcabouço real³³.

Outro fator que tem contribuído para a consolidação do processo de globalização financeira é a existência de uma moeda de referência (dólar), claramente hegemônica, que é balizadora das relações financeiras e comerciais, formando um mercado aparentemente democratizado com incontáveis operadores, capazes de interagir livremente uns com os outros. No entanto, uma análise mais cuidadosa, mostra um mercado centralizador, em que um pequeno grupo de agentes controla o volume principal de recursos canalizados em seu meio.

Além disso, a demanda por crédito é incomparavelmente maior do que a capacidade de financiamento, contribuindo para o processo de globalização, uma vez que incentiva a

Paraguai, mas isto apenas é possível porque a técnica hegemônica de que falamos é presente ou passível de presença em toda parte” (SANTOS, Milton. Op. cit., p. 26).

³⁰“A nova divisão internacional do trabalho, contribui para o reforço deste poder, eis que o processo de produção sendo realizado em vários países, em certa medida, torna obsoletas as fronteiras dos Estados, mitigando cada vez mais o poder dos mesmos e consolidando de forma crescente o poder das empresas transnacionais na medida em que a globalização econômica vai se implementando” (LIMA, Abili Lázaro Castro de. Op. cit., p. 150/152).

³¹IANNI, O. *A sociedade global*. 5ª ed. Rio de Janeiro: Civilização brasileira. 1997. p. 93.

³²Conforme explica González Fernández, a globalização financeira se refere à integração dos mercados financeiros domésticos em um único mercado financeiro internacional, o que permite às instituições de qualquer país que busquem fundos não se limitando a localizá-los em seu próprio mercado doméstico (GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, S.; MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J. La globalización de los mercados financieros. *Noticias de la Unión Europea*. nº 179, año XV, mayo, 1999. p. 31).

³³MERCADO PACHECHO, P. El “Estado comercial abierto”. La forma de gobierno de una economía desterritorializada”. In: CAPELLA HERNÁNDEZ, J. R. *Transformaciones del Derecho en la mundialización*. Madrid: Consejo General del Poder Judicial, 1999. p. 129.

busca de mercados secundários abrangentes, fazendo o investimento menos dependente de poupança nacional. Portanto, hoje só faz sentido falar de “fronteiras” na esfera econômica³⁴.

Portanto, pode-se concluir que a globalização dos mercados financeiros ocorreu principalmente por três fatores: (i) a desregulamentação e liberalização dos mercados e das atividades que os seus participantes desenvolvem nos principais centros de finanças globais; (ii) os incríveis avanços tecnológicos experimentados nas últimas décadas e, por fim, (iii) a institucionalização dos mercados financeiros, o que significa que os investidores institucionais têm vindo a dominar os mercados financeiros à custa de investidores individuais.

Em suma, a globalização financeira decorre de um processo complexo, caracterizado por uma série de fatores, incluindo o aumento da capacidade técnica para o desenvolvimento das relações financeiras, a integração dos mercados e atores nacionais em um cenário global, o desaparecimento das distinções tradicionais entre diferentes instituições financeiras, além do surgimento de bancos e conglomerados financeiros que operam dimensão global. Como resultado desse processo, o segmento de capitais tem experimentado um desenvolvimento muito intenso nas últimas décadas, sem paralelo na história econômica do século XX.

Não há que se olvidar, porém, que a globalização financeira favorece, inevitavelmente, certos processos transnacionais que desafiam a visão clássica de soberania dos Estados-Nações, deixando seus operadores fora do controle e supervisão dos organismos internos e das autoridades econômicas e financeiras³⁵. Kenichi Ohmae sustenta, neste particular, que o Estado-Nação se tornou “uma unidade organizacional antinatural – até mesmo disfuncional – para se pensar sobre a atividade econômica”³⁶. Ora, o declínio do Estado-Nação é constatado no momento em que “suas políticas governamentais ficam reféns desse novo panorama globalizado”³⁷. Com efeito, os influxos da globalização fizeram por deslocar os centros decisórios de poder, transformando o conceito clássico de *soberania* em figura retórica³⁸. Em

³⁴RODRÍGUEZ DE RIVERA, J. Observaciones sobre la globalización desde el enfoque de la sistemática de Niklas Luhmann. In: BLANCH, A. *Luces y sombras de la globalización*. Madrid: Universidad de Comillas, 2000. p. 197.

³⁵ Conforme considera Mercado Pachecho: “La liberalización a nivel mundial de los mercados de bienes y servicios pero sobre todo del mercado financiero, rompe el vínculo que unía economía y territorio. Y esta desterritorialización de la economía ha puesto en marcha un proceso de redefinición de los poderes, de los actores y de los presupuestos sobre los que se enucleaba hasta ahora el gobierno del sistema económico” (MERCADO PACHECHO, P., Op. cit., p. 127).

³⁶OHMAE, Kenichi. *O fim do estado-nação – a ascensão das economias regionais*, Rio de Janeiro: Campus, 1996. p. 10.

³⁷ LIMA, Abili Lázaro Castro de. Op. cit., p. 155.

³⁸“A partir da época em que a globalização se constitui em uma nova realidade, conformando uma nova totalidade histórica, quando as fronteiras são modificadas ou anuladas, a soberania transforma-se em figura

sentido próximo, Renato de Mello Jorge Silveira e Eduardo Saad-Diniz destacam que a fonte real de produção da norma penal não é mais a vontade soberana do Estado, que sofre, inequivocamente, a ingerência de organismos internacionais. Para esses autores, a *transnacionalização* da regulação jurídica do Estado-Nação "abala o próprio sistema de fontes do Direito, bem como o próprio princípio da legalidade"³⁹. Desse modo, a tensão entre o poder político, marcado por certo declínio do Estado-Nação, e o desenvolvimento dos mercados financeiros é, por si só, um fator de instabilidade.

Porém, parece inequívoco que a globalização econômica não pode se traduzir necessariamente em uma redução do poder estatal, mas, ao invés impõe mudanças nas condições em que são exercidas as suas funções típicas⁴⁰. A diversidade dos mercados financeiros, independentemente dos critérios acima analisados, não exclui um alto grau de integração e interdependência, como resultado da abertura e liberalização da economia mundial. Ora, a livre circulação de capitais e liberdade econômica para contratar e formalizar todos os tipos de transações financeiras também confere aos mercados financeiros um alto grau de interdependência⁴¹.

A interdependência econômica entre os diferentes países e territórios é tão intensa que uma crise financeira em determinada área se expande imediatamente para o restante dos países, com profundas consequências⁴², não ficando descartado o risco de crises sistêmicas, como, aliás, ocorreu a partir da decretação de falência do *Lehman Brothers* (2008), um dos maiores bancos americanos de investimento, gerando reação em cadeia que afetou outros bancos, empresas e investidores. A crise financeira de 2008, surgida pela expansão do *subprime*, é considerada a mais grave desde a quebra da Bolsa de Nova York de 1929. Portanto, torna-se evidente a necessidade de cooperação entre os organismos administrativos nacionais de controle e supervisão dos mercados.

Ou seja, a facilidade de transferência e migração do “risco” de uma economia para outra, apenas corrobora as enormes dificuldades de regulação destes mercados globais.

retórica. Objetivamente, a sociedade nacional revela-se uma província da sociedade global” (IANNI, Octávio. Op. cit., p. 91).

³⁹ SILVEIRA, Renato de Mello Jorge; e, SAAD-DINIZ, Eduardo. *Compliance, direito penal e lei anticorrupção*, São Paulo: Saraiva, 2015. p. 41.

⁴⁰ HELD, D. Globalización: tendencias y opciones. p. 177.

⁴¹ SÁNCHEZ BLANCO, J. Mercados financieros y globalización. In: BLANCH, A. *Luces y sombras de la globalización*. Madrid: Universidad de Comillas, 2000. p.166.

⁴² “La existencia de mercados financieros globales facilita la transmisión de los shocks financieros (efectos contagio) más eficazmente que nunca” (RODRÍGUEZ PRADA, G. Globalización, crisis financieras y dolarización. In: DÍAZ MIER, M. A. *La globalización: un estudio interdisciplinario*. Alcalá de Henares: Universidad de Alcalá, 2003. p. 89).

Portanto, diante da interdependência dos sistemas econômicos, o problema mais óbvio que as autoridades nacionais enfrentam é como construir sistemas de vigilância para coordenar e integrar os mecanismos de regulação.

Por fim, conforme consignado por García Arias, a expressão globalização traz consigo uma sensação de insegurança e fatalismo, no sentido de que a mudança social, política, ideológica e econômica, escapa à capacidade de controle dos cidadãos e seus governos⁴³. A advertência apenas reforça a importância de integração dos mecanismos de regulação, aspecto que será retomado logo adiante.

1.2. Os reflexos da globalização financeira.

Conforme já foi dito, a globalização financeira pode ser entendida como um processo de criação de um mercado financeiro global⁴⁴. Entretanto, o fenômeno ainda convive com as diferenças regulatórias impostas pelas legislações nacionais. O principal dilema, então, é que a desregulamentação dos mercados financeiros nacionais está atrelada à tentativa de harmonizar os regulamentos internos adequando-os à disciplina regulatória de outros Estados nacionais⁴⁵. Trata-se de um aspecto importante da globalização. O aumento da concorrência dos centros financeiros em todo o mundo e a consequente normatização dos mercados, no sentido de alcançar níveis semelhantes de eficiência⁴⁶, estimulou o processo de desregulamentação para permitir a livre concorrência entre empresas financeiras em todo o mundo.

Assim, o processo de desregulamentação (*desregulation*), como característica do mercado de ações, diz respeito à remoção de obstáculos ou barreiras capazes de impedir a

⁴³Para o autor, "la expresión mundialización trae aparejada un sentimiento de inseguridad y fatalismo en el sentido y que el cambio social, político, ideológico y económico que trae consigo no sólo exógeno, sino que, además, y en parte como consecuencia, escapa a la capacidad de control de los ciudadanos y sus gobiernos" (GARCÍA ARIAS, J. Op. cit. p. 29).

⁴⁴SCHABERG, M. Globalization and financial systems: policies for the new environment. In: BAKER, D., EPSTEIN, G. e POLLIN, R. *Globalization and progressive economic policy*. Cambridge: University Press, 1999. p. 197.

⁴⁵Ainda que a imagem que se projeta seja de um mercado desregulado, por detrás desta aparência se detectam esforços regulatórios dispersos. Conforme destaca Martínez González-Tablas, "sus manifestaciones más significativas pertenecen al género de la regulación difusa, si como tal entendemos los progresos del Banco de Basilea en el ámbito bancario y los más incipientes de otras instituciones, como la 'International Organization of Securities Commissions' (IOSCO), en lo concerniente al mercado de títulos" (MARTÍNEZ GONZÁLEZ-TABLAS, A. *Economía política de la globalización*. Barcelona: Ariel, 2000. p. 126). Também não se pode deixar de destacar a importância de instituições como o Fundo Monetário Internacional (FMI), o Banco Mundial, a Organização Mundial do Comércio (OMC), entre outras.

⁴⁶Observa J. M. Garrido que "se ha pasado de un mundo de pequeñas Bolsas heterogéneas y aisladas a un mundo en el que todos los grandes centros financieros se mueven hacia los mismos fines, hacia una misma regulación ideal que combine la competencia y la eficiencia con la estabilidad y la transparencia del mercado" (GARRIDO, J. M. La regulación de los mercados financieros en Inglaterra. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. 1990, nº 39, julio-septiembre. p. 553).

livre circulação de capitais. A desregulamentação pretende alcançar as diferentes operações realizadas no mercado financeiro, de modo a permitir a alocação dos investimentos de forma eficaz, guiados pelo critério de rentabilidade máxima.

Como assinala Prieto Del Pino, a desregulamentação deve ser compreendida no seu sentido econômico em prol de uma maior flexibilidade das ações dos operadores, acompanhada de uma intensificação da fiscalização pelas autoridades, a fim de evitar comportamentos fraudulentos no mercado de valores⁴⁷. Portanto, não se trata de reduzir as salvaguardas jurídicas no sistema de transmissão de valores mobiliários, tampouco a negligência dos princípios básicos de proteção dos investidores, mas sim objetiva-se garantir flexibilidade em prol do desempenho dos operadores, aumentando a inter-relação entre os diversos setores do mercado financeiro⁴⁸.

Em suma, o *laissez faire* também se incorpora à forma de atuação do Estado na economia. Paradoxalmente, “era necesario que el Estado interviniera para no intervenir”⁴⁹. Ou seja, a desregulamentação de diferentes mercados passa pela conformação legislativa, pois a liberdade de ação exige um conjunto de regras de livre acesso ao mercado, controle e inspeção, a fim de coibir malfeitos que possam macular seus contornos, como ocorre no caso do uso indevido de informações privilegiadas no tráfego de ações. Aliás, para Garrido existe uma consciência clara de que a desregulamentação é condição necessária para incorporação de novas tecnologias, além de representar um requisito para adequação aos mercados estrangeiros⁵⁰.

⁴⁷Nas palavras da autora, torna-se imprescindível uma "mayor flexibilización de las actuaciones de los operadores acompañada de una intensificación de la vigilancia por parte de las autoridades a fin de evitar comportamientos fraudulentos en el mercado de valores" (PRIETO DEL PINO, A. M., Op. cit., p. 81). Também, para Valenzuela Garach, “una vez concedida una mayor libertad de actuación, se han de establecer paralelamente una normas de conducta y de supervisión, unas “reglas del juego” en forma de normas de acceso al mercado, control, inspección y sanción, promulgadas precisamente con vistas a evitar los malos usos/abusos de la ya amplia libertad de actuación concedida” (VALENZUELA GARACH, F. *La información en la sociedad anónima y el mercado de valores*. Madrid: Civitas, 1993. p. 32).

⁴⁸Ureta Domingo cita, como exemplo, a reforma do mercado de valores inglês (o denominado *Big bang-27.10.1986*), no qual, concomitantemente à flexibilidade operatória, foi implantado um esquema completo de autoridades do mercado, em cuja frente está a *Securities Investment Board*, como órgão de controle externo dos mercados (URETA DOMINGO, J.C. Las instituciones del Mercado Financiero: brokers y dealers. Las agencias y sociedades de valores y bolsa. In: SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J. L. (dir.) *Curso de Bolsa I*. Barcelona: Ariel, 1992. p. 307). Nesta mesma linha, Garrido se refere a esta tendência como um “desplazamiento de regulación” (GARRIDO, J. M., Op. cit., p. 566).

⁴⁹MERCADO PACHECO, P. Op. cit. p. 142.

⁵⁰Para Garrido, a "reforma de la Bolsa es el ejemplo más claro de la política de desregulación. Existe una conciencia clara de que la desregulación es requisito necesario para la incorporación de las novedades tecnológicas al mercado financiero, y requisito también para dar una respuesta adecuada a la creciente competencia de los mercados extranjeros como consecuencia de la internacionalización o globalización de los mercados financieros" (GARRIDO, J. M., Op. cit., p. 567).

Na esfera criminal, a desregulamentação projeta-se mediante processos destipificadores ou não tipificadores, fazendo desaparecer velhos delitos que poderiam configurar impedimentos à livre circulação de mercadorias, tais como certos crimes monetários e de contrabando. Por outro lado, a desregulamentação do setor financeiro e mercantil, à margem dos supostos benefícios esperados, favoreceu a consecução de algumas práticas nocivas para os mercados, a exemplo da lavragem de dinheiro e da moderna corrupção, que abarca tipos penais como o tráfico de influência e o uso de informação privilegiada.

Como observado por Garrido, pode-se afirmar que as novas tecnologias representam a causa e o veículo principal do que tem sido chamado de "*revolução financeira*". Segundo o autor, "las nuevas tecnologías dotan los mercados de nuevas posibilidades: se aumenta la rapidez de la negociación y de ejecución de contratos; se eliminan formalidades, desaparece la necesidad de intermediarios"⁵¹. Ou seja, o *modus operandi* no mercado financeiro foi radicalmente transformado pelo processo de globalização e pela evolução tecnológica.

O desenvolvimento tecnológico tem promovido a integração e eficiência do mercado financeiro global e a melhoria dos sistemas de telecomunicações conduziu à execução imediata de ordens, acelerando os processos de recrutamento. Estes avanços tornaram possível a ligação dos mercados em tempo real, facilitando o repasse de cotações sobre preços, além de outras informações primordiais, ainda que emanadas de agentes localizados em diferentes localizações geográficas. O volume de operações realizadas nos mercados de ações aumentou consideravelmente, da mesma forma como aumentou sua complexidade. É certo que investidores e intermediários podem estar a par do que acontece nos mercados mundiais, permitindo-lhes analisar as informações disponíveis, e avaliar o impacto das mesmas nas respectivas carteiras de investimentos e de custódia.

Portanto, a diferença entre um sistema de negociação em que os bens e informações se movem sobre "navios à vela" e outro em que os produtos comercializados se movem pela força motriz do "vapor" ou da "eletricidade" é de ordem qualitativa⁵². A velocidade no processamento de informações e a diversificação de processos permitem que os agentes que operam no mercado financeiro, otimizem o tempo na celebração de contratos, reduzindo significativamente os custos de transporte dos fatores de produção, bens, serviços e informação econômica útil. Além disso, as novas tecnologias conduzem à redução do contato

⁵¹GARRIDO, J.M. Op. cit., p. 552.

⁵²HIRST, P. Q. e THOMPSON, G., Op. cit., p. 9.

físico entre o cliente e a empresa, permitindo negociações eletrônicas envolvendo vários tipos de serviços que anteriormente eram impensáveis.

Para as tecnologias no processo de globalização, não se pode deixar de mencionar o importante papel assumido pela Internet, ao facilitar o processo de divulgação de informações e a circulação de valores, bens e mercadorias. Sobre isso, pode-se dizer que a instrumentalização dos mercados financeiros na Internet contribuiu para o deslocamento dos mesmos, o que não significa necessariamente uma referência física. Além disso, a Internet levou a desintermediação, no sentido de que os investidores podem contatar diretamente os operadores. Os investimentos no Tesouro Direto do Governo Federal brasileiro e o surgimento das *fintechs* são bons exemplos nesse sentido. Ademais, a Internet tem possibilitado o cruzamento de informações entre os operadores do mercado, a opção pela negociação eletrônica, de modo a tornar as operações levadas a cabo no mercado céleres e eficazes⁵³.

Oportuno evidenciar ainda o aumento da produtividade, o que, por sua vez, estende-se ao restante da economia. Assim, as inovações passam a representar novas oportunidades para os pequenos investidores, permitindo-lhes operar no mercado⁵⁴. Ou seja, o enfraquecimento dos limites espaciais, juntamente com o desenvolvimento de novas tecnologias propiciou novas oportunidades para o comércio, comunicação técnica e difusão cultural. Por outro lado, conduziu ao surgimento de um novo espaço crimínogeno, em que as organizações criminosas passam a tirar vantagem dos avanços fornecidos pela técnica, albergados ainda pelo escudo do sigilo⁵⁵.

⁵³KRONKE, H. Connected and global securities markets- UIT or without conflict of laws? *In: BAUMS, T; HOPT, K. J.; HORN, N. Corporations, capital markets and business in the law (Liber amicorum Richard M. Buxbaum)*. Hague: Kluwer Law International, 2000. p. 371.

⁵⁴GONZÁLEZ BLANCO, R. e MAESSO CORRAL, M. ¿Queda espacio para la globalización económica? *In: GONZÁLEZ LAXE, F. e SEQUEIROS TIZÓN, J. G. Orden económico mundial. Globalización y desarrollo*. A Coruña: Netbiblo, 2003. p. 259.

⁵⁵"Por otro lado, el auge del sector de la banca electrónica puede favorecer la delincuencia organizada porque permite la transferencia rápida y anónima de grandes cantidades de dinero, facilitando así el blanqueo de capitales. Es previsible que en el futuro, Internet se utilizara con más frecuencia para transferir dinero de una jurisdicción a otra. Cuando esto ocurra, el blanqueo de dinero se realizará cada vez más por medio de la banca electrónica, la banca telefónica celular y las tarjetas de crédito. Dada la ausencia de terceros intermediarios (como un banco) los sistemas de pago cibernéticos permiten un mayor anonimato cuando se transfiere dinero y reducen considerablemente el costo de las operaciones. Además, éstas resultan más difíciles de rastrear, lo que aumentará las posibilidades de financiar distintos tipos de delincuencia, por ejemplo, el terrorismo o cometer actos de corrupción sin ningún control institucional" (GARCÍA, C. R. Globalización y delito. Rasgos y tendencias apreciables de la delincuencia internacional. *Cuadernos de Política Criminal*. Segunda época. Ed. CESEJ, n. 93, 2007. p. 227).

2. A expansão da criminalidade em relação ao mercado de valores.

Como visto, o processo de globalização reflete nas mais diversas áreas da interação social, unindo e separando, marginalizando e reintegrando, estando marcado por inúmeros paradoxos⁵⁶. Como resultado, novas situações anteriormente inexistentes emergem a todo o momento. Assim, parece correto afirmar que a globalização leva à reflexão sobre os novos interesses sociais, bem como a novas avaliações para os interesses existentes.

O Direito penal, como instrumento de proteção particularmente relevante para a proteção de certos bens jurídicos, passa a sofrer os influxos de certa expansão, quer pelo aparecimento de novos interesses jurídicos tuteláveis, quer pelo aumento dos interesses legais experimentados e conhecidos⁵⁷.

Conforme aponta Hassemer, os principais setores que definem os novos contornos e projeções do Direito penal são: a proteção do meio ambiente, repressão às drogas, tutela penal da economia, processamento de dados financeiros, terrorismo e o crime organizado⁵⁸. De maneira similar, Thiago Bottino e Eduardo Oliveira observam que a expansão dos processos de integração “trouxe consigo a valorização de novos bens jurídicos e a consequente expansão do poder punitivo estatal, sobretudo no tocante à punição de condutas lesivas (ou simplesmente que levem perigo) à economia, ao meio ambiente, às relações de consumo, à genética, às redes de informática, etc.”⁵⁹.

Além disso, do ponto de vista criminológico, por força do fenômeno da globalização, das novas tecnologias e do incremento dos meios de comunicação, pode-se afirmar que as possibilidades de se cometer certos tipos de crimes aumentaram⁶⁰. Ou seja, os limites frágeis tradicionalmente impostos pelos Estados para operações econômicas no exterior, bem como a desregulamentação do sistema financeiro, aumentaram as transações econômicas internacionais. Pode-se afirmar, então, que há consenso no sentido de que a expansão e o surgimento de novos mercados introduziram um novo espaço criminógeno (*criminogenic*

⁵⁶ FINDLAY, M. Crime as a force in globalization. *Journal of Financial Crime*. 1998, Vol. 6, nº 2. p. 105.

⁵⁷ SILVA SÁNCHEZ, J. M. *La expansión del derecho penal. Aspectos de la política criminal en las sociedades postindustriales*. 2 ed. Madrid: Civitas, 2001. p. 25.

⁵⁸ HASSEMER, W. Perspectivas del Derecho penal futuro. *Revista Penal*. 1998, año 1, nº 1. p. 37.

⁵⁹ BOTTINO, T. e OLIVEIRA, E. Seletividade do sistema penal nos crimes contra o mercado de capitais. In: BOTTINO, T. e MALAN, D. (coord). *Direito penal e economia*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012. p. 153.

⁶⁰ “Ad una globalizzazione dell’ economia – si avverte – corrisponde con tempestiva simmetria una globalizzazione della criminalità organizzata” (MANGIONE, A. Mercato finanziari e criminalità organizzata: spunti problematici sui recenti normativi di contrasto al riciclaggio. *Rivista Italiana di diritto e procedura penale*. 2000, anno 18, fascicolo 3, luglio-settembre. p. 1103).

*environment*⁶¹). O mercado secundário de valores é considerado um sítio altamente criminógeno, ao representar “un sector económico especialmente sensible a la especulación y a las oscilaciones del mercado”⁶². Portanto, o estreitamento das fronteiras nacionais, os avanços tecnológicos e a difusão dos meios de comunicação não só permitiram a expansão dos mercados, mas também conduziu ao aumento de certos perfis de criminalidade⁶³. Conforme destacado Zuñiga Rodríguez, as fronteiras são abertas não só para os cidadãos, mas também para o crime que se aproveita dos canais de livre comércio⁶⁴.

Para Renato de Mello Jorge Silveira, *globalização e sociedade de risco*⁶⁵ são elementos em interação, de modo que os processos governamentais já não mais se dão de forma independente entre si e, nesse aspecto, “o crime assume, muitas vezes, um padrão global. A multiplicação de uma criminalidade organizada através de redes densificadas é um fenômeno marcante dos dias que correm”⁶⁶.

Não se pode ignorar, portanto, que o setor bancário e financeiro representa terreno fértil para o desenvolvimento da criminalidade econômica, seja pela essência imaterial dos serviços, pela opacidade que caracteriza estes mercados, diversidade de produtos financeiros, etc. O fato é que o mercado financeiro parece ser o lugar ideal para o mimetismo e desenvolvimento do perfil de delinquência já traçado acima⁶⁷. Além disso, como visto, o fenômeno da globalização pode moldar novos tipos de crime. Essas novas formas de criminalidade se caracterizam, principalmente, pela sua natureza transnacional, pela ausência

⁶¹NEEDEMANN, M.; e, NEEDEMAN, C.: Organization crime: Two models of criminogenesis. *Sociological Quarterly*. 1979, Vol. 20, p. 517-539. *Apud* GÓMEZ INIESTA, D.J. *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*. Madrid: McGraw- Hill, 1997. p. 38.

⁶²MUÑOZ CONDE, F., *Op. cit.*, p. 27.

⁶³No tocante à aparição de novas formas delitivas e de nova concepção de delinquência, Martínez-Buján Perez observa que: “podemos constatar que los procesos de globalización económica e integración no sólo han traído las ventajas de la celeridad y la seguridad en las transacciones financieras, sino que han incidido decisivamente en la expansión de la delincuencia económica en general y en la expansión de las conductas de blanqueo de dinero en particular” (MARTÍNEZ-BUJÁN PEREZ, C. Instrumentos jurídicos frente a la globalización de los mercados [En el ejemplo del blanqueo de capitales]. *In*: ZUÑIGA RODRÍGUEZ, L.; MÉNDEZ RODRÍGUEZ, C.; e DIEGO DÍAZ-SANTOS, M. R. *EL Derecho Penal ante la Globalización*. Madrid: Colex, 2002. p. 88).

⁶⁴Como dito, “las fronteras se abren no sólo para los ciudadanos, sino también para la delincuencia que aprovecha los canales del comercio internacional libre para moverse a sus anchas” (ZUÑIGA RODRÍGUEZ, L. *Política criminal*. Madrid: Colex, 2001, p. 265). Para SILVA FRANCO, o processo de mundialização surge acompanhado por uma criminalidade financeira ligada aos negócios e aos grandes bancos, que reciclam somas que ultrapassam um trilhão de dólares ao ano, isto é, mais que o produto interno bruto de um terço da humanidade (SILVA FRANCO, A. *Globalização e criminalidade dos poderosos*. *In Revista Portuguesa de Ciências Criminais*. 2000, ano 10, fasc. 2º, Abril-junho. p. 199).

⁶⁵O conceito é desenvolvido por Ulrich Beck, ao aludir ao contexto da sociedade pós-industrial, marcada pela quebra de diversos paradigmas, que resultam em questionamentos acerca dos métodos produtivos (BECK, U. *La sociedad del riesgo: hacia una nueva modernidad*, trad. Jorge Navarro, Daniel Jiménez e Maria Rosa Borrás, Barcelona: Paidós, 1998. p. 25-30).

⁶⁶SILVEIRA, R. M. J. *Direito penal econômico como direito penal de perigo*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2006. p. 57.

⁶⁷MANGIONE, A. *Op. cit.* p. 1.103.

de fronteiras limitadoras⁶⁸. Não raro estão permeados nas estruturas hierárquicas de empresas legítimas. Alguns dos crimes surgidos com o incremento da globalização permitem a separação espaço-temporal entre a ação penal e o dano social produzido. Em suma, este tipo de crime supera o espaço geográfico de um Estado, perpassando os padrões clássicos que, até então, eram objeto de análise criminológica.

De outro lado, a delinquência advinda da globalização é, fundamentalmente, econômica, levando a uma mudança de paradigma na reflexão jurídico-penal que foi construída sobre a base do modelo clássico de homicídio ou da violência patrimonial tradicional⁶⁹. A necessidade de adaptar o Direito penal à nova realidade social é tão latente que levou às observações como a de Hassemer, de que o Direito penal desenvolveu-se a um ponto, em que se tornou algo contraproducente e anacrônico⁷⁰.

Para Renato de Mello Jorge Silveira, “qualquer que seja a posição frente ao novo Direito Penal, que está a abarcar o Direito Penal Econômico, parece certo que ele não pode ser interpretado de igual forma que ocorria com o Direito Penal clássico”⁷¹. Para o autor, essa nova vertente envereda nitidamente pela seara do perigo, impõe uma nova visão deste, em particular quanto à questão de perigo abstrato.

Portanto, no tocante à repressão dos crimes econômicos, a reação criminal e legal para estas novas realidades tende a endurecer e conduz à desformalização de instrumentos tradicionais. Por isso, Silva Sánchez anuncia que o Direito Penal oriundo da globalização econômica e da integração supranacional, ao menos em determinada perspectiva, assume uma condição menos garantista, em que se flexibilizaram as regras de imputação e garantias político criminais, substantivas ou processuais⁷².

Ademais, não há exagero em afirmar que, no contexto da globalização econômica, a delinquência deixou de ser fenômeno social marginal, mas se apresenta com características fundamentais, elementos de organização, transnacionalidade e poder econômico⁷³. Assim, a criminalidade da globalização constitui uma prática organizada que se distingue da forma

⁶⁸A transnacionalização da delinquência quebra a análise contextual do delito (MORAES ROCHA, J. L. Crime transnacional. *Revista Portuguesa de Ciência Criminal*. 2003, ano 13, n. 1, jan./março. p. 96).

⁶⁹SILVA-SÁNCHEZ, J. M. El derecho penal ante la globalización y la integración supranacional. *Revista Brasileira de Ciências Criminas*. 1998, ano 6, nº 24, outubro-dezembro. p. 67.

⁷⁰HASSEMER, W. Rasgos y crisis del Derecho penal moderno. *Anuario de Derecho Penal y Ciencias Penales*. 1992, Tomo 45, fascículo 1, enero-abril. p. 235.

⁷¹SILVEIRA, R. M. J. Op. cit., p. 63.

⁷²Para o autor, "el Derecho penal de la globalización económica y de la integración supranacional será un Derecho desde luego crecientemente unificado, pero también menos garantista, en el que se flexibilizarán las reglas de imputación y en el que se relativizarán las garantías político criminales, sustantivas y procesales" (SILVA SÁNCHEZ, J. M., Op. cit., p. 81).

⁷³Idem. Op. cit. p. 86.

tradicional⁷⁴. Portanto, há que se sopesarem as dificuldades para enfrentar essa nova realidade, pois o Direito penal é construído a partir de uma perspectiva nacional⁷⁵, ante a ausência de um sistema penal supranacional, eis que o *jus puniendi* dos Estados nacionais constitui a manifestação mais genuína de sua soberania.

A pluralidade de sistemas conduz à diversidade de construções dogmáticas, que podem ser consideradas “pendientes de elaboración”⁷⁶. Trata-se de contemplar, então, o estudo de crimes que não se encaixam em formas clássicas, e cuja estrutura complexa exige um tratamento dogmático específico. A este respeito, existem propostas de um “Direito penal de duas velocidades”, pelo qual o modelo penal tradicional corresponderia a um “núcleo duro”, com a ressalva das garantias tradicionais, reservadas para os crimes clássicos, punidos com penas privativas de liberdade. Por outro lado, admitir-se-ia a flexibilização controlada das regras de imputação, assim como das garantias e dos princípios político-criminais, quanto ao Direito penal econômico⁷⁷. Sustenta-se, então, a existência de um Direito penal com maiores garantias para os mais débeis, e outro com garantias “mitigadas” para os poderosos.

Aliás, a advertência de Silva Sánchez parece razoável quanto a problemas como a responsabilidade penal das pessoas jurídicas, que exige a reformulação das regras de imputação. No entanto, essa posição deve ser adequada quanto à criminalidade transnacional econômica, à medida que corresponde a uma prática delitativa grave que demanda respostas preventivamente adequadas, que não podem ser solucionadas prescindindo da pena privativa de liberdade. Ao menos se for o caso de manter alguma coerência valorativa com os sistemas

⁷⁴GRACIA MATÍN, L. Op. cit., p. 97.

⁷⁵Assim considera Oehler: “la creazzione del realtivo diritto penale è stata riservata alla sovranità statale già all’atto della fondazione della CEE e delle altre Comunità, e rimane alla sovranità di ogni Stato anche nel futuro mercato interno. Quantunque la materia dei diveti e comandi penali venga fissata – in modo del tutto lacunoso – da atti normativi comunitari, la vera sanzione penale per queste norme è opera soltanto dello Stato singolo” (OEHLER, D. L’importanza del diritto penale económico nella nuova Europa. *Rivista Trimestrale di Diritto Penale dell’Economia*. 1991, anno IV. p.29).

⁷⁶TERRADILLOS BASOCO, J. M Globalización, Administrativización y expansión del Derecho penal económico. In: TERRADILLOS BASOCO, J. M. Y ALCALÉ SANCHEZ, M. *Temas de derecho penal económico: III Encuentro hispano-italiano de derecho penal económico*. Madrid: Trotta, 2004. p. 221.

⁷⁷SILVA SÁNCHEZ, J. M. *La expansión (...)*, p.91. A proposta de Hassemer, do denominado Direito de intervenção, distingue-se da proposta de Silva Sánchez, já que este contemplou um modelo excludente da pena privativa de liberdade no âmbito do sistema penal, com a intenção de preservar a manutenção do significado penal dos injustos e das sanções sem que estas tivessem a repercussão social da pena privativa de liberdade. Hassemer concebia o Direito de intervenção à parte do Direito penal, compreendendo aqueles instrumentos que pudessem responder melhor que o Direito penal à demanda atual e futura de problemas (HASSEMER, W. Op. Cit., p. 40).

jurídico-penais vigentes. Portanto, “no se trata de rebajar el nivel de garantías, porque no es aceptable rebajar la contundencia de las penas”⁷⁸.

Assim, a deliquência da globalização demanda respostas fundamentalmente práticas⁷⁹, no sentido de uma abordagem mais eficaz da criminalidade. Portanto, é imperativo que a resposta penal à nova deliquência seja mais harmônico possível, de modo a evitar (i) a injustiça de um Direito penal nacional, que possa vir a dispensar tratamento não homogêneo ao que venha a ser praticado em outros Estados; (ii) uma resposta penal que conduza ao surgimento de “paraísos legais e criminais”⁸⁰. Isto para não falar da incerteza de uma mensagem normativa diferenciada que comprometa a prevenção geral da matéria⁸¹.

O contexto europeu pode ser interessante em termos de harmonização das disposições penais, a fim de combater o crime transnacional, haja vista que existe alguma coordenação entre os sistemas penais dos Estados-Membros da União. Um bom exemplo dessa integração europeia pode ser identificado na repressão dos crimes de lavagem de dinheiro, do *insider trading*⁸², além dos crimes de corrupção de servidores públicos e os que afetam os interesses financeiros da própria União Europeia. No entanto, a mera unificação dos preceitos legais não é suficiente. É imprescindível a homogeneização das regras que determinam a aplicação dessas disposições específicas⁸³.

Fornecer respostas à criminalidade derivada da globalização não é tarefa fácil, quer pelas características especiais da *nova* delinquência, seja pelas dificuldades em alcançar uma política criminal unitária⁸⁴ ou, ao menos, coerente e justa. Mesmo em um sistema integrado

⁷⁸RODRÍGUEZ CARRIÓN, A. J. El Nuevo Derecho Internacional: la cuestión de la autodeterminación y la cuestión de la injerencia. In: CAPELLA HERNÁNDEZ, J. R. *Transformaciones del Derecho en la mundialización*. Madrid: Consejo General del Poder Judicial, 1999. p.190.

⁷⁹SILVA SÁNCHEZ, J. M. *La expansión (...)*, p. 82. Gracia Martín também destaca que a luta contra a criminalidade da globalização exige a adoção de uma política criminal “prática” (GRACIA MARTÍN, L. Op. cit., p. 91).

⁸⁰SILVA SÁNCHEZ, J. M. El Derecho penal ante la globalización y la integración supranacional. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. 1998, ano 6, nº 24, outubro-dezembro. p. 70.

⁸¹DONINI, M. L’armonizzazione del diritto penale nel contesto globale. *Rivista Trimestrale di Diritto Penale dell’Economia*. 2002, ano XV, nº 3. p. 484.

⁸²Conforme destaca Méndez Rodríguez, “en virtud de las decisiones comunitarias, los Estados miembros pueden verse obligados a introducir en el ordenamiento penal normas penales” (MÉNDEZ RODRÍGUEZ, C. La corrupción en el marco del *Corpus Juris*. In: ZUÑIGA RODRÍGUEZ, L.; MÉNDEZ RODRÍGUEZ, C. Y DIEGO DÍAZ-SANTOS, M. R. *El Derecho Penal ante la Globalización*. Madrid: Colex, 2002. p.112). Citam-se, como exemplo, as diretrizes relativas ao *insider trading* e à lavagem de capitais, que indicam os elementos que devem conter os tipos penais correspondentes em cada Estado membro. Ainda a respeito do assunto, oportuno consultar: BLANCO CORDERO, I. El Derecho penal y el primer pilar de la Unión Europea. *Revista Electrónica de Ciencia Penal y Criminología*. 2004, nº 06-05, p. 05:1 – 05:26. Disponível en: <http://criminet.urg.es/recpc/06/recpc06-05.pdf>.

⁸³SILVA SÁNCHEZ, J. M. *La expansión (...)*, p. 89.

⁸⁴Neste sentido: “Un proceso de criminalización que es ejercicio de poder, desigualmente distribuido en los diversos mercados, no puede responder as pautas únicas, ni puede aceptarse como ‘natural’. Con lo que las

como o contexto da União Europeia, no qual as diferenças culturais e econômicas não são tão acentuadas, observam-se grandes dificuldades para alcançar um Direito penal comunitário, que ainda avança lentamente, mais sob o aspecto da cooperação, do que propriamente da unificação.

Portanto, ainda que hoje não pareça possível atribuir aos órgãos e instituições supranacionais o exercício do *jus puniendi*⁸⁵, parece coerente a posição de Silva Sánchez que considera que o mais provável seja a adoção de tratados de uniformização da “parte geral”, acompanhada por esforços para assegurar, de fato, a sua aplicação mais homogênea possível⁸⁶.

Em suma, o pensamento jurídico penal contemporâneo ainda levanta muitas objeções às ordens supranacionais. Neste aspecto, a reflexão de Roxin resulta interessante, afirmando-se descrente na possibilidade de edição de um Código Penal europeu que pudesse substituir os sistemas nacionais de Direito Penal. O autor afirma que um Estado central europeu com uma legislação unitária não é um objetivo digno de ser perseguido, pois o Direito Penal é produto do desenvolvimento cultural dos povos. Para ele, a interrupção desse desenvolvimento e a eventual imposição direcionada aos países europeus de um regramento unitário, negligenciando suas tradições jurídicas internas, não é algo viável. Em seu sentir, um Estado europeu federal preservará a autonomia cultural dos povos e, com isso, a manutenção dos códigos criminais de cada um dos países⁸⁷. Nota-se que os argumentos de Roxin são mais direcionados no sentido de adaptar as ordens jurídicas nacionais do que propriamente à unificação, ao destacar um modo particular de conceber o Direito penal e a globalização, que

características definidoras de los penalmente tutelable no pueden ser universalmente compartidas. Ni puede hablarse de una política criminal uniforme, sino de diferentes alternativas impuestas por la desigualdad originaria” (TERRADILLOS BASOCO, J. M. Op. Cit., p. 221).

⁸⁵ Conforme explica Donini, a razão da inexistência de um Direito penal europeu na atualidade se deve a um “déficit democrático” da Comunidade Europeia (DONINI, M., Op. cit., p. 481).

⁸⁶ SILVA SÁNCHEZ, J. M. *La expansión (...)*, p.71.

⁸⁷ “(...) no creo que en las próximas décadas un Código Penal europeo reemplace a los ordenamientos jurídicos-criminales nacionales. Probablemente ello no sucederá siquiera dentro de cien años, pues si bien la idea del estado nacional no podrá asentarse en el ámbito militar y económico, sí lo hará con respecto a la organización de la cultura y de la sociedad. Un estado central europeo con una legislación totalmente unitaria no es un objetivo digno de ser perseguido. Pues el Derecho y precisamente el Derecho Penal es un producto del desarrollo cultural de los Estados por separado. La interrupción de este desarrollo y la imposición a los países europeos de una regulación unitaria por la vía administrativa, descuidando sus tradiciones jurídicas, no son realizables ni tampoco serán correctas. Luego, parto de que el Estado europeo federal, que alguna vez será creado preservará la autonomía cultural y con ello también los Códigos penales de cada uno de los países” (ROXIN, C. El desarrollo del Derecho penal en el siguiente siglo. *Dogmática penal y Política criminal*. 1998. p. 446).

leva a uma separação entre os fenômenos econômico e jurídico, podendo levar ainda a uma indesejável subordinação deste último à fortaleza da economia global⁸⁸.

Logo, não parece equivocado, pelo menos no tocante ao cenário europeu, considerar uma proteção penal coordenada, gradual e progressiva desses bens jurídicos fundamentais para o desenvolvimento comunitário, o que possibilita enfrentar, de maneira mais adequada, as novas formas de criminalidade derivadas da expansão globalizadora, sem que isso implique a inobservância das peculiaridades específicas dos Estados-Membros⁸⁹. Em suma, parece prudente que, diante da dimensão transnacional da delinquência advinda da globalização se desenvolva uma resposta de dimensões semelhantes.

Portanto, a criminalidade da globalização trouxe para primeiro plano questões de grande relevância. O ritmo frenético definido pelas novas tecnologias conduziu a uma aceleração das transformações sociais, com grande capacidade de propagação. O fenômeno jurídico, por sua vez, busca dar respostas a estas transformações, esperando que elas se consolidem e se concretizem. Porém, o fenômeno jurídico se vê atropelado pela rapidez e velocidade dos acontecimentos do mundo globalizado. Este déficit fica evidenciado no conflito entre uma sociedade em mutação e um sistema de Direito incapaz de conferir respostas às novas situações que lhes são apresentadas. Apesar de tudo, parece correto sustentar certa expansão do Direito penal.

3. A subsidiariedade e a legitimidade da proteção penal no âmbito do mercado de valores.

3.1. A utilidade da intervenção penal (princípio da necessidade e merecimento da pena).

A necessidade de criminalizar determinada conduta está intimamente ligada às mudanças sociais. As transformações experimentadas pela sociedade afetam as relações jurídicas, exigindo respostas que não são previamente conhecidas. Logo, é de se concluir que toda norma jurídica incriminadora nasce “por” e “para” amparar “algo” ou “alguém”. Ou seja,

⁸⁸MORILLAS CUEVA, L. Reflexiones sobre el Derecho penal del futuro. *Revista Electrónica de Ciencia Penal y Criminología*. 2002, nº 4. Disponible en: http://criminnet.ugr.es/recpc/recpc_04-06.html.

⁸⁹Assim, considera-se acertado o posicionamento daqueles que são favoráveis à construção de um Direito penal europeu, parecendo oportuna a observação de Donini, que considera que o problema específico da harmonização legal em matéria penal se deve a duas situações: a dimensão global e europeia da criminalidade e a disciplina extrapenal europeia comum. Quanto à existência de uma disciplina extrapenal europeia comum observa que: “*se esiste ormai ed è destinato a crescere un “núcleo” di diritto civile europeo comune, di diritto commerciale europeo comune, un diritto europeo della concorrenza, dei marchi, del lavoro, agro-alimentare, tributario, ecc., non è pensabile che il diritto penale, che rappresenta la punta dell’ iceberg della selezione giuridica degli illeciti, resti solo nazionale. Ciò può valere per lo strupo, l’ omicidio o la rapina, ma non per molti altri reati condizionati dall’ unificazione economica o delle discipline sottostanti*” (DONINI, M., Op. cit., p. 480).

a norma jurídica punitiva surge para preservar um interesse relevante em uma determinada sociedade.

A necessidade de que o Direito penal amplie seu âmbito de intervenção a novos setores da realidade social é, sem dúvida, uma das questões relevantes da atual reflexão jurídico-penal. No caso do uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais, tem-se argumentado que essas práticas prejudicam os pilares da economia de livre mercado, enquanto que infringir a igualdade de oportunidades significa fomentar a concorrência desleal⁹⁰. A economia de um país depende, em grande parte, do correto funcionamento do mercado de valores⁹¹, dada a importância das captações buscadas no marco da economia de capital.

De outro lado, Aguado Correa considera que o conceito de merecimento de pena expressa “el principio de protección exclusiva de bienes jurídicos y el principio de fragmentariedad, en tanto que el concepto de necesidad de pena no es sino una expresión de los principios de idoneidad y de subsidiariedad”⁹².

Portanto, para que o mercado de valores desenvolva sua função de forma eficiente devem ser empregadas todas as medidas possíveis a fim de garantir seu bom funcionamento, conjugando-se aí a *necessidade* e o *merecimento da pena*. Isto porque, o desenvolvimento do mercado de ações possui como elemento fundamental a confiança que este inspira nos investidores, baseada na transparência da regulamentação e na constante divulgação de informações atuais e acessíveis a todos os seus operadores. A desigualdade no acesso à informação conduz à tomada de decisões de investimento ou desinvestimento baseada em pressupostos equivocados. Deste modo, aquele que decide sem conhecer os acontecimentos recentes, tomará, em princípio, uma decisão errônea, inconsciente ou involuntária, já que não decidiria do mesmo modo se conhecesse a totalidade da informação ou dados disponíveis para análise. Assim, alguns acreditam que a repressão do *insider trading* contribui para a credibilidade do mercado e, indiretamente, incentiva o investimento em títulos e ações, mas, por outro lado, não garante a sua eficiência ou transparência⁹³.

⁹⁰GONZÁLEZ CUSSAC, J. L. El abuso de información privilegiada. *Cuadernos de política criminal*. 1989, nº 37. p. 120.

⁹¹Em relação ao tema, Kümpel observa que a capacidade de adequado funcionamento do mercado é formada pela dimensão *funcional institucional*, pelo aspecto *funcional operacional* e ainda pelo desempenho *funcional alocativa* (KÜMPEL, Siegfried. *Direito do mercado de capitais: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro. Uma introdução*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 23-24).

⁹²AGUADO CORREA, T., *El principio de proporcionalidad en Derecho penal*. Madrid: Edersa, 1999. p. 219-220.

⁹³Observa Fortuna que “la repressione dell’insider trading contribuisce ad accrescerne la credibilità e indirettamente incentiva l’investimento azionario; ma da sola non appare in grado di assicurarne l’efficienza e

Dai a necessidade de evitar práticas que afetam o mercado, quebrando a confiança que os agentes econômicos ali depositam, e que desestabilizam as regras da livre concorrência, o que, em última análise, prejudica o bom funcionamento do sistema econômico como um todo.

Em contrapartida, o correto funcionamento do mercado permite eficiência na alocação dos recursos e, como pressuposto da boa ou correta distribuição desses investimentos, tem-se a paridade de condições entre os investidores. As operações com base em informação privilegiada resultam em manifesta vantagem para aquele que as recebeu. Trata-se de um desequilíbrio informacional em detrimento dos demais investidores, comprometendo a higidez do mercado e prejudicando o seu regular funcionamento. Logo, é inevitável que sejam tomadas medidas de modo a impedir tais operações nocivas, não só para o mercado de capitais, mas também para o sistema econômico em geral. Conforme assinala Weinberg, o *insider trading* constitui, dentro do mercado de valores, desvio que reclama fortemente a atenção do legislador⁹⁴.

Diante da experiência fracassada de países que optaram inicialmente pelo regime de auto-regulação (autodisciplina) sobre este assunto, atrelada à ineficiência das medidas reparatórias de natureza civil e compensação por danos resultantes de *insider trading*, aliadas ainda à falta de supervisão administrativa, o remédio penal parece ser indispensável. Conforme destaca Flick, a via da regulamentação unicamente administrativa não se mostra suficientemente estigmatizante, nem dispõe de instrumentos de investigação contundentes⁹⁵. O autor ainda acredita que o caminho da auto-regulação pode parecer utópico, num contexto caracterizado pela situação óbvia de disparidade entre os investidores, diante da presença de poucos investidores de dimensões relevantes e, por outro lado, a existência de grupos caracterizados por um forte vínculo de lealdade interna e de forte concorrência externa⁹⁶. Portanto, conclui que o valor simbólico do Direito penal e a necessidade de repressão do fenômeno do *insider trading* resultam inegáveis⁹⁷. No entanto, não se trata simplesmente de estigmatizar a desonestidade do comportamento econômico, senão de extrair o desvalor das

la trasparenza” (FORTUNA, E. L’insider trading: l’esperienza del mercato. In: RABITTI BEDOGNI, C. *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. “L’insider trading”*. Milano: Giuffrè, 1992. p. 142).

⁹⁴WEINBERG Apud GISPER PASTOR, M. T. La protección de la inversión mobiliaria en Gran Bretaña. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. 1982, n. 5, p. 9-75.

⁹⁵“(.) *la via di una regolamentazione soltanto amministrativa non è sufficientemente stigmatizzante e non dispone di strumenti di accertamento abbastanza incisivi*” (FLICK, G. M. *Insider trading: problema sostanziali*. In: CENTRO NAZIONALE DI PREVENZIONE E DIFESA SOCIALE. *Mercato finanziario e disciplina penale*. Milano: Giuffrè Ed., 1993. p. 8).

⁹⁶Idem. Op. cit. p. 88.

⁹⁷Ibidem. Op. cit. p. 88.

condutas que importam em abuso de mercado, por parte de determinados sujeitos que atuam com base em informações não disponíveis para os demais.

3.2. Subsidiariedade e caráter fragmentário do Direito Penal.

É preciso insistir que a opção pelo Direito penal não é a única possível⁹⁸. Ao contrário, é perfeitamente compatível com as medidas de natureza civil e administrativa, porque, teoricamente, o Direito administrativo sancionador está dirigido a condutas menos gravosas, que ultrapassam os limites do permitido, enquanto que o Direito penal repreende os casos mais graves, para os quais medidas de outra índole são insuficientes⁹⁹.

Deve-se ter em conta que a proteção de bens jurídicos não se realiza exclusivamente pelo Direito penal, senão que “a ello ha de cooperar el instrumental de todo el ordenamiento jurídico”¹⁰⁰. Assim, a supervisão dos mercados de valores mobiliários é uma das respostas dos Estados para as mudanças e desafios dos sistemas financeiros pós-industriais. Os poderes de controle e supervisão atribuídos às autoridades do mercado justificam-se diante da necessidade de prevenção de riscos no funcionamento dos sistemas e, para assegurar a eficiência econômica, assim como para garantir a idoneidade de alguns agentes econômicos e a regularidade dos seus comportamentos, além de representar uma forma de proteção aos investidores¹⁰¹.

De todo modo, oportuno reafirmar que o recurso ao Direito penal deve ser o último expediente dentre todas as medidas de proteção possíveis, tanto que sua aplicabilidade somente tem lugar quando frustradas as demais medidas extrapenais. São percucientes as palavras de Luciano Anderson de Souza, ao ressaltar que o Estado somente pode cercar da maneira mais drástica – com a sanção penal – aqueles comportamentos humanos que ofendam de modo significativo um bem jurídico fundamental à convivência social, o qual não

⁹⁸PATERNITI, C. Quale disciplina penale peri l mercato di borsa? *Rivista Trimestrale di Diritto Penale dell'Economia*. 1990, anno 2. p. 951.

⁹⁹Zuñiga Rodríguez observa que, mesmo que no terreno teórico isso seja incontestável, na realidade do Direito positivo nem sempre isso é respeitado, pois são conhecidas sanções administrativas mais graves que àquelas impostas pelas normas penais (ZÚÑIGA RODRÍGUEZ, L. *Bases para un modelo de imputación de responsabilidad penal a las personas jurídicas*. 2ª ed. Elcano-Navarra: Thomson-Aranzadi, 2003, p. 27).

¹⁰⁰ROXIN, C. *Derecho Penal – Parte general. Fundamentos, la estructura de la teoría del delito*. Tomo I. Madrid: Civitas, 1997. p. 65.

¹⁰¹Ademais, a normativa relacionada às Ofertas Públicas de Aquisição de Valores (OPA), bem como relacionada à reestruturação empresarial, especialmente no tocante aos processos de fusão e aquisição de empresas, estão estreitamente relacionadas à disciplina do *insider trading*, à medida que implicam certo controle preventivo de determinadas operações. Acerca del tema: BARTULLI, A. Profiti penalistici dell'insider trading. In: RABITTI BEDOGNI, C. *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*. Milano: Guiffirè, 1992, p. 165; e LEHN, K. Gli aspetti economici dell'insider trading. In: RABITTI BEDOGNI, C. *IL dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*. Milano: Guiffirè, 1992. p. 6.

comportaria tutela por outro modo menos gravoso. Segundo o autor, este "é um critério essencial para a análise da referência material de uma incriminação que se consolidou na tradição da dogmática jurídico-penal"¹⁰².

3.3. Princípio da exclusiva proteção dos bens jurídicos.

Como é cediço, o Direito penal só deve intervir quando sejam afetados, de forma muito grave, os bens jurídicos mais relevantes para a ordem social. Assim, considera-se a pena como a *ultima ratio*, definindo-se a missão protetora do Direito penal como proteção *subsidiária* dos bens juridicamente relevantes.

Portanto, por força do princípio da proteção exclusiva dos bens jurídicos, as normas penais incriminadoras devem oferecer tutela a certos interesses especialmente relevantes, vale dizer, o legislador eleva à categoria de bem jurídico os valores que já existem na realidade social, os quais são erigidos como limites ao poder punitivo ostentado pelo Estado.

Não se ignora, por outro lado, que "a própria delimitação do bem jurídico protegido nos crimes econômicos é por demais complexa. Genericamente, pode-se dizer que aqui está a se tratar de situações diversas das tradicionalmente constatadas. Mais do que isso, tem-se, por certo, questão atinente a bens individuais e supra-individuais"¹⁰³. No entanto, é preciso insistir que a definição do bem jurídico cumpre uma função de garantia¹⁰⁴.

No caso do *insider trading*, é possível identificar diversas vertentes acerca da caracterização do bem jurídico tutelado. Em suas linhas gerais, sem o propósito de exauri-las, aponta-se para: (i) a proteção dos interesses patrimoniais dos investidores¹⁰⁵; (ii) a igualdade de acesso ao Mercado de Valores (*isonomia de oportunidades* entre os operadores)¹⁰⁶; (iii) a

¹⁰²SOUZA, L. A. *Direito penal econômico: fundamentos, limites e alternativas*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 47.

¹⁰³SILVEIRA, R. M. J., Op. cit., p. 25.

¹⁰⁴"La determinación de la identidad del bien jurídico que pretende proteger el Derecho penal tiene importancia capital. En primeiro lugar porque el bien jurídico, como categoría, cumple una función de garantía; em segundo término, porque el bien jurídico opera - en sede de interpretación penal - como una especie de guía que permite determinar el ámbito de lo punible" (REYNA ALFARO, L. M. El tratamiento del 'insider trading' en el Derecho penal iberoamericano, *In Nuevas tendencias del derecho penal económico y de la empresa*. Lima: ARA Editores, 2005. p. 786).

¹⁰⁵Basoco enquadra o *insider* na categoria de delitos praticados contra intereses econômicos *individuais*. Porém, ao que parece, sua conclusão está lastreada na regra específica do direito espanhol, que regulamenta o tipo penal do uso abusivo de informação privilegiada com a descrição de proveito próprio por parte do agente ou vantagem em prol de terceiro, causando "prejuízo de idêntica quantidade" (TERRADILOS BASOCO, J. M. *Empresa y derecho penal*. Buenos Aires: Ad-Hoc, 2001, p. 170).

¹⁰⁶Rodríguez Mourullo alude à "igualdad de oportunidades de todos los inversores y operadores de bolsa" (RODRÍGUEZ MOURULLO, G. La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores ante el derecho penal. *Derecho y sociedad*. Revista editada por estudiantes de la Facultad de Derecho da Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima, 1998. p. 151).

proteção da *transparência* no Mercado de Capitais¹⁰⁷; (iv) o correto funcionamento do Mercado de Valores¹⁰⁸; (v) a existência de um bem jurídico *polivalente, ambivalente*¹⁰⁹, *poliédrico*¹¹⁰, ou, com certa variação, a tutela simultânea de interesses *coletivos e individuais*¹¹¹; (vi) o mandamento constitucional dirigido aos Poderes constituídos, incumbindo-lhes os meios de facilitação e incentivo às atividades econômicas¹¹²; etc.

Em relação à primeira corrente, cabe reforçar que a eleição de interesses individuais patrimoniais como bens jurídicos tuteláveis pode despertar controvérsias, pois, em alguns cenários, a compra e venda de valores mobiliários pode ocorrer a partir de ordens predeterminadas, sem qualquer relação direta com o *insider*, de modo que a aferição do ilícito poderia até mesmo desbordar para averiguação dos danos causados à vítima ou aos demais investidores prejudicados.

¹⁰⁷"Esta tesis tiene como aspecto positivo que logra vincular la identidad del bien jurídico con el propio mercado financiero y ulteriormente con el sistema económico, lo que supone, a su vez, la desvinculación del bien jurídico a consideraciones de orden patrimonial" (REYNA ALFARO, L. M. Op. cit., p. 789). No Brasil, são adeptos desta posição Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch: "O bem juridicamente protegido pelas normas societárias e penais que sancionam o *insider trading* é o da estabilidade e eficiência do mercado de capitais, tutelando-se o princípio da transparência de informações, essencial ao regular desenvolvimento do mercado. Além disso, tutela-se também a proteção da confiança e do patrimônio dos investidores que aplicam os seus recursos no mercado de valores mobiliários" (SANTOS, A. P.; OSÓRIO, F. M. e WELLISCH, J. S. M. *Mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 135).

¹⁰⁸González Rus identifica como bem jurídico penalmente protegido por meio do delito de *insider trading* o correto funcionamento do mercado de valores (GONZÁLEZ RUS, J. J. El abuso de información privilegiada en el mercado de valores, *In: Compendio de derecho penal español (parte especial)*, Madri, Marcial Pons, 2000. p. 516.

¹⁰⁹Neste particular, são percucientes as observações de Luiz Flávio Borges D'Urso, ao afirmar que: "Em estudos quanto à proteção de bens pessoais e difusos, saltam aos olhos situações de grupos de delitos em que percebe a necessidade de tutela ambivalente. Parte da doutrina entende, estes, como bens intermediários, ou seja, bens jurídicos de referência individual, mas que atingem, por igual, a toda uma coletividade de pessoas. Referem-se a bens, como âmbito econômico, em que se dá uma preocupação do Estado, de um lado, e dos agentes econômicos-individuais, de outro" (D'URSO, Luiz Flávio Borges. *Proteção penal dos mercados financeiros: a tipificação do insider trading*. *In: COSTA, J. F. e SILVA, M.A.M. Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais: visão luso-brasileira*, São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 794).

¹¹⁰Neste particular, tem-se a posição de José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos: "As pessoas atingidas por uma transação bolsista baseada em informação privilegiada não são só, nem de perto nem de longe, os accionistas da empresa sobre a qual gira a questão, mas antes todo o universo de investidores, efectivo e potencial, que procura o mercado de valores mobiliários. A percepção de que o bem jurídico protegido pela norma incriminadora do abuso de informação é uma *realidade polifacetada* ou *poliédrica* impõe-se em resultado da que julgamos ser, em princípio, a atitude analítica mais curial" (COSTA, J.F. e RAMOS, M. E. *O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading): a informação enquanto problema jurídico-penal*. Coimbra: Coimbra, 2006. p. 37).

¹¹¹HURTADO POZO, J. El delito de explotación de información privilegiada en el código penal suizo. *In Estudios penales: libro homenaje al profesor Luis Alberto Bramont Arias*. Lima: Editora San Marcos. 2003. p. 571.

¹¹²Para Ruíz Rodriguez, a participação no mercado de valores é corolário do mandamento constitucional dirigido aos Poderes Públicos, voltado à facilitação da participação dos cidadãos nas atividades econômicas (RUÍZ RODRIGUEZ, L. R.. *Protección penal del mercado de valores (infidelidades en la gestión de patrimonios)*, Valencia: Servicio de Publicaciones de la Universidad de Cádiz. 1997. p. 328).

No tocante à segunda vertente, foi mencionado que o bem jurídico a ser tutelado diz respeito à igualdade de *oportunidades*, porque a isonomia *absoluta* entre os investidores, além de utópica, poder-se-ia revelar como algo contraproducente. Aliás, diante das características intrínsecas do mercado de valores, "o que é reprovável não é o *plus* de informação detida, mas antes o fato de tal superioridade ser conseguida à custa de uma ligação direta ou indireta com a entidade emitente"¹¹³. Ao se referir ao *plus* informacional, em feliz analogia, Renata Rodrigues de Abreu Ferreira faz menção ao *doping*, recordando que um atleta que demonstre maior desempenho em função de cuidados rígidos com alimentação, maior disciplina, treinos duradouros, age "dentro das regras do jogo", não havendo reprovabilidade em sua conduta. O mesmo ocorre com o investidor capacitado que revele formação profissional condizente, acúmulo de experiência e aperfeiçoamento constante em prol de sua atuação no mercado. Em contrapartida, no caso de um atleta que venha a utilizar de substâncias ilícitas para melhoria de sua atuação, o juízo de reprovação é evidente. Comparativamente, "o mesmo ocorre na hipótese de um *insider* valer-se de sua superioridade informativa, pela posse de informação relevante ainda não tornada pública"¹¹⁴. Portanto, nessa segunda perspectiva, o que se defende é a paridade de oportunidades, com vistas à tomada oportuna de decisões de investimentos, garantindo livre concorrência entre os operadores.

A opção pelo resguardo da *transparência* nos mercados (terceira vertente) também é passível de certa crítica, pois, a obrigatoriedade de divulgação de informações relevantes é perpassada pela observância de regras administrativas e, nesse aspecto, poder-se-ia cogitar da transformação do ilícito penal em mera transgressão de normas de cunho administrativo¹¹⁵.

Em termos de opções axiológicas, a identificação de bens jurídicos tuteláveis pelas demais vertentes decorre da eleição de certas premissas e, diante das variações dogmático-jurídicas, para melhor compreensão do tipo penal previsto no art. 27-D da Lei 6.385/1976, tema do último capítulo, torna-se imprescindível reconhecer a matriz constitucional da repressão penal aos crimes econômicos e daqueles que maculam o mercado de capitais, o que será abordado no item seguinte.

¹¹³COSTA, J. F. e RAMOS, M. E. Op. cit., p. 39.

¹¹⁴FERREIRA, R. R.A. *Insider trading: a repressão penal do uso de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários*. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra: Coimbra, 2014. Nota de rodapé 45, p. 38.

¹¹⁵MOCCIA, Sergio. Dalla tutela di beni a lla tutela di funzioni: tra illusioni postmoderne e riflussi illiberali. *In Rivista Italiana di Diritto e Procedura Penale*. ano XXXVIII, fasc. 2, 1995, p. 349.

3.4. Fundamento constitucional.

A definição de bem jurídico tutelável - como limite ao Direito penal - deriva da condição democrática do Estado. Ou seja, em um Estado Social e Democrático de Direito, a tutela penal não pode estar dissociada do pressuposto bem jurídico correspondente, sendo considerada legítima, do ponto de vista constitucional, enquanto socialmente necessária¹¹⁶.

Em linhas gerais, as limitações negativas ao poder punitivo do Estado encontram-se essencialmente na Constituição e nos princípios fundamentais do Direito penal. Desta forma, o conceito de bem jurídico político criminalmente vinculante deve estar albergado na Constituição da República¹¹⁷. Ou seja, as leis penais não podem amparar interesses incompatíveis com o texto constitucional e tampouco proteger outros interesses, ainda que constitucionalmente protegidos, desde que suficientemente controlados por outras áreas do Direito¹¹⁸. No entanto, não se está contemplando aqui a Constituição como um “catálogo” de bens jurídicos ou princípios hierarquicamente ordenados, mas, ao invés disso, a norma constitucional deve ser tomada como padrão estrutural e axiológico que venha balizar a decisão de criminalização de certos comportamentos¹¹⁹. Dito de outra forma, nem todos os interesses dignos de proteção, ainda que dedutíveis da Constituição, comportam a repressão criminal, destacando-se, uma vez mais, o caráter fragmentário e subsidiário do Direito penal¹²⁰. Essa limitação decorre do princípio da proporcionalidade, eis que o Direito penal

¹¹⁶PRADO, L. R. *Bem jurídico-penal e constituição*. 3ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003. p. 70.

¹¹⁷ De acordo com Roxin, “un concepto de bien jurídico vinculante políticocriminalmente sólo se puede derivar de los cometidos, plasmados en la Ley Fundamental, de nuestro Estado de Derecho basado en la libertad del individuo, a través de los cuales se le marcan sus límites a la potestad punitiva del Estado” (ROXIN, C. *Derecho Penal – Parte general. Fundamentos, la estructura de la teoría del delito. Tomo I*. Madrid: Civitas, 1997, p. 55-56). E, para Bottke “son materialmente criminales aquellos actos susceptibles de penalización conforme a la Constitución penal de una sociedad. La Constitución penal viene integrada por las normas constitucionales que vinculan, el legislador penal” (BOTTKE, W. *Criminalidad económica y Derecho criminal económico en la República Federal en Alemania*. Revista Penal, n.4, julho, p. 22).

¹¹⁸ Assim, “si para llevar a cabo el control social que pretende el Derecho, se observa que son suficientes otros mecanismos jurídicos menos traumáticos que los penales, se tiene que recurrir a aquéllos y desechar éstos” (DE TOLEDO e UBIERTO, E. O. *Función y límites del principio de exclusiva protección de bienes jurídicos. Anuario de Derecho Penal y Ciencias Penales*. 1990, Tomo 43, fascículo 1, enero-abril. p. 9). De forma similar, Aguado Correa, ao afirmar, “el bien jurídico debe necesitar dicha protección penal para llegar a convertirse en un bien jurídico penal” (AGUADO CORREA, T. *Op. cit.* P. p. 216).

¹¹⁹ “Esta consideración se inscribe en el seno de una perspectiva más amplia, desde la que se perciben los preceptos de la Carta Magna como un entramado de principios y valoraciones del consenso social, del que cabe extraer todo un conjunto de postulados criminales vinculantes para legisladores y jueces. Así, el Derecho penal puede dispensar tutela legítima a los presupuestos indispensables para el mantenimiento del sistema social constitucionalmente diseñado, de manera que la determinación de cuándo un interés es esencial debe hacerse atendiendo a la importancia del mismo en el modelo de convivencia, de sociedad, que consagra la Constitución” (PRIETO DEL PINO, A. M. *Una contribución al estudio de la delincuencia económica: el sistema económico diseñado por la constitución española. Revista de Derecho Penal y criminología*. 2003, 2ª época, nº 12. p. 101).

¹²⁰ Conforme destaca Muñoz Conde, “no todas las acciones que tacan a bienes jurídicos con prohibidas por el Derecho penal, ni tampoco todos los bienes jurídicos son protegidos por él. El Derecho penal se limita a

possibilita a mais dura de todas as intromissões estatais na liberdade do cidadão, e “sólo se le puede hacer intervenir cuando otros medios menos duros no prometan tener éxito suficiente. Pues supone una vulneración de la prohibición de exceso el hecho de que el Estado eche mano de la afilada espada del Derecho penal cuando otras medidas de política social puedan proteger igualmente o incluso con más eficacia un determinado bien jurídico”¹²¹.

Diante do exposto, pode-se concluir que a proteção penal dos mercados de valores mobiliários goza de fundamento constitucional, notadamente a partir dos princípios regentes da ordem econômica (artigos 170 e seguintes da Constituição da República)¹²². Deste modo, os atos que prejudicam o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários são passíveis de sanção penal, haja vista que o ideal de prosperidade econômica é suscetível de proteção como bem jurídico. Portanto, os atos ilícitos que minam o funcionamento dos mercados de valores mobiliários, que prejudicam a livre concorrência e violam a igualdade entre os investidores, são intoleráveis do ponto de vista penal¹²³.

O princípio da intervenção mínima (*ultima ratio*), considerado à luz dos critérios de merecimento e necessidade da pena, contribui para a construção de um Direito penal racional, conforme aos seus princípios fundamentais. Portanto, o acatamento destes critérios concorre para a determinação de um bem jurídico digno de tutela penal, eis que tais conceitos permitem determinar a relevância penal do bem jurídico protegido, assim como a necessidade de se recorrer às sanções penais diante dos casos mais graves. Do ponto de vista político-criminal, conceitos de merecimento e necessidade de pena vêm sendo considerados como fórmula concentrada dos princípios jurídicos constitucionalmente consagrados.

Igualmente, frente a uma nova incriminação, devem ser observados os princípios básicos do Direito penal, como o axioma da reserva legal, o que implica sabidamente que apenas a lei formal, emanada do Parlamento, seja capaz de considerar certos comportamentos

castigar únicamente las acciones más graves contra los bienes jurídicos más importantes, de ahí su carácter 'fragmentario', pues de toda la gama de acciones prohibidas y bienes jurídicos protegidos por el Ordenamiento jurídico, el Derecho penal sólo se ocupa de una parte o fragmento, si bien la de mayor importancia” (MUÑOZ CONDE, F. e GRACÍA ARÁN, M. *Derecho Penal. Parte General*. 6ª ed. Valencia: Tirant lo blanch, 2004. p.79-80).

¹²¹ROXIN, C. *Derecho Penal* (...), p. 65-66.

¹²²Entretanto, Proença compreende que o fundamento constitucional da repressão penal do *insider trading* decorre do postulado da isonomia e ainda dos objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil: "Concluindo e repisando, seja por força do *caput* do art. 5o, seja em virtude do inciso II do art. 3o da Constituição de 1988 (BRASIL, 1988), o mercado de capitais brasileiro há de ser regrado, coibindo-se, energicamente, negociações para as quais sejam utilizadas informações privilegiadas, cumprindo apenas distinguir as normas adequadas para tanto" (PROENÇA, José Marcelo Martins. *Repúdio ao insider trading*. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro (Coord.). *Direito, gestão e prática: mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 44).

¹²³BOTTKE, W. *Op. cit.* p. 23.

como crime, atribuindo-lhes uma penalidade, ao mesmo tempo em que garante os direitos e liberdades fundamentais das pessoas, conferindo segurança jurídica ao sistema, ao identificar quais as condutas consideradas relevantes para merecer a repressão criminal, com as punições para cada uma delas.

Portanto, diante de tais premissas, parece sábia a observação de Prieto Del Pino, no sentido de que a proteção de novos bens jurídicos não pode contrariar as exigências de um Direito penal fragmentário, pois este não implica na existência de um Código penal imutável e alheio à realidade social¹²⁴.

Em suma, a opção pela tutela penal do *insider trading* operada pelo legislador parece respeitar o princípio da subsidiariedade e de *ultima ratio*, essencial para qualquer hipótese de penalização, haja vista que afeta um setor importante da economia, protegendo a fidúcia dos investidores. Deste modo, com a repressão penal de condutas como *insider trading*, que vulneram o bom funcionamento de todo sistema financeiro, pretende-se tutelar o correto funcionamento do mercado e a confiança dos investidores¹²⁵, garantindo-lhes o ideal de igualdade de oportunidades.

4. Debate em torno da criminalização do *insider trading*.

Diante do que foi visto até aqui, a liberalização dos mercados, a internacionalização do capital, a generalização do sistema capitalista e o processo de unificação da economia - favorecida pela desregulamentação financeira e do avanço tecnológico extraordinário - também levou à *globalização* do crime. Ou seja, o crime evoluiu em paralelo com a economia, de modo que a delinquência atual aproveita dos benefícios da globalização, bem como dos espaços abertos para perpetrar suas ações criminosas.

Portanto, a compreensão da criminalidade econômica contemporânea pressupõe considerar que as ações ilícitas praticadas desenvolvem-se nos meandros da globalização

¹²⁴Para a autora, “la protección de nuevos bienes jurídicos no tiene por qué resultar contraria a las exigencias de un Derecho penal fragmentario, pues éste no implica la existencia de un Código penal inmutable y ajeno a la realidad social a la sirve, sino de un Derecho penal que protege sólo lo que realmente es indispensable en esta última, que se adapta a sus necesidades y renuncia a la tutela de aspectos que han dejado ya de ser básicos para su pacífico desenvolvimiento” (PRIETO DEL PINO, A. M. Una contribución al estudio de la delincuencia económica (...), p. 102).

¹²⁵Endossando tal premissa, Luciano Anderson de Souza afirma que “é por essa razão que a criminalização econômica volta-se, por exemplo, a interesses imediatos como o resguardo de informações privilegiadas no mercado mobiliário (*insider trading*), a manutenção da livre concorrência ou a assecuração da veracidade das informações prestadas aos consumidores de um produto determinado, sem o que se compromete a confiança dos agentes econômicos na realidade negocial concreta” (SOUZA, L.A. Op. cit., p. 62).

financeira, permeadas pelas atividades lícitas praticadas no mercado de ações e no segmento bancário.

Entretanto, o enquadramento penal daqueles que tiraram proveito de sua vantagem informacional, com o objetivo de alcançar lucros ou evitar perdas em operações realizadas no mercado, não é algo exatamente pacífico na doutrina. Por um lado, há aqueles que defendem a liberalização do uso de informação privilegiada com base nos efeitos positivos que podem repercutir em mercados livres e competitivos. Por outro prisma, a doutrina majoritária se posiciona pela criminalização do *insider trading*, como prática nociva ao mercado, entendimento este que se espalhou de maneira implacável nos últimos anos na maior parte dos sistemas jurídicos ocidentais.

4.1. Posturas favoráveis à utilização de informação privilegiada no mercado de valores.

Os defensores da liberalização do *insider trading* são partidários da teoria da *utilidade* do uso de informação privilegiada no mercado de valores, com ênfase para o eventual estímulo disperso em prol dos investidores. Os posicionamentos favoráveis ao uso de informação privilegiada reafirmam a repercussão positiva desses comportamentos para o mercado em geral, considerando desnecessária sua repressão criminal. Este é o entendimento de alguns pensadores da denominada Escola de Chicago, liderado por Manne, que manifestou a sua tese no livro *Insider trading and the Stock market*¹²⁶, publicado em 1966.

Este posicionamento se erige, basicamente, em dois pilares. Por um lado, as abordagens neoclássicas da análise econômica do direito e, por outro, a necessidade de

¹²⁶MANNE, H. G. *Insider trading and the stock market*. New York: Free Press, 1966. Vide ainda: MANNE, H. G. *Insider trading and the law professors*. *Vanderbilt Law Review*. 1970, Vol. 23. p. 547-590. Outros autores como Becker, Posner e Stigler defendem a liberalização do *insider trading*. Também, Friedman, prêmio nobel de literatura, em uma entrevista à CNBC, manifestou-se a favor do *insider trading*, considerando sua criminalização um grande erro, já que considera que tais práticas são favoráveis ao mercado, à medida que contribuem informativamente para o seu desenvolvimento. Na Espanha, alguns autores manifestaram-se contrariamente à criminalização do uso de informação privilegiada no mercado de valores. É o caso de Arroyo Zapatero, ao considerar “el Derecho penal del mercado de valores va a una velocidad realmente temeraria, tanto, que me parece la propia de otra metáfora, ésta de Roxin: la velocidad temeraria propia de una fuga al Derecho penal” (ARROYO ZAPATERO, L. *El abuso de información privilegiada en el derecho penal español vigente y en el proyecto del Código penal*. En: AAVV. *Hacia un derecho penal económico europeo*. Madrid: Boletín Oficial del Estado, 1995. p. 61). Além disso, Hernández Sainz expressa de maneira contundente que “la norma penal resulta innecesaria (...) y, como tal, injusta y un auténtico cuerpo extraño dentro del Derecho penal económico” (HERNÁNDEZ SAINZ, E. *La nueva regulación penal de los abusos de información privilegiada*. *Actualidad Penal*. 1997, n. 9/24, febrero-marzo. p.180). Vide ainda: BAJO FERNÁNDEZ, M. *Uso de información privilegiada*. In: CEREZO MIR, J; SURÁREZ MONTES, F.; ANTONIO BERTISTAIN, I e CASABONA, C. M. R. *El nuevo Código Penal: presupuestos y fundamentos. Libro Homenaje al Profesor Doctor Don Ángel Torío López*. Granada: Comares, 1999. p. 639). Também Bajo considera que “las sanciones penales son excesivas, carecen de sentido, distorsionan toda la construcción penal del bien jurídico y superan con creces el límite del principio de intervención mínima” (BAJO, M.; e BACIGALUPO, S. *Derecho penal económico*. Madrid: Centro de Estudios Ramón Aceres, 2001. p. 517-523).

resolver, de forma eficiente, os problemas de controle e divergência de interesses entre aqueles que mantêm uma relação de representação, mandato ou gestão, capaz de vincular os dirigentes de uma empresa aos seus acionistas. A partir deste ponto de vista, a exploração da informação ainda não divulgada, por parte dos conselheiros, diretores e funcionários que ocupam altos cargos na empresa e que, por isso, têm acesso à informação relevante, deve ser liberada, porque os benefícios que tais operações aportam ao desempenho do mercado superariam em muito as potenciais perdas econômicas que possam ocasionar.

Conforme análise de Wu, do ponto de vista econômico, os méritos do *insider trading* deverão ser avaliados conforme o propósito e a função do mercado de valores¹²⁷. Sob este aspecto, as negociações baseadas em informações privilegiadas contribuem para a eficiência econômica do mercado e, conseqüentemente, para a economia como um todo, considerando conceitualmente válida a teoria clássica, apesar das críticas contrárias¹²⁸. Conclui o autor que o *insider trading* é teoricamente benéfico¹²⁹. De acordo com tal concepção, a especulação operada no mercado constitui um importante serviço em prol do mercado livre, pois, ao mesmo tempo estimula a liquidez, incentivando um mercado ativo e amplo, reduz eventuais flutuações de preços, contribuindo para a determinação do preço justo (*fair price determination*)¹³⁰. Além disso, promove a distribuição eficiente de informações (*allocational efficiency*) pela estabilização dos preços para níveis normais, que se presumem relacionados com o seu valor intrínseco¹³¹. Por tudo isso, estima que, com o passar do tempo, a melhor proteção para os investidores e para o público em geral é a operação eficiente dos mercados de capitais, que contribuem com o correto funcionamento da economia¹³².

São 04 (quatro) os argumentos principais desta corrente. Em primeiro lugar, conforme já ressaltado, sustenta-se que a realização das operações com substrato em informações privilegiadas contribui para a consecução de um mercado informativamente eficiente, em que

¹²⁷WU, H-K. An economist looks at section 16 of the Securities Exchange Act of 1934. *Columbia law review*. 1968, Vol. 68. p. 260-269.

¹²⁸KEYNES, J. M. *The general theory of employment interest and money*. London: Macmillanand.Co., 1942.

¹²⁹Não obstante, o autor reconhece ser possível a existência de algumas exceções. Mas considera que a importância de tais exceções não podem ser impostas sem o estudo empírico das mesmas (WU, H-K. Op. cit., p. 269).

¹³⁰Conforme destaca Prieto del Pino, tal teoria assume a impossibilidade de que os preços reflitam, por si só, toda a informação relevante para sua formação ou, o que é o mesmo, a inexistência de mercados eficientes na forma forte. Também aponta que os que defendem a liberalização do *insider trading* consideram como obstáculo para alcançar maior eficiência do mercado a inadequação da maioria dos investidores ao padrão ideal de participante, de modo que longe de prejudicar, a atividade dos *insiders* resultariam benéficas ao mercado, à medida que constituiriam uma valiosa pauta de atuação (PRIETO DEL PINO, A. M. El derecho penal ante el uso de información privilegiada em el mercado de valores. Elcano – Navarra: Thompson-Aranzadi, 2004, p. 134-135).

¹³¹Idem. p. 265.

¹³²Ibidem. p. 269.

os preços refletem sua estimativa real, expressando o valor correspondente à realidade da empresa emissora e a conjuntura econômica, antecipando a cotação dos títulos e acelerando o fluxo de informações à disposição dos investidores, possibilitando que estes tenham acesso às informações utilizadas pelos *insiders*.

A utilização de informação reservada favoreceria a competição no mercado, ao permitir ao concorrente tomar conhecimento de dados ignorados, possibilitando que este passe a operar conforme as pautas dos *insiders*; é dizer, estes últimos agiriam *orientando* as decisões de investimento dos demais investidores não informados. Em última análise, estar-se-ia contribuindo para a correta formação dos preços e para a transparência do mercado, pois quando o iniciado negocia, o mercado analisa seu comportamento e os demais investidores podem atuar em conformidade com aquela decisão, acomodando o preço à realidade.

Assim, o preço ajusta-se às novas notícias, sem que seja necessária sua difusão prévia ao mercado. Daí o segundo argumento apontado em favor da liberalização do *insider trading*, no sentido de que a utilização de informações reservadas produz um efeito *estabilizante*, eis que, supostamente, o ajuste do preço se estabelece de forma gradual e paulatina, sem que se produzam oscilações bruscas na cotação dos valores negociados, reduzindo o risco dos investimentos e aumentando a liquidez do mercado, funcionando, assim como estímulo ao investidor. Conforme destaca Prieto Del Pino, seu papel estabilizador (e, por isso, redutor de riscos) aumenta os ganhos e estimula novos investidores¹³³.

O terceiro ponto destacado por esta corrente corresponde à inexistência de danos para os investidores no cenário de longo prazo. Isto porque, sob essa ótica, o anonimato que caracteriza as operações desenvolvidas no mercado de valores e a utilização das tecnologias de última geração facilitou a massificação das negociações e, praticamente, aboliu os negócios *face to face*, dificultando a identificação dos reais prejudicados pelo uso de informação privilegiada, o que leva aos partidários da liberalização de tais práticas à conclusão de que não existem reais prejudicados. Ao se firmar essa premissa, estar-se-ia diante de um delito sem vítima. Por fim, considera-se que a liberalização do *insider trading* importaria em significativa economia dos altos custos derivados da persecução e repressão criminal (argumento utilitarista).

Outrossim, em favor da utilização das informações reservadas se aduz que estas constituem o único mecanismo de remuneração satisfatória para compensar os esforços daqueles que integram a sociedade cotizada, sem custo algum para a empresa. Os benefícios

¹³³PRIETO DEL PINO, A. M. Op. cit. p. 42.

econômicos derivados do *insider trading*, portanto, funcionariam como incentivo à atividade inovadora dos diretores e determinados empregados da empresa. Manne sustenta que a liberalização do *insider trading* constitui um modelo eficaz de retribuição da atividade empreendedoras nas grandes sociedades burocratizadas¹³⁴.

A adoção do enfoque pela liberalização do uso de informação privilegiada garante, de certo modo, uma contrapartida ao “criador” da informação um direito autoral de propriedade que recairia sobre a mesma, outorgando-lhe a prerrogativa de determinar quando, como e a quem se permitirá o uso da informação relevante. Sob este viés, a produção da informação relevante gera para o seu “criador-proprietário” a posição de monopólio economicamente utilizável. Consequentemente, o uso da informação sem o consentimento daquele que a produziu seria reprimido pelo ordenamento, em contraposição à repressão indiscriminada defendida pelo posicionamento proibicionista. Por este ponto de vista, somente seriam castigados aqueles casos relacionados ao uso não consensual da informação privilegiada¹³⁵.

A crítica à posição que defende a liberalização do uso de informações reservadas no mercado de valores, aponta a inexistência ou a dificuldade em se estabelecer um critério que permita distinguir entre a utilização de informações privilegiadas lícitas e a utilização abusiva¹³⁶. Não se pode ignorar ainda que a adoção deste posicionamento conduza a certa reserva de mercado no tocante às informações privilegiadas.

4.2. Posição proibicionista.

Ao contrário dos que defendem a liberalização do uso de informação privilegiada no mercado de valores, a grande maioria da doutrina nacional e estrangeira é favorável a sua repressão, sugerindo que o ordenamento jurídico venha encampar normas proibitivas e sancionatórias de natureza civil, administrativa ou criminal¹³⁷.

¹³⁴Nesta linha, afirma-se que: “*Insider trading is meets all the conditions for appropriately compensating entrepreneurs. It readily allows corporate entrepreneurs to market their innovations*” (MANNE, H. G. *Insider trading and the stock market (...)*, p. 138).

¹³⁵PRIETO DE PINO, A. M. Op. cit. p. 42.

¹³⁶Engel considera que as operações de iniciados apresentam assombrosas semelhanças com as dificuldades de uma proibição legal da pornografia, à medida que as fronteiras entre o que deve ser permitido e o que não pode resultam difusas. Adverte que “en un mundo de imperfecciones la ambición de la solución supuestamente óptima en su concreta ejecución puede conducir a empeoramientos”. (ENGEL, G. *Zur Problematik eines gesetzlichen Verbots von Insider-Geschäften*. Apud PRIETO DEL PINO, A. M. Op. Cit. p. 43).

¹³⁷Neste sentido: MORA DEL RÍO, F. J. El “insider trading”, delito con la nueva bolsa. *Boletín de Estudios Económicos*. 1988, Vol. XLIII, nº 133, abril. p. 87-99; SÁNCHEZ GUILARTE, J.; e TAPIA HERMIDA, A. El abuso de información privilegiada (“insider trading” y operaciones de iniciados). *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. 1987, nº 28, ano VII, octubre-diciembre, p. 751-792; VALENZUELA GARACH, F.; e, PEINADO GRACIA, J. I. La utilización abusiva de informaciones confidenciales y privilegiadas en los mercados de valores. Especial consideración de las disciplinas CEE y española. *Noticias de la Unión Europea/CEE*. 1991, nº

Os argumentos chaves propostos pelos que defendem tal posicionamento estão voltados para a ilicitude intrínseca da utilização de informações privilegiadas e na injustiça que o emprego deste tipo de informação representa em relação aos investidores e, ao mercado em geral, além dos danos derivados da conduta dos *insiders* em relação aos investidores.

Concretamente, a licitude da utilização de informações reservadas induziria ao inverso que não tenha conhecimento da notícia privilegiada, a não realizar qualquer operação que tivesse como contraparte um *insider* em operações de compra ou venda de valores mobiliários, pois não se encontraria em pé de igualdade com a contraparte (*insider*) por não dispor da mesma informação disponível para a correta e esclarecida formação de sua vontade.

Assim, a desconfiança dos investidores quanto à ilicitude do *insider trading* conduziria a retração do mercado, implicando para as empresas recursos mais dispendiosos, a exemplo do financiamento bancário em substituição da emissão de obrigações ou da realização de aumentos de capitais.

Por tanto, são inúmeras as razões que apóiam essa posição. Segundo Stratenwerth, podem ser agrupadas em 03 (três) critérios. O primeiro relaciona-se ao fato que tais transações podem ir contra os interesses da economia em geral, colocando em risco a confiança dos investidores e, portanto, o correto funcionamento do mercado de capitais. Em segundo lugar, considera-se que tais operações representam um abuso de confiança em relação à empresa para qual trabalha o iniciado e, conseqüentemente, configuraria uma violação dos interesses empresariais. Por último, destaca-se que tais abusos constituem um engano a outros investidores e, neste sentido, uma violação do princípio da igualdade de oportunidades¹³⁸.

Não obstante, pondera o autor que o bom funcionamento do mercado e a lesão de interesses patrimoniais não servem para justificar a norma penal, porque o abuso de informação privilegiada não foi criado para tal finalidade, já que a autêntica revelação de segredos comerciais está coberta em maior ou menor grau pela atual legislação e, por último, considera, ainda, que a igualdade de oportunidades, por si só, não é suficiente para justificar a intervenção penal, ao se considerar, por exemplo, que a igualdade real entre os investidores

81. Também: RODRÍGUEZ MORULLO, G. La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores ante el Derecho penal. *Poder Judicial*.1989, nº Especial IX, p. 237-250; GONZÁLEZ CUSSAC, J. L. Op. cit.; AUGER LIÑAN, C. Delitos bursátiles. *Poder judicial*. 1989, nº. Especial IX, p. 227-236; FARALDO CABANA, P. Algunos aspectos del delito de uso de información reservada en el mercado de valores en el proyecto del Código penal de 1994. *Estudios Penales y Criminológicos*.1995, nº 28. p. 45-121.; GÓMEZ INIESTA, D. J. *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*. Madri: McGraw-Hill, 1997.; RUIZ RODRÍGUEZ, L. R. Op. cit.

¹³⁸STRATENWERTH, G. Zum *Straftatberhand des Missbrauchs von Insiderinformation* Festschrift für F. Vischer. Zurich: 1983, p. 1987 y ss. *Apud* GONZÁLEZ CUSSAC, J. L. Op. cit. p. 124-125.

grandes e pequenos também não está garantida. Portanto, assinala Stratenwerth que a intervenção penal somente se justifica pela combinação dos três critérios mencionados.

Os argumentos esgrimidos em favor da criminalização da utilização abusiva de informação privilegiada conduzem a que tais comportamentos vulneram o princípio da igualdade dos investidores, constituindo autêntica competição desleal. Ademais, contribuem para a vulneração da confiança dos investidores no mercado de valores, colocando em perigo a própria operacionalidade do sistema. Portanto, a ofensa à confiança dos investidores no mercado compromete a canalização recursos ao setor privado, fundamental para o cumprimento da função principal do mercado de valores, o financiamento empresarial e o fomento da atividade econômica em geral. Ademais, Bajo Fernández põe em evidência a especial relevância da lealdade com a entidade emissora no sistema americano¹³⁹.

Com respeito a este argumento, o posicionamento daqueles que defendem a regra do *disclose or abstain*, pela qual os aqueles que tenham acesso à informação privilegiada não publicizada devem divulgá-la ao mercado ou, em caso de não divulgação, devem se abster de realizar operações com base em tal informação, foi criticado, pois, quase sempre, impõe-se ao *insider* a abstenção de realizar operações, o que mantém a desigualdade informativa entre os *players* do mercado, sendo a divulgação da informação, habitualmente, desaconselhada em razão dos interesses sociais da empresa detentora da informação, fato que, definitivamente, não contribui para o bom desenvolvimento do mercado.

Alternativamente a este posicionamento, buscando superar as críticas que lhe são dirigidas, surgiu na doutrina norte-americana a regra do *always disclose*, patrocinada por Levmore, que tem por fundamento a obrigação de revelar sempre as informações privilegiadas como requisito de lealdade (*fairness*) entre os operadores do mercado¹⁴⁰.

Outrossim, a presença do *insider* constitui um fator de confusão, pois sua mera existência gera um incremento nos custos das transações, o que, por sua vez, repercute na formação do capital. Outro argumento utilizado contra a utilização abusiva de informação reservada, está fundamentado no fato de que os benefícios obtidos em razão da atuação do iniciado pertencem à empresa, que é quem, efetivamente, os gera. Portanto, o fato de que o iniciado conheça a informação deriva de seu vínculo profissional. Neste sentido, apropriar-se

¹³⁹ BAJO FERNÁNDEZ, M. Op. cit. p. 643.

¹⁴⁰ É o que destaca Levmore: “*a scheme that requires insiders always disclose appears flawlessly fair. Once information is publicly available, insiders and outsiders are in equal positions. Thus, the always-disclose pattern comes closer to the fairness goal than either disclose-or-abstain, which is at least unfair to some individuals and to the primary beneficiary group, or the free-market pattern, which clearly puts insiders in a position superior to outsiders*” (LEVMORE, S. Securities and secrets: Insider trading and the law of contracts. *Virginia Law Review*. 1982, Vol. 68. p. 126).

de tal informação para alcançar benefícios próprios seria apropriar-se de algo que não lhe pertence¹⁴¹.

Por último, diante da movimentação de capitais no marco do sistema globalizado posto na atualidade, observa-se a demanda de que as garantias estabelecidas nos diversos mercados sejam similares, de modo que se estabeleçam medidas coordenadas a fim de equiparar os parâmetros de proteção aos investidores. Assim, observa-se a forte tendência de que as soluções legislativas adotadas pelas diversas jurisdições sejam próximas, relativamente ao uso de informação privilegiada, no sentido da sua proibição e(ou) criminalização. O caráter transnacional das operações realizadas no mercado de valores determina uma maior interação entre os mercados, não somente, no sentido da livre movimentação de capitais, senão também em razão da padronização das regras do mercado impostas, em grande medida, por entidades supranacionais.

¹⁴¹LOPEZ BARJA DE QUIROGA, J. El “insider trading”. *Anuario de derecho penal y ciencias penales*. 1993, Tomo 46, fascículo 3, septiembre-diciembre. p. 1.034.

Capítulo II. A inserção do *insider trading* no mercado de valores.

1. Aproximação conceitual.

A utilização de informação privilegiada constitui uma das formas de abuso de poder, configurando prática altamente nociva ao sistema financeiro em geral e, em particular, ao mercado de valores. Alguns rumorosos casos protagonizados nos dos maiores escândalos financeiros protagonizados nos últimos tempos¹⁴² abalaram a estrutura da Governança Corporativa (*Corporate Governance*) e, conseqüentemente, alertaram para o problema do uso de informação reservada no mercado de valores, com riscos para a vulnerabilidade do mercado financeiro mundial.

Por isso, vale repisar que há quem afirme que a utilização de segredos e informações privilegiadas são práticas relativamente frequentes no mundo dos negócios e, até certo ponto, circunstanciais neste âmbito¹⁴³. Por outro lado, a escassez de casos punidos criminalmente, ao que se presume diante da dificuldade da prova empírica nesta modalidade de operações, poderia fazer tal afirmação parecer exagerada. Não obstante, escândalos financeiros como os mencionados anteriormente indicam que a utilização de informação privilegiada e outras

¹⁴²A exemplo vale citar o caso envolvendo Ivan Boesky (1980), que possuía informações privilegiadas que lhe foram passadas por Dennis Levine como parte de um esquema criminoso. Levine teria recido as informações por parte de banqueiros de investimentos do Lazar Feres & Co e do Lehman Brothers; mais recentemente o caso envolvendo o Goldman Sachs, no qual Eugene Plotkin, um associado de renda fixa do banco, e de Pajcin, ex-analista do banco, resultou em ganhos ilícitos de pelo menos 6,7 milhões de dólares. O esquema teve início em 2004 e incluía meios de obter informações de fusões e aquisições do Merrill Lynch, com um analista de investimento do banco; em 2009 foram denunciados executivos da Sadia que teriam negociado sobre títulos da empresa negociados no mercado norteamericano, com base em informação quanto a possível oferta pública de aquisição em relação a empresa Perdigão, em 2010 a SEC investigou dois brasileiros após a aquisição do Burger King pelo 3 G Capital; e, em 2008, Warren Buffett foi envolvido em caso de insider trading – mas não na ponta criminosa. Quando Buffett comprou 5 bilhões de dólares em ações do Goldman Sachs no meio da crise financeira em 2008, o mercado seguiu o guru e as ações dispararam. Raj Rajaratnam, fundador da Galleon, sabia antecipadamente que Buffett faria tal aquisição e comprou papéis do banco logo antes da compra para vender logo depois. Segundo a SEC (Securities and Exchange Commission) o então funcionário do Goldman Sachs, Rajat K. Gupta teria vazado a informação da iminência do investimento a ser realizado por Buffett a Rajaratnam. Gupta foi acusado de ter passado entre março de 2007 e janeiro de 2009 dados confidenciais a Rajaratnam e foi sentenciado a dois anos de prisão. Raj Rajaratnam é considerado o responsável pela maior fraude por uso de informação privilegiada da história. Mais recentemente, entre nós, o foram denunciados dois executivos da empresa JBS pela suposta prática de insider trading e manipulação de mercado, por terem, conforme a denúncia, usado informação acerca de acordo de colaboração premiada por ele celebrado para negociar no mercado de valores mobiliários, além de terem realizado operações simuladas que teriam afetado o regular funcionamento dos mercados.

¹⁴³Neste sentido, Muñoz Conde observa que “de hecho, las grandes fortunas mundiales, se han erigido por la ejecución de transacciones comerciales con base en informaciones reservadas, por parte de quienes, desde el poder o por sus influyentes relaciones, han tenido acceso a las mismas en razón de su posición privilegiada, lo que les ha posibilitado percibir cuantiosos beneficios” (MUÑOZ CONDE, F. Los nuevos delitos del tráfico de influencia, revelación de secretos e informaciones e uso indebido de información privilegiada: comentarios a la Ley orgánica 9/1991, de 22 de marzo, por la que se reforma el código Penal: Apéndice a, Muñoz Conde, derecho penal, parte especial, 2ª edición, Valencia 1990. Valencia: Tirant lo blanch, 1991. p. 26).

práticas abusivas do mercado costumam ocorrer com maior frequência do que se poderia imaginar¹⁴⁴.

Tradicionalmente, as operações financeiras ou mobiliárias com base em informação privilegiada envolvem sujeitos que ocupam altos cargos em empresas, profissionais que operam no mercado de valores e aqueles indivíduos que desenvolvem outra atividade profissional relacionada ao mesmo. De forma ampla, o *insider trading* envolve a exploração deliberada de informação relevante para o mercado de valores por meio de operações neste segmento, a fim de obter benefícios econômicos acima da média, privilegiando o sujeito que toma conhecimento da informação relevante em razão de sua especial relação profissional ou posição privilegiada.

É dizer, o uso de informação privilegiada permite que o sujeito ativo se aproveite de uma oportunidade lucrativa não disponível aos demais operadores do mercado, permitindo-lhe que, direta ou indiretamente, obtenha benefícios significativos.

A utilização de informação privilegiada no mercado de valores se popularizou na expressão norte-americana *insider trading*. De outro lado, a tradição europeia apóia-se na expressão francesa *délite d'initiè*, a qual constitui um conceito mais amplo¹⁴⁵, à medida que inclui toda classe de sujeitos que tenham tomado conhecimento dos fatos ou dados desconhecidos pelos investidores em geral, apartando a necessidade de sua vinculação profissional com a empresa a que se refere à informação.

Não obstante, as diferentes terminologias adotadas – *insider*, *initiè* e *iniciado* -, não induzem verdadeiro dissenso quanto à realidade a que se referem, ainda que se reconheça que a denominação *delito de iniciados* é mais ampla que a expressão *insider trading*. Portanto, em que pese as peculiaridades terminológicas, para os fins deste estudo, as locuções referidas serão utilizadas indistintamente.

¹⁴⁴Oportuno transcrever o eufemismo de Fernández Armesto, ao ressaltar que “la información privilegiada se parece bastante a las meigas de mi Galicia natal. Será difícil aprehenderlas, pero ni un solo gallego duda de su existencia. También es difícil que los supervisores atrapen a unversores que abusan de información privilegiada – pero todo el mercado sabe que haber, haylos” (FERNÁNDEZ ARMESTO, J. Meigas, información privilegiada y cartas circulares. Disponible en: www.jfarmesto.com/libros.asp, Publicado em janeiro de 2006).

¹⁴⁵PRIETO DEL PINO, A. M. *El derecho penal ante el uso de información privilegiada en el mercado de valores*. Elcano- Navarra: Thompson- Aranzadi, 2004. p. 31.

2. Antecedentes históricos remotos.

O *insider trading* não constitui fenômeno recente. Suas origens podem ser tão antigas quanto o próprio mercado em que o fenômeno se desenvolveu¹⁴⁶. Ao que se tem notícia, o primeiro caso documentado data do ano de 1793 quando, Sir John Barnad, grande conhecedor dos negócios londrineses, denunciou que alguns sujeitos vinculados à Companhia das Índias Holandesas haviam enriquecido à custa dos demais acionistas, pois, conhecendo a diminuição de dividendos da companhia, venderam suas ações antes de publicada a notícia, a qual tornada pública, repercutiu negativamente no preço das ações, que recuaram mais de 50%, evitando, deste modo, perdas importantes. Por outro lado, Bergmans aponta como primeiro episódio de *insider trading* aquele ocorrido em 1871, quando os *Rothschild* tomaram conhecimento, antes dos demais londrineses, que Napoleão havia sido derrotado em Waterloo, adquiriram valores na bolsa que, quando tornada pública a notícia, experimentaram um importante incremento nos seus preços¹⁴⁷. Não obstante, apenas mais recentemente o tema relacionado ao abuso de mercado (*market abuse*), no qual se incluem o uso de informação privilegiada, conquistou a atenção da doutrina e dos legisladores europeus¹⁴⁸.

Nos Estados Unidos, por outro lado, a legislação atinente à matéria remonta ao início da década de 1930, como reflexo da crise financeira de 1929 e, portanto, depois do *crack* da Bolsa de Nova York, pois a realidade posta estava por exigir resposta urgente e eficaz dos setores regulatórios. Daí a origem do tratamento jurídico penal relativo ao abuso de mercado, especialmente no que toca ao *Securities Act* 1933 (SA) e ao *Securities Exchange Act* de 1934 (SEA), normas dirigidas a coibir ações fraudulentas contra o mercado de valores. Posteriormente, esta tendência se estendeu aos países de origem anglo-saxônica, à Europa Continental e, por fim, à América Latina.

Na Europa continental, o primeiro país a legislar sobre o assunto foi a França em 1967. Em seguida, seguiram-se as legislações específicas da Alemanha, ao final de 1970 e Reino Unido, em 1980. Quanto aos demais países que atualmente integram a União Europeia, pode-se dizer que tiveram sua atividade legislativa impulsionada pela Diretiva do Conselho da

¹⁴⁶Rider e Ashe observam que a História e a Mitologia estão repletas de exemplos de indivíduos que tiram proveito de uma informação somente a eles acessível. Este conhecimento superior em relação a outros indivíduos era considerado como uma benção que, certamente, não traria desgraças sobre aqueles que delas se beneficiassem em razão de seu uso contra os “não informados” (RIDER, B. A. K; e, ASHE, M. *Insider crime. The new law*. Bristol: Jordan, 1993. p. 2).

¹⁴⁷BERGMANS, B. *Insider trading and securities trading: a legal and economic analysis of the foundations of liability in the USA and the European Community*. London: Graham & Trotman, 1991. p. 3.

¹⁴⁸BENY, L. N. The Political Economy of Insider Trading Legislation and Enforcement International Evidence. Harvard Law and Economics Discussion Paper n.348. 2002, Disponível em: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/corporate_governance/papers/No348.02.Beny.pdf.

CEE 89/592, de 13 de novembro de 1989, com o objetivo de firmar a coordenação da regulação relativa às operações com informação privilegiada em suas ordens internas. Nesta linha e, conforme as orientações das Diretivas europeias, observa-se a tendência generalizada na adoção de medidas regulatórias acerca do fenômeno do *insider trading*.

Em geral, constata-se que a entrada em vigor da legislação sobre *insider trading* nos países desenvolvidos ou, ditos em desenvolvimento, situa-se pelos anos noventa do século passado. O estudo realizado por Bhattacharya e Daouk, abrangendo amostragem de 103 (cento e três) países que possuíam bolsa de valores, revelou que 87 (oitenta e sete) deles contavam com legislação específica sobre o uso de informação privilegiada¹⁴⁹.

Na atualidade, diante dos grandes escândalos financeiros de repercussão mundial ocorridos em diversas jurisdições do entorno europeu¹⁵⁰, assim como em países de economias fortalecidas como Estados Unidos e Japão¹⁵¹, e diante do processo de globalização financeira, quase todas as jurisdições com mercado financeiro ativo se ocuparam do tema relativo ao abuso de mercado (*Market Abuse*). Neste contexto globalizado, é de se notar a proximidade das soluções legislativas adotadas pelos diversos países, apontando-se a forte tendência na utilização repressiva do Direito Penal para coibir as práticas consideradas nocivas ao mercado e à livre concorrência, entre as quais se incluem a utilização de informação privilegiada.

3. Questões político-criminais relacionadas ao *insider trading*.

3.1. O *insider trading* como crime de colarinho branco.

Orientado pela “cultura da competição”¹⁵², o mercado de valores corresponde a um espaço econômico em que seus operadores buscam incessantemente maximizar seus benefícios financeiros. Assim, a obtenção de proveitos econômicos pode ser apontada, entre

¹⁴⁹BHATTACHARYA, U. Y DAOUK, H. The world price of insider trading. *Journal of Finance*. 2002, Vol. 57, issue 1. p. 75-102.

¹⁵⁰Como exemplos, pode-se citar o escândalo Guinness, no Reino Unido; o caso Dragados e Construções ocorrido na Espanha que, em abril de 1992, resultou na imposição de uma sanção por emprego de informação privilegiada a um diretor de empresa; em 2002, na França, o milionário especulador financeiro e investidor George Soros foi considerado culpado por sua ação na OPA da ‘SocietèGenerale’, tendo sido condenado a uma multa de 2 (dois) milhões de dólares.

¹⁵¹Nos Estados Unidos caso Ivan Boesky, Roger Blackwell, Michael Milken, Marylin Star, entre outros. No Japão, tem-se o registro do caso envolvendo a empresa Taheto Chemical Industries Company, ocorrido em 1988 que afetou a imagem do país como paraíso do uso abusivo de informação privilegiada. Tal empresa atravessava uma difícil financeira devido a enormes perdas sofridas no mercado de futuros, até o ponto de requerer a intervenção de algumas entidades financeiras com aporte de recursos em seu capital para a sua recuperação. Porém, uma dessas entidades, o Banco Hanshin Sogo realizou a venda de 337.000 ações da empresa, um dia antes da publicação de seu balanço econômico (Vide, nesse particular: AKASHI, T. *La regulación del insider trading en Japón*. Cuadernos de Política exterior. nº 16. p. 27 e ss).

¹⁵²Vide ainda: COLEMAN, J. W. *The criminal elite. Understanding white-collar crime*. New York: St. Martin’s Press, 1998. pp. 181-187.

outros fatores, como a motivação mais forte para a consecução de condutas criminosas neste segmento¹⁵³.

As condutas criminosas levadas a efeito no âmbito do sistema financeiro em geral e, em especial, aquelas relacionadas ao mercado de valores, implicam no domínio de técnicas, procedimentos e práticas habituais daqueles meandros, assim, como o conhecimento das regras vigentes no mercado. De outra parte, o enorme desenvolvimento científico e tecnológico que caracteriza o tempo presente repercute no mundo dos negócios, demandando, cada vez mais, a especialização laboral por parte daqueles que operam em setores específicos. Assim, o desenvolvimento das diversas ocupações no âmbito financeiro, no qual se inclui a atuação laboral e profissional no mercado de valores, tornam essas práticas quase inacessíveis a sujeitos não capacitados tecnicamente.

Fenômeno similar ocorre no tocante ao incremento das práticas lícitas relacionadas ao mercado de valores, pois tais ocorrências supõem o conhecimento dos mesmos procedimentos, técnicas e regras vigentes naqueles círculos, bem como o domínio de um conjunto de informações inacessíveis à generalidade dos cidadãos e investidores comuns. Conseqüentemente, os indivíduos que perpetram condutas criminosas neste âmbito de negócios integram, na maioria dos casos, elites culturais e econômicas, correspondendo a pessoas de boa formação acadêmica e profissional. Ou seja, essas condutas são mais propícias aos que desempenham atividades relacionadas aos mercados de valores como, por exemplo, os analistas financeiros, *brokers* e *dealers*, advogados e contadores, dentre outros sujeitos. No seu estudo acerca da rentabilidade do *insider trading*, Del Brío concluiu que são os diretores de empresas e companhias de capital – compreendido como tais, o presidente, o vice-presidente e os diretores de alto nível – que geralmente obtêm as maiores rentabilidades advindas do uso de informação privilegiada, seguidos por conselheiros e grandes acionistas¹⁵⁴.

¹⁵³GÓMEZ INIESTA, D. Op. cit. p. 38. Além disso, para Sutherland, “the diffusion of illegal practices is the second type of evidence that white collar crime is due to differential association. Business firms have the objective of maximum profits. When one firm devises a method for increasing profits, other firms become aware of the method and adopt it, perhaps a little more quickly and a little more generally if the firms are competitors in the same market than if they are not competitors. The diffusion of illegal practices which increase profits is facilitated by the trend toward centralization of the control of industry by investment banks and by the conferences of business concerns in trade associations. The process of diffusion will be considered first in relation to competition, and subsequently with reference to other relations” (SUTHERLAND, E. H. *White collar crime*. New Haven, London: Yale University Press, 1993. p. 246-247).

¹⁵⁴A autora afirma que “son los gestores de la empresa, y no sus propietarios, los que se benefician de la información privilegiada” (DEL BRIO, E. B. *La rentabilidad del insider trading*. Estudios Empresariales. 2002/3, nº 110. p. 38-43).

Tudo isso corrobora a ideia de que as pessoas que têm acesso a informações reservadas em razão de sua atividade profissional ou empresarial, são mais propensas a utilizá-las em proveito próprio. Por isso, torna-se oportuno enquadrar o *insider trading* na categoria dos crimes de colarinho-branco. Do ponto de vista do Direito penal, as contribuições das teorias criminológicas sobre *white-collar crime*, especialmente aquelas que tratam dos crimes ocupacionais (*occupational crime*) são percucientes à medida que apóiam a adoção de medidas preventivas quanto a estes delitos, favorecendo a compreensão da motivação do agente e de seu atuar. A abordagem do crime de *insider trading* como *occupational crime* parece oportuna, pois a oportunidade criminosa emerge do exercício de uma atividade profissional ou ocupacional lícita.

3.2. Os crimes de colarinho branco (*white-collar crime*).

Conforme contextualizado por Sutherland, os crimes de colarinho branco (*white-collar crimes*) são praticados por pessoas de respeitabilidade e *status* social elevado¹⁵⁵. Não por outra razão, Henderson preferiu denominar os delinquentes provenientes das classes sociais e estratos de maior cultura como criminosos *educados* (*educated criminals*)¹⁵⁶. Em outras palavras, as culturas e os círculos sociais mais desenvolvidos modificam a forma típica de delinquência, fazendo com que esta se torne menos coerciva e violenta; porém mais inteligente¹⁵⁷.

Antes das idéias de Sutherland sobre os crimes de colarinho branco, Morris reconhecia certos delinquentes que realizavam atividades *lícitas*, ao se referir ao numeroso e opaco grupo de criminosos que, em razão de sua posição social, inteligência e técnicas criminais, podiam

¹⁵⁵Em consonância com a definição de Sutherland: “White collar crime may be defined approximately as a crime committed by a person of respectability and high social status in the course of this occupation” (SUTHERLAND, E. H. *White collar crime* (...), p. 7). Assim, o autor compreende os criminosos de colarinho branco não somente como pessoas de boa condição econômica e socialmente integradas, mas também como sujeitos perfeitamente aptos e capazes, intelectual ou biologicamente e, por vezes, dotados de capacidades acima da média.

¹⁵⁶HENDERSON apud GREEN, G. S. *Occupational crime*. Chicago: Nelson-Hall Publishers, 1996. p. 3. Nesta mesma linha, Auger Liñan observa que “se constata la habilidad de los interesados a zafarse de la persecución penal, mediante la constitución consecutiva de nuevas empresas, a lo que se procede con tanta velocidad que cuando ya la tercera empresa entra en actividad en la vida de los negocios delictivos, respecto de los cuales, sin embargo, ya no es posible encontrar autor alguno y, por regla general, tampoco ningún documento comercial” (AUGER LIÑAN, C. Op. cit. p. 229).

¹⁵⁷Com respeito à expressão crime de colarinho branco, Volk considera que “si trattava del termine sbagliato al momento giusto” (VOLK, K. *Sistema penale e criminalità economica. I rapportitra dogmatica, politica criminale e processo*. Napoli: Edizioni scientifiche italiane, 1998. p. 31). O momento era apropriado diante da consciência da sociedade e diante da necessidade de uma reforma. Não obstante, do ponto de vista objetivo a nomenclatura parecia equivocada, já que a terminologia *white-collar crime* se apresenta em um momento em que a Criminologia se centra na culpabilidade sobre o fato e não na existência do delinquente típico. Portanto, desenhou-se uma identidade que não dialoga com as teorias críticas contemporâneas.

se mover entre os cidadãos comuns, imunes ao seu reconhecimento e perseguição¹⁵⁸. Os criminosos do mercado legal, conforme definido por Morris, são autênticos e se diferem dos demais apenas porque são menos sensíveis em alguns aspectos, colocando em dúvida se eles próprios se consideravam como delinquentes¹⁵⁹.

Deste comportamento surge outra característica de relativa importância, quando se analisam as teorias do *white-collar crime*, qual seja, a invisibilidade. Afirma-se que o sujeito se torna invisível porque o lugar do ato criminoso dificilmente coincide com o local onde se projetam e ocorrem seus efeitos. Da mesma forma, a consumação do delito não corresponde, via de regra, ao momento em que o dano se torna perceptível.

Não obstante, buscando encontrar as razões pelas quais um indivíduo se torna criminoso, Sutherland defende a teoria da associação diferencial (*differential association*)¹⁶⁰ que se fundamenta na interação das forças¹⁶¹. Conclui afirmando que tanto a pobreza quanto a riqueza podem conduzir a um comportamento criminoso desenvolvido por meio da interação social¹⁶². Deste modo, a tese de Sutherland afasta-se do pensamento da criminologia crítica tradicional embasada na correlação entre pobreza e criminalidade.

Esta ideia, por sua vez, pode ser aplicada tanto às associações criminosas, como às não criminosas, uma vez que seus pilares elementares tratam da mencionada interação de forças. O autor considera que a associação diferencial culmina na criminalidade, porque a sociedade

¹⁵⁸ MORRIS apud GREEN, G. S. *Occupational crime*. Chicago: Nelson-Hall Publishers, 1996. p. 4.

¹⁵⁹ As ideias de Herderson e Morris comungam de elementos comuns, os quais integram a base do pensamento de Sutherland sobre o delito ocupacional. O fato de que o tipo mais grave de criminalidade encontra-se entre sujeitos de elevado poder econômico e respeitabilidade e, por outro lado, o fato de que esses sujeitos não se identifiquem como criminosos e não são percebidos desta forma pela sociedade ou pelo sistema regulador.

¹⁶⁰ A teoria da associação diferencial firma suas bases na consideração de que, tanto a motivação para a prática do delito, quanto o conhecimento dos procedimentos para efetivá-lo, são apreendidos através de processos de comunicação no interior de grupos. É dizer, a possibilidade de que uma pessoa se torne um criminoso não depende, legalmente, da frequência e do grau de intimidade de seus contatos com tais tipos de comportamento. Tal explicação genérica explicaria tanto os delitos de colarinho branco, quanto à criminalidade das classes menos privilegiada (SUTHERLAND, E. H. *White-collar criminality*. *American Sociological Review*. 1940, v. 5, n. 1, february. pp. 10-11).

¹⁶¹ Assim, conforme explica Cruz Santos, quando os valores dominantes no seio do grupo são propícios ao cometimento da infração, o indivíduo violará a lei, precisamente porque estes estímulos favoráveis a tal comportamento excedem os desfavoráveis (CRUZ SANTOS, C. M. *O crime de colarinho branco. Da origem do conceito e sua relevância criminológica à questão da desigualdade na administração da justiça penal*. Coimbra: Coimbra, 2001. p. 44).

¹⁶² A crítica a esta teoria parte de Hirshi e Gootfredson, que descartam a teoria da associação diferencial fundamentando seu pensamento na premissa de que o delito é causado por motivações culturalmente induzidas. Propõem, em contraposição, a teoria do evento propenso, que está focada nas diferenças entre as pessoas, em termos de autocontrole. De modo que, os indivíduos com um baixo nível de autocontrole são mais propensos ao cometimento da maioria dos delitos, independentemente da sua natureza. Para os autores, os delinquentes de colarinho branco compartilham de uma falta de autocontrole que manifesta em sintomas particulares (HIRSHI, T; e, GOOTFREDSON, M. *Cuases of white-collar crime*. *Criminology*. 1987. Vol. 25, nº 4. p. 958).

não está solidamente organizada para enfrentar tais comportamentos¹⁶³. A lei tenciona em uma direção e as outras forças em sentido contrário. Especialmente quanto ao mundo dos negócios, Sutherland aponta o conflito entre as “regras do jogo” e as normas legais, de modo que o homem de negócios que quer cumprir a lei está compelido por seus competidores a adotar tais métodos escusos¹⁶⁴.

Por meio da teoria da associação diferencial, Sutherland explicou apenas a transmissão individual da motivação dos conhecimentos necessários à prática de infrações já existentes. Porém, não explica, do ponto de vista da sociedade, a prévia existência de delitos. Para tanto, o autor recorreu à teoria da desorganização social, de menor repercussão. Esta concepção relaciona a desorganização social e a conseqüente insuficiência de meios no controle dos comportamentos individuais em duas nuances distintas. A primeira corresponde ao fato de que o mundo dos negócios se caracteriza por uma situação de anomia, associada à transição do liberalismo econômico para uma fase de maior intervenção governamental. Transição, na maioria das vezes, mal compreendida pelo homem de negócios e pelo poder público em geral, produzindo conflitos de valores. Por outro lado, em um segundo plano coloca-se a existência de um conflito, à medida que, enquanto no mundo dos negócios existe uma firme organização no sentido de permitir a vulneração das normas vigentes, a sociedade está muito menos organizada no que se refere a criação de mecanismos aptos para evitar a infração. Deste modo, a preservação das práticas ilícitas pela comunidade empresarial contrasta com a debilidade política na dissuasão das mesmas¹⁶⁵.

Posteriormente, Coleman apresenta uma nova interpretação quanto aos delitos de colarinho branco ao expor a hipótese de que o comportamento criminoso resulta de uma apropriada coincidência entre motivação e oportunidade¹⁶⁶. Esta concepção aproxima-se do

¹⁶³ De um lado a complexidade e tecnicidade dos comportamentos e, por outro, a rapidez com que ocorrem as transformações sociais, constituem fatores que favorecem a desorganização social (CRUZ SANTOS, C. M. Op. Cit. p. 52).

¹⁶⁴ SUTHERLAND, E. H. White-collar criminality (...), p. 11. No mesmo sentido, são identificados três fatores que explicam as diferenças na implementação das leis relacionadas aos delitos de colarinho branco: o *status* do homem de negócios; a tendência de não aplicação das sanções penais; e, por último, o baixo ressentimento público que esta classe de delitos provoca, à medida que são percebidos prontamente somente por expertos nas ocupações em que costumam ocorrer (SUTHERLAND, E. H. Is “White-collar crime” crime? *American Sociological Review*. 1944, Vol. 10, nº 2, Annual meeting papers. pp.137-138).

¹⁶⁵ Vold e Bernard destacam que este conflito explica a permanência do crime de colarinho branco na sociedade contemporânea. Conseqüentemente, as práticas negociais ilícitas hão de continuar até que a comunidade política se organize contrariamente as mesmas (VOLD, G. e BERNARD, T. *Theoretical Criminology*. Oxford: Oxford University Press, 1986. p. 334).

¹⁶⁶ Coleman considera que os delitos de colarinho branco derivam da coincidência de três condições fundamentais. A primeira corresponde à motivação, no sentido de que o indivíduo deve ter alguma razão para atuar, levando-se em conta que na maior parte dos casos a intenção almejada consiste na obtenção de benefícios financeiros; a segunda condição corresponde à neutralização das restrições éticas inibitórias do

pensamento de Sutherland, ao se afirmar que a motivação constitui uma série de construções simbólicas que definem certos objetivos e atividades indesejáveis, em detrimento de outras que não apresentam essas qualidades, consistindo, basicamente, em uma interação de forças. Por fim, a oportunidade relaciona-se ao curso da ação que faz parte de um repertório pessoal que se restringe ao comportamento delitivo, ou ao comportamento em potencial.

Contrariamente ao que foi exposto, Shapiro sustenta a ideia de rotular o delito e não o delinquente, facilitando o combate a esta forma de criminalidade. A autora concentra a definição de *white-collar crime* no modo como a ofensa se realiza, é dizer, no *modus operandi*¹⁶⁷. Assim, considera o abuso de confiança como fator determinante no delito de colarinho branco, independentemente do *status* econômico-social dos agentes. As novas conceituações acerca do *white-collar crime*, no entanto, suscitam algumas dificuldades dificilmente superáveis. Distinguir claramente entre as relações de confiança e todas as demais parece algo que não é sempre possível, à medida que o aproveitamento de uma posição fiduciária depende da análise de cada conduta. Por outro lado, coloca-se a flexibilidade da noção de confiança¹⁶⁸.

Por fim, em que pesem as vantagens que as definições de crime de colarinho branco possam apresentar, especialmente quanto às especificidades da infração, parece que a conceituação original apresentada por Sutherland resulta mais adequada ao tratamento da matéria, à medida que preserva o núcleo subjetivo desta classe de delitos, limitando-se às condutas realizadas por agentes especialmente influentes no exercício de sua ocupação, dada sua privilegiada posição social, econômica ou profissional. Ante o exposto, considerando-se as particularidades do agente e o *modus operandi* utilizado, o conceito de *white-collar crime* elaborado acima se revela útil, podendo servir ao estudo das causas de certas infrações, bem como na elaboração de propostas mais adequadas de controle.

comportamento criminoso. Por último, considera a existência de uma oportunidade, estimando que determinadas pessoas possuem maiores chances para delinquir (COLEMAN, J. W. Op. cit. pp. 212-213).

¹⁶⁷Assim, Shapiro considera que a correlação entre o caráter corporativo e o ocupacional, o elevado status social e o abuso de confiança estão longe de convencer, argumentando que são vários os tipos de conduta, tais como engano, roubo, falsificação, omissão, malversação, apropriação indébita, entre outras práticas que implicam no uso indevido de posição ocupada pelo sujeito. Deste modo, muitas destas condutas podem ser realizadas por indivíduos que não pertencem a *upper class*. Em conclusão, Shapiro observa que “is time to integrate the ‘white-collar’ offenders into mainstream scholarships by looking beyond the perpetrators’ wardrobe and social characteristics and exploring the modus operandi of their misdeeds and the ways in which they establish and exploit trust” (SHAPIRO, S. *Collaring the crime, not the criminal: Reconsidering the concept of white-collar crime*. American Sociological Review. 1990, Vol. 55, n. 3, june. p. 363).

¹⁶⁸CRUZ SANTOS, C. M. Op. cit. pp. 69-70.

3.3. O *insider trading* como *occupational crime*.

As incertezas acerca do conceito de crime de colarinho branco criaram o ambiente ideal para o surgimento de algumas novas categorias criminológicas, dogmaticamente mais adequadas e, por esta razão, menos suscetíveis a dúvidas no tocante aos comportamentos relacionados. Se, por um lado, defende-se a manutenção do *white-collar crime*, diante da relevância desta construção teórica para os estudos criminológicos, por outro, aponta-se a necessidade de especificar sub-conceitos dotados de maior capacidade explicativa. Assim, Clinard e Quinney centraram-se, exclusivamente, na oportunidade de se cometer um delito ocupacional, abandonando o conceito de *white-collar crime* e o requisito da respeitabilidade. Diferenciaram, portanto, os delitos ocupacionais entre os *corporate crime*, delitos realizados por funcionários de uma mesma organização e que atuam no interesse da empresa, e os *occupational crime*, congregadores de todas as outras formas de delitos cuja realização é facilitada em razão de determinada ocupação, sendo os benefícios diretamente atribuídos ao delinquente¹⁶⁹.

Em termos práticos, os crimes ocupacionais estão relacionados às oportunidades criadas pelo exercício de uma atividade profissional lícita. Portanto, o conceito de *occupational crime* busca somente identificar um tipo geral de oportunidade criminosa que se distribui por toda a sociedade.

Conforme destaca Green, o conceito de *occupational crime* inclui dois componentes fundamentais: (i) um ato punível por lei; (ii) o enredo de oportunidade resultante do exercício de uma atividade ocupacional lícita¹⁷⁰. O critério da ocupação lícita é útil, pois, conforme destaca Green, “*criminals are always ‘occupied’ during the commission of their offenses*”¹⁷¹. Portanto, por ocupação legal deve-se entender simplesmente a atividade não contrária à lei.

O *occupational crime* comporta, portanto, duas realidades distintas: (i) por um lado refere-se a delitos praticados por agente ou funcionário contra o interesse de organizações públicas ou privadas com as quais mantenha vínculo profissional; e, (ii) de outra parte, engloba também as infrações praticadas por indivíduos no exercício de suas atividades ocupacionais ou profissionais.

Neste sentido, não é exagerado afirmar que a existência de oportunidades para delinquir é inerente a qualquer atividade ocupacional, sendo que algumas condutas delitivas são possíveis em quase todas as atividades profissionais, enquanto outras somente podem ser

¹⁶⁹GREEN, G. Op. cit p. 15. No mesmo sentido: CRUZ SANTOS, C. Op. cit. pp. 75-76.

¹⁷⁰GREEN, G. Op. p. 16.

¹⁷¹Idem. p. 16.

executadas por pessoas dotadas das características ou atributos específicos. Os delitos ocupacionais podem favorecer diretamente o criminoso ou entidade em favor da qual exercem sua atividade. Além disso, o *occupational crime* pode afetar a uma pessoa ou entidade em concreto, ou muitas, como no caso dos delitos ambientais que afetam a comunidade em geral.

Assim, objetivando destacar as diversas circunstâncias ocupacionais nas quais poderiam inserir-se os indivíduos e a fim de demonstrar como podem guiar-se pelas diferentes oportunidades criminosas, foram propostas quatro categorias relevantes quanto ao denominado *occupational crime*: a) os crimes praticados por funcionários no interesse das organizações, com as quais os agentes mantêm um vínculo laboral (*organizational occupational crime*); b) os crimes perpetrados por autoridades públicas no exercício de suas funções (*state authority occupational crime*); c) os crimes cometidos por profissionais em sua capacidade profissional (*profesional occupational crime*); e, d) os crimes praticados por sujeitos em sua condição individual (*individual occupational crime*)¹⁷².

A primeira categoria inclui crimes praticados por funcionários ou agentes no interesse das organizações com as quais têm uma relação de trabalho. Nestes casos, a empresa ou organização é diretamente beneficiada pela atividade do agente, sendo que isso é compensado indiretamente, por meio de mecanismos de alocação de recursos utilizados pelo empregador (promoções, bônus, aumento de salário, etc.). A segunda e terceira categorias englobam determinadas ocupações que exigem qualidade especial do agente, de modo a que este tipo de atividade só pode ser realizado por certas categorias de pessoas. Por exemplo, o *state authority occupational crime* exige a investidura em determinado cargo ou posição dominante, que disponha de poder ou da prerrogativa de fazer cumprir as leis ou comandar outros. O terceiro caso compreende os crimes cometidos por profissionais, sendo que as oportunidades criminosas emanam do dever legal e profissional que lhes incumbe. É dizer, verifica-se a violação de um dever profissional. Finalmente, a última categoria, o crime ocupacional individual (*individual occupational crime*) engloba todos os outros comportamentos criminosos. Ou seja, trata-se de uma categoria residual, abarcando todos os casos que não se encaixam nas outras três hipóteses¹⁷³.

Conforme já foi dito, quando da análise teórica do comportamento dos criminosos de colarinho branco, Coleman concluiu que esta prática resulta da combinação entre motivação e

¹⁷²A classificação detalhada dos crimes ocupacionais foi extraída de: GREEN, G. Op. cit. pp. 18-20.

¹⁷³Não obstante, Green destaca que as quatro categorias não são, necessariamente, exclusivas, tendo sido construídas a fim de organizar o amplo espectro dos delitos ocupacionais em grupos específicos, facilitando o estudo desta classe de delitos (Idem. p. 20).

oportunidade. Por um lado, a motivação para a ação compreende razões individuais que correspondem aos desejos pessoais de cada indivíduo e a oportunidade concernente às condições sociais objetivas. Assim, a motivação criminosa depende, em grande parte, das condições a que o indivíduo está exposto em razão de sua ocupação. Portanto, a análise da motivação dos criminosos de colarinho branco somente dispõe de valor explicativo, se inseridas no contexto das oportunidades disponíveis para o indivíduo. Neste sentido, o autor afirma que não importa quão forte a motivação individual do agente; se não há oportunidade, não haverá o crime¹⁷⁴.

Como restou explicitado anteriormente, o crime ocupacional caracteriza-se, fundamentalmente, pelo exercício de uma atividade ocupacional ou profissional lícita. A partir desta premissa, o enquadramento do comportamento criminoso na categoria dos crimes ocupacionais pressupõe duas condições: (i) a existência de um ato ilegal; e (ii) que este tenha sido perpetrado por meio de uma oportunidade criada pelo exercício de uma atividade profissional lícita.

Portanto, o crime de *insider trading*, talvez, seja o exemplo mais apropriado de *occupational crime*, à medida que corresponde a um comportamento ilegal e, ao mesmo tempo, factível de ocorrer em razão das oportunidades decorrentes do desenvolvimento uma atividade ocupacional lícita. Isto porque, o acesso à informação privilegiada está relacionado ao exercício de uma atividade profissional ou empresarial por parte do sujeito ativo.

Assim, não se pode negar que os *insiders* do mundo moderno correspondem às proposições do *white-collar crime*, mais especificamente com a forma denominada *occupational crime*. O nível de experiência desses criminosos torna possível a sua inclusão na proposta de Sutherland ou de Henderson, anteriormente mencionadas. Por esta ótica, é possível enquadrá-los como criminosos do colarinho branco, pois atuam por meio de sociedades organizadas que, tradicionalmente, operam em mercados de valores mobiliários, ou seja, as sociedades ou agências de valores, ou ainda por meio de instituições pertencentes a outras áreas econômicas, como é o caso das instituições financeiras.

De acordo com Sutherland, as várias feições que podem vir a assumir o *white-collar crime* no mundo dos negócios e no ambiente profissional consistem, notadamente, em

¹⁷⁴Para Coleman, a atração pela oportunidade se relaciona a quatro fatores: (i) a percepção do agente acerca dos extraordinários benefícios esperados da operação; (ii) sua percepção quanto aos potenciais riscos, como a possibilidade de ser descoberto; (iii) a compatibilidade entre a oportunidade e as aptidões do autor, a racionalização e os pensamentos individuais prévios; e, por último, (iv) a avaliação de uma oportunidade delitiva que se faz em comparação com outras oportunidades a que se tem prévio conhecimento e, consequentemente, está influenciada por toda a estrutura de oportunidade do agente. (COLEMAN, J. W. Op. cit. pp. 354-355).

violações de confiança. O autor destacou duas categorias principais: o uso indevido de ativos financeiros e duplicidade na manipulação do poder¹⁷⁵. A primeira categoria se aproxima da fraude ou estelionato, enquanto que a segunda se aproxima de uma hipótese de traição. Pode-se ilustrar com o exemplo de um diretor da empresa que, agindo com base em informação reservada, adquire áreas de terra que a empresa necessitará em um futuro próximo para, posteriormente, vendê-las para a própria companhia alcançando, assim, lucros importantes.

Partindo-se da hipótese de Sutherland, poder-se-ia imaginar outro exemplo, talvez mais adequado ao mercado de valores mobiliários: ao invés de áreas de terras, o diretor poderia estar adquirindo títulos ou ações de uma empresa objeto de uma futura oferta pública de aquisição (OPA), para mais tarde revendê-los com presumíveis lucros. Tal comportamento descreve um caso clássico de *insider trading* no sentido de que o sujeito, utilizando informações privilegiadas às quais teve acesso em razão de sua profissão, adquire valores negociados em um mercado regulado.

Além disso, a conduta descrita corresponde a um crime ocupacional, pois o sujeito realiza uma conduta típica e antijurídica por meio de uma atividade profissional lícita. Assim, há forte propensão de ocorrência de *insider trading* na iminência ou expectativa de operações de fusões e aquisições de empresas, não apenas pela oportunidade de alcançar lucros elevados por meio da transação sobre os títulos das empresas envolvidas na operação, mas também diante da menor probabilidade de ser descoberto.

Diante das diferentes classes de *occupational crime* descritas por Green, a hipótese descrita poderia estar incluída na última das categorias relacionadas: *individual occupational crime*, em razão de a conduta ter sido realizada pelo sujeito em sua condição individual. Nos casos em que se confirme a infiltração do crime organizado nas instituições que operam no mercado lícito, embora o sujeito ativo do crime de *insider* atue no interesse da organização criminosa a qual está vinculado, não se verifica relação de trabalho entre este agente e a organização. Neste caso, para realização da conduta típica, o sujeito deve estar infiltrado em outra instituição que opera licitamente no mercado. Portanto, uma vez mais, restaria caracterizado um crime ocupacional individual.

Portanto, embora o *insider trading* constitua um crime individual, não se deve ignorar a possibilidade de que represente um meio para ser instrumentalizado por organizações com finalidade criminosa para alcançar seus objetivos, já que o mercado econômico lícito e, principalmente, o mercado de valores tem sido alvo constante da ação criminosa, seja em

¹⁷⁵SUTHERLAND, E. H. White-collar criminality (...), p. 3.

razão das inúmeras possibilidades que oferece, seja pelo anonimato que confere às operações realizadas em seu âmbito.

Logo, a partir das críticas endereçadas à tese de Sutherland, especialmente com base nas proposições apresentadas por Shapiro, cabe ressaltar o entendimento de que se deve rotular o crime e não o agressor. Em suma, definir o delito tomando-se em conta as características do autor - e não do fato -, consistiria um retrocesso no tocante à teoria da culpabilidade. No entanto, não se pode desconsiderar por completo a teoria do *white-collar crime* delineada por Sutherland, não somente acerca das práticas *insider*, senão em relação aos crimes contra o sistema econômico financeiro em geral. Como adverte Coleman, o conceito de *white-collar crime* constitui ferramenta útil que não deve ser simplesmente descartada, uma vez que individualiza um problema que afeta um grande número de pessoas e, por esta razão, tornou-se um tema de grande preocupação em várias jurisdições¹⁷⁶.

O ambiente especial em que esta classe de crimes se desenvolve, o refinamento das técnicas utilizadas para realizá-los, a dificuldade em detectar e prevenir estes comportamentos, aliado ao incrível impacto que podem produzir no mercado, parecem constituir razões suficientemente fortes para que os estudos que consideram a posição social, técnicas de inteligência, focados nas pessoas ou associações criminosas e não exclusivamente nos tipos penais, não sejam de todo apartadas da análise dos delitos econômicos. Além disso, o comportamento desta classe de delinquentes, diante da sofisticação dos métodos adotados, torna desnecessário o emprego de violência, pois nota-se a opção pelo aproveitamento de uma posição facilitadora das vantagens desejadas. Quanto à utilização de informações privilegiadas, a consideração dos princípios relacionados com a teoria do *white-collar crime* pode contribuir não só para reduzir o grau de abstração associado a uma análise puramente conceitual, mas também para o desenvolvimento de propostas mais adequadas ao seu combate e a reflexão acerca das medidas de política criminal eficazes e oportunas.

4. Problemática atual: dificuldades para a prevenção, detecção e repressão do *insider trading*.

A aparição de novas formas de criminalidade, impulsionada pelo processo de globalização e pelo desenvolvimento de novas tecnologias, exige o aprofundamento de alguns conceitos e princípios da dogmática penal vigente. Indubitavelmente, este processo impôs a reestruturação de diversos aspectos da sociedade contemporânea, entre os que se inclui o

¹⁷⁶COLEMAN, J. W. Op. cit. p. 6.

Direito Penal, já que conforme anota Zuñita Rodríguez, “la sociedad comunicativa moderna que acerca a las distancias y a los individuos crea nuevos tipos de relaciones sociales que hasta ahora no estamos en la capacidad de ordenar y controlar socialmente”¹⁷⁷.

Como visto, diante das novas formas de criminalidade, o Direito Penal é chamado a reagir, especialmente em se tratando da criminalidade econômica, a qual se insere em um contexto global, caracterizando-se por elementos de organização, transnacionalidade e poder econômico¹⁷⁸. Em alguns aspectos, as soluções adotadas pelo Direito penal clássico mostram-se insuficientes para responder a esta nova criminalidade, pelo fato de terem sido pensadas para o modelo de criminalidade individual e violenta.

Neste contexto, o tema objeto deste estudo coloca importantes reflexões, a exemplo da necessidade da intervenção penal neste setor da economia, além das dificuldades de técnica normativa na delimitação da figura típica, a delimitação do círculo de sujeitos ativos ou a determinação dos comportamentos abarcados pela proibição. Também não há consenso na doutrina quanto ao bem jurídico que se pretende proteger com a criminalização das operações de iniciados.

Para além dos problemas de técnica jurídica, os delitos financeiros em geral e, especialmente os crimes contra o mercado de valores, apresentam inconvenientes práticos, essencialmente àqueles ordem probatória, dada à dificuldade de demonstração do dano na maioria dos casos.

A determinação do dano derivado da conduta *insider* não é tarefa fácil. Conforme afirmado por Flick, resulta difícil, quando não impossível, precisar os contornos do dano imputado à sociedade emissora de valores mobiliários, uma vez verificada a hipótese de uso da informação privilegiada¹⁷⁹. Isto porque, no mercado de valores torna-se difícil identificar as operações afetadas pela conduta lesiva, seja em razão da grande quantidade de transações que se operam simultaneamente, seja pelo anonimato que as caracterizam. Além das perdas materiais, é possível cogitar da produção de danos imateriais que, conforme explica Gómez Iniesta, representam os efeitos mais graves causados pela prática do *insider*, podendo-se listar neste contexto a consequente perda de confiança na integridade do tráfego de títulos

¹⁷⁷ZUÑIGA RODRÍGUEZ, L. Op. cit. p. 70-71.

¹⁷⁸SILVA-SÁNCHEZ, J. M. *La expansión del derecho penal (...)*, p. 86.

¹⁷⁹Para o autor: “*la perplessità più significativa nei confronti della repressione penales - per un altro verso opportuna, se non necessaria - sembra proprio potersi ricondurre allo stesso tipo di difficoltà, che impediscono di elaborare uno schema soltanto civilistico di repressione del fenomeno, in termini di individuazione di un danno risarcibile. Questa situazione, paradossalmente - se non addirittura contraddittoriamente - costituisce ad un tempo lo stimolo e la conraindicazione ad intervenire, per contrastare il fenomeno, in termini di repressione penale*” (FLICK, G. M. Op. cit., p. 86).

negociáveis, possível fuga de investimentos, distanciamento dos investidores do mercado de ações que migrariam para outras formas mais seguras, etc.¹⁸⁰.

Por outro lado, cabe considerar a dificuldade em realizar prova empírica sobre um crime de iniciado, sendo difícil a detecção dos sujeitos que operam com base em informação privilegiada por parte dos supervisores do mercado, muito embora se saiba que este tipo de operação ocorre. O autor chama a atenção não somente para a dificuldade na detecção das operações realizadas com abuso de informação privilegiada, senão também observa que quando é factível detectá-la, subsiste a questão relacionada ao conceito legal de informação privilegiada, no sentido de que a informação utilizada como base para a operação supostamente ilícita, corresponde ao conceito de informação reservada e que o investidor, efetivamente, tinha acesso e conhecimento.

A dificuldade probatória deriva também do fato de que o *insider trading* se desenvolve por meio de comportamentos de difícil percepção, seja pela rapidez com que se realizam as transações no mercado de valores, seja pelo emprego de instrumentos operativos que, por si só, podem ser ilícitos. Neste sentido, observa Lacerda da Costa Pinto que o desvalor intrínseco da utilização de informação privilegiada não é imediatamente apreensível, posto que as condutas em questão apontam valorações específicas e para regras de funcionamento do próprio mercado que normalmente são desconhecidas ao investidor comum, bem como ao cotidiano judicial. De outro lado, o seu dano real também não é imediatamente visível, como ocorre com outros tipos relativos à denominada criminalidade econômica. Tal aspecto, tem relevância em se tratando de práticas que surgem em um contexto lícito (a negociação no mercado de valores mobiliários), ao contrário do que ocorre com a maioria dos delitos que geram proveitos econômicos que emergem de contexto originariamente ilícitos¹⁸¹.

Outrossim, a dificuldade na detecção do *insider trading* é aumentada quando verificado um elemento internacional, como ocorre nos casos em que a ofensa é realizada por pessoas que se encontram em um país distinto daquele no qual os valores são negociados.

¹⁸⁰Em suas palavras, "vendrían referidos fundamentalmente a gravísimos daños psicológicos provocados por esta práctica con la consiguiente 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 están en condiciones de distinguir entre informaciones verdaderas y falsas" (GÓMEZ INIESTA, D. J. Op. cit., p. 53).

¹⁸¹PINTO, F. L. C. *O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Ed. Almedina, 2000. p. 41.

Portanto, a união das autoridades de supervisão e controle do mercado com outras autoridades equivalentes representa um importante passo para a cooperação internacional.

Tudo isso dificulta a tipificação do comportamento lesivo ao mercado, na forma aqui tratada, em especial no que toca à determinação donexo de causalidade entre a conduta e o resultado lesivo. A dificuldade de individualizar o comportamento delitivo e a caracterização do *insider trading* como um crime sem vítimas, em face da enorme dificuldade na identificação dos reais afetados pela conduta¹⁸², assim como os inconvenientes probatórios inerentes a sua apuração, dá lugar aos diversos questionamentos sobre a eficácia da resposta penal.

O *insider trading* suscita, ainda, o problema do controle na aplicação das regras, seja pela insuficiência dos meios materiais e pessoais para fiscalizar cada uma das operações realizadas no mercado de valores, seja em razão das dificuldades jurídicas de aplicação da norma em todas essas situações, o que é agravado pela forma de estruturação do mercado, pelo anonimato dos seus operadores e pelo elevado número de intermediários que diariamente ali operam.

Por último, os temas referentes à delinquência econômica em geral, especialmente os assuntos relacionados ao mercado de valores, requerem conhecimentos especiais sobre a atividade econômica que podem vir a obstaculizar a aplicabilidade da repressão penal. A utilização abusiva de informação privilegiada desenvolve-se no marco do mercado de valores, particularmente, no contexto dos mercados secundários regulados¹⁸³, o que justifica a conveniência da abordagem de alguns aspectos relacionados ao mercado de valores, previamente à questão criminal, especialmente, quanto aos princípios reitores deste setor da economia, sua organização, funcionamento, conceitos basilares, à guisa de propiciar a apuração da malversação da informação considerada relevante.

5. *Insider trading* e governo corporativo (*insider trading* como objeto a ser considerado pelo compliance).

Como já foi dito, o mercado de capitais desempenha papel relevante no processo de desenvolvimento econômico, especialmente nos países emergentes, pois viabiliza o processo

¹⁸²Assim, a baixa percepção social, por pura ignorância ou mera desinformação, faz com o público em geral não se identifique como vítima do delito.

¹⁸³Hurtado Pozo assinala que “la explotación abusiva del conocimiento de hechos confidenciales está más estrechamente relacionada con el mercado secundario de valores y, más precisamente, con las operaciones en bolsa y en pre bolsa. Por su naturaleza y ausencia de control no se consideran las operaciones fuera de bolsa” (HURTADO POZO, J. El delito de explotación de información privilegiada en el código penal suizo. In: AAVV. *Hacia un Derecho penal económico y europeo*. Madrid: Boletín Oficial del Estado, 1995. p. 417).

de capitalização das companhias garantindo-lhes captação de recursos a um custo inferior a outras formas de financiamentos disponíveis no sistema financeiro. Deste modo, serve de meio para que os poupadores invistam suas economias em companhias que almejam obter recursos econômicos a custos mais reduzidos.

Portanto, o desenvolvimento do mercado de capitais está pautado em uma série de fatores, dentre os quais se destaca a aplicação de boas práticas de governança corporativa, à medida que tais condutas contribuem para uma maior estabilidade econômica, atraindo, em última análise, o interesse dos investidores para o mercado de ações.

Se, por um lado, o risco e a especulação são fatores inerentes ao mercado bursátil, por outro o risco inevitável inerente ao próprio mercado de ações não pode ser agravado por agentes que fazem uso de práticas não equitativas.

Neste sentido, as iniciativas dirigidas à prevenção e repressão das práticas nocivas ao mercado, portanto, com a finalidade contribuir para a transparência e segurança dos investidores no âmbito do mercado de capitais, vem sendo amplamente aplicadas, por meio da implementação de boas práticas de governança corporativa e do denominado *compliance*.

Entre as condutas que se pretende evitar, o *insider trading* é considerado como uma das mais graves. No sistema pátrio, o uso de informação privilegiada é combatido não apenas pelo órgão regulador do mercado brasileiro (CVM), como também mereceu atenção do legislador ordinário, responsável pela edição de normas de conteúdo preventivo e repressivo no âmbito civil, administrativo e criminal.

As regras atinentes à prevenção das condutas potencialmente lesivas ao mercado de valores destacam a ampla divulgação e disseminação das informações referentes aos títulos negociados no marco do mercado de valores (*full disclosure*). Conforme visto acima, a eficiência dos mercados é diretamente proporcional ao grau de informação disponível aos investidores sobre as companhias emissoras, acerca de seus respectivos ativos e de fatores externos que possam influenciar no preço dos mesmos. De outra parte, as normas de caráter repressivo buscam perquirir a responsabilidade administrativa e criminal dos sujeitos que fazem uso de informação privilegiada como base de sua operação no mercado.

Assim, para além da intervenção estatal para evitar que práticas nocivas ao mercado possam trazer consequências nefastas para o seu funcionamento e para a economia em geral, tem-se advogado pela instituição do denominado *compliance*¹⁸⁴, fomentando-se a adoção e

¹⁸⁴Rotsch considera que o Compliance criminal representa o atual e completamente consequente, ainda que provisório, ponto final de um desenvolvimento que vai além do Direito Penal tradicional como instrumento de

institucionalização de boas práticas de governança corporativa a fim de minimizar os riscos de responsabilidade penal.

Nesta linha, o Código Brasileiro de Governança Corporativa recomenda que as companhias mantenham controles internos e programas de integridade/conformidade (*compliance*) a fim de mitigar o risco de descumprimento de leis, regulamentos, normas internas e externas, bem como o risco de atos de natureza ilícita¹⁸⁵.

Especificamente quanto ao *insider trading* o problema a ser evitado por meio dos mecanismos e procedimentos internos de integridade adotados pela companhia corresponde não somente à atuação no âmbito da empresa a fim de evitar que os sujeitos que têm acesso à informação privilegiada não a utilizem para operar no mercado, como também para evitar o vazamento da informação relevante, ainda não divulgada ao mercado, de modo que possa ser utilizada por sujeito externo à empresa na negociação no mercado de valores.

Nesta linha, a implementação de barreiras físicas e lógicas para a segregação da informação, as denominadas *Chinese Walls*, a imposição de restrição de negociação em certos períodos, criação de listas de observação (*Watch list*), criação de listas restritas (*Restricted list*), sistemas internos de denúncias (*Whistleblowing*), construção de canais de educação continuada no âmbito da entidade emissora ou gestora de valores mobiliários, são fatores que, em seu conjunto, constituem políticas internas que podem ser aplicadas a fim de evitar condutas nocivas ao mercado, sem o prejuízo de outras medidas.

A implementação de mecanismos de controle quanto ao fluxo de informação, muito embora não afaste a possibilidade de que alguém faça uso de informação privilegiada para negociar no mercado, reduz tal possibilidade. Daí, a necessidade de reforçar o processo de controle interno, de modo a assegurar o sigilo de informações especialmente sensíveis.

A alteração recente da legislação brasileira operada pela Lei 13.506/2017, que incluiu no crime de uso indevido de informação privilegiada a conduta daquele que apenas repassa informação relevante da qual seja conhecedor, conduz a determinados problemas no controle interno da informação. Isto porque, sem os filtros necessários, uma mera conversa entre um analista financeiro e o *compliance officer* acerca de uma informação relevante ainda não divulgada ao mercado, poderia caracterizar o crime previsto no §1º do artigo 27-D. Neste

reação, voltado a um mecanismo de controle para a prevenção da responsabilidade penal (ROTSCH, T. *Criminal Compliance*. 2012, n.01. In Dret: Barcelona. p.10).

¹⁸⁵CÓDIGO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – Companhias abertas. Grupo de Trabalho Interagentes; Coord. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC, 2016.

sentido, a inovação legislativa demanda a implantação de padrões adequados quanto ao tratamento da informação no âmbito interno da empresa¹⁸⁶.

Com efeito, as modificações inseridas pela Lei 13.506/2017 reforçam a importância do adequado tratamento das informações relevantes no âmbito da empresa, com foco, não somente na divulgação da informação em si, mas em seu controle e gerenciamento prévio.

¹⁸⁶Luis Fernando Affonso em entrevista ao periódico eletrônico Capital Aberto entende como a única medida ser tomada quanto a este tema, é que a empresa tenha em sua política de tratamento de informação privilegiada, uma área de compliance e uma espécie de compliance hotline para entregar a informação a quem de fato pode tratá-la. Tal situação permitiria fosse criada uma lista de restrições quanto aos ativos passíveis de negociação, de modo a servir de alerta ao gestor em futuras operações (DAMASCENO, V. Novo Desafio para o Compliance, como a lei que criminalizou o insider secundário impacta as companhias. Capital aberto. 28 de setembro de 2018. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/legislacao-e-regulamentacao/compliance-contra-o-insider-trading/#.W9xXoTFRe00>. Acesso em: 01.10.2018).

Capítulo III. O *insider trading* no panorama normativo americano, europeu e latino.

1. Considerações iniciais.

O Capítulo que segue discorre sobre os aspectos evolutivos da normatização do uso de informação privilegiada no mercado de valores, com incursão pontual no direito comparado, propiciando exame das regras preventivas e repressivas adotadas por outros países. No caso em apreço, torna-se conveniente a análise das soluções legislativas extraídas do panorama comparado a respeito da criminalidade financeira diante do processo de globalização e do caráter transnacional das operações que se desenvolvem nesse segmento. Além disso, é inequívoco que a referida incursão oferece possibilidades de absorção das experiências alheias¹⁸⁷. Por fim, o estudo comparado ainda permite uma melhor compreensão sobre os fundamentos e razões político-criminais da repressão jurídica de determinados comportamentos ilícitos em prol da defesa dos mercados.

Não há que se olvidar que a conexão dos mercados financeiros se opera em todos os seus aspectos (técnicos, normativos, etc.), com influências mútuas. No plano legislativo, esse processo de intercomunicação se expressa ainda por meio da integração de normas de caráter internacional que passam a ser incorporadas no plano codificado interno, ou ainda por meio das soluções adotadas por determinadas jurisdições que, por sua relevância política ou econômica, passam a influenciar preponderantemente tais segmentos.

Isto porque, conforme visto no primeiro capítulo, a globalização financeira, a intensificação das relações comerciais internacionais, a internacionalização de determinadas instituições financeiras e as sociedades de investimento que operam por meio da incorporação de filiais e agências situadas em diversos países, aliadas à própria expansão de empresas multinacionais atuantes em mercados setoriais - como é o caso do segmento de telefonia -, contribuem decisivamente para o processo de standardização ou homogeneização das normas regulatórias, que não se restringem ao segmento financeiro.

Sob a perspectiva da tutela do Direito Penal, paralelamente à globalização dos mercados, pode-se afirmar que a criminalidade financeira também se internacionalizou, aproveitando-se dos flancos abertos pelo comércio internacional. Novas formas delitivas se

¹⁸⁷ Não é demais repisar que o direito comparado representa um meio útil "para ampliar a nossa experiência jurídica no espaço, meio semelhante ao que a história representa quanto ao tempo; permite-nos, através do enriquecimento da nossa experiência, entender e avaliar melhor os diversos sistemas jurídicos, e, pois, reconstruir os traços fundamentais do direito na civilização atual ou em determinada época histórica, e as linhas básicas do seu desenvolvimento; auxilia-nos a compreender as relações entre as normas jurídicas e a subjacente realidade social; dá-nos as razões das diferenças jurídicas; leva-nos à modéstia e à tolerância que decorrem do ampliado da experiência" (ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas no direito comparado*. Campinas: Bookseller. 2001. p.34).

desenvolveram e outras já conhecidas se alteram. Portanto, o enfrentamento desses novos desafios deve ser operado a partir de outra perspectiva, em que a solução mais viável parece ser o desenvolvimento de normas e mecanismos de cooperação em matéria penal.

Tratando-se de temas relacionados à criminalidade financeira, entre os quais se inclui o *insider trading*, tudo isso fica ainda mais evidente. Por isso, reafirma-se o compromisso com o estudo das soluções legislativas aventadas no direito norte-americano, comunitário europeu e ainda no cenário latino-americano, pertinentes ao uso de informação privilegiada nos mercados de valores, com o exame das conclusões daí provenientes.

Cabe reafirmar que as diretrizes traçadas pela União Européia, a respeito do uso de informação privilegiada nos mercados de valores, têm afetado muito as legislações dos seus Estados Membros, dando lugar a diferentes conformações legislativas. Neste sentido, o delito de *insider trading* pode ser capitulado como autêntico "eurodelito".

Por outro lado, a regulação do *insider trading* no contexto latino-americano se coloca ainda de forma tímida, fato que talvez possa ser marcado por caráter disperso dos seus efeitos. Entretanto, episódios recentes da vida pública brasileira, com ampla cobertura de mídia, sugerem o desenvolvimento de uma tutela jurisdicional mais efetiva, com a edição de regras públicas e privadas direcionadas ao setor financeiro, que permitam alcançar os padrões difundidos entre os países de economias mais desenvolvidas. Além disso, o desenvolvimento do setor regulatório e políticas públicas direcionadas a coibir práticas delitivas ou fraudulentas nos mercados latino-americanos integram o processo de modernização jurídica, fomentando o desenvolvimento econômico almejado por estes países.

Fixadas tais premissas, os tópicos subsequentes se voltam a traçar um panorama geral sobre a situação normativa referente ao uso de informação privilegiada nos mercados de valores, com ênfase para a influência recíproca que cada uma das ordens internas passa a exercer sobre as outras, especialmente a partir do cenário norte-americano, europeu e latino. Conforme se verá adiante, parece adequado que o estudo da tipologia em questão principie pelo exame da regulação norte-americana, seja por sua relevância histórica, seja por força da influência exercida no setor financeiro internacional.

2. Regime jurídico do *insider trading* nos Estados Unidos da América

2.1. Retrospecto normativo.

O exame da legislação norte-americana, relativamente ao delito de *insider trading*, torna-se fundamental em qualquer estudo a respeito do tema. Precursor nesse tipo de

repressão, a conformação normativa estado-unidense repercutiu amplamente em outras legislações estrangeiras, imitada por um grande número de países. Ademais, o fato de a principal praça financeira mundial estar naquele território também conferiu visibilidade e repercussão para alguns escândalos financeiros ali ocorridos, muitos destes envolvendo operações de mercado praticadas com base em informação privilegiada. A repercussão desses ilícitos também contribuiu para que a comunidade internacional voltasse os olhos às soluções normativas norte-americanas.

O desenvolvimento do mercado de valores norte-americano ganhou notoriedade após a Primeira Guerra Mundial. Porém, o viés regulatório não acompanhou sua notória expansão. A falta de mensuração efetiva do valor real dos ativos emitidos, a outorga de créditos não controlados de *brokers* aos investidores, práticas dos *brokers* e *dealers* com o objetivo de criar sensação de alta atividade do mercado de ações, o fornecimento de informação falsa e enganosa pelas companhias que tinham seus valores negociados, assim como o crescimento do *insider trading*, são fatores que, sopesados, culminaram no *Crack* da Bolsa de Nova York, contribuindo para o período subsequente de depressão.

Nesse contexto, o Congresso dos Estados Unidos elaborou uma série de leis reguladoras do mercado de valores, na esperança de amenizar a crise econômica, consolidadas no *Securities Act* de 1933 (SA) e no *Securities Exchange Act* de 1934 (SEA). A primeira, comumente referida como *truth in securities law*, prescreveu as condições e exigências para a emissão de valores mobiliários, objetivando garantir aos investidores informação plena sobre os ativos ofertados à venda pública, além de proibir práticas fraudulentas na negociação dos mesmos, ainda que de forma restrita. Por outro lado, o SEA regula o regime de negociação nos mercados secundários de valores, resultando ainda no *Securities Exchange Commission* (SEC) como órgão autônomo, ao qual foi atribuído amplo poder regulatório sobre vários aspectos do mercado de valores, com ênfase na sua supervisão, incumbindo-lhe ainda a interpretação de aspectos regulatórios das leis disciplinadoras daquele segmento.

O objetivo fundamental das referidas normativas consistiu na proteção dos investidores, mediante a técnica de “*full disclosure*”, ou seja, voltada à máxima difusão de informações ao público em geral¹⁸⁸. O SEA estabeleceu o dever contínuo de se prestar informações mediante apresentação de informes periódicos em proveito da SEC. Mas, o SEA

¹⁸⁸“Nesse contexto, é particularmente relevante a legislação reguladora do mercado de capitais, a *Securities Act*, de 1933, e a *Securities Exchange Act*, de 1934, pois introduziu um instrumento extremamente original de controle social, o *full and fair disclosure*, ou seja, a revelação completa e honesta da informação” (CORSETTI, M. *Insider trading: informação privilegiada - o uso indevido no mercado de capitais*, Curitiba: Juruá, 2013. p. 87).

também passou a identificar e proibir certas condutas, especialmente na sua Seção 16, que estabeleceu a responsabilidade do *insider* em relação à própria companhia, e ainda na Seção 10, posteriormente desenvolvida pela SEC por meio da Rule 10 b-5, de 1942, que proibiu qualquer ato ou omissão tendente à fraude ou engano na compra e venda de qualquer classe de títulos de valores.

Cabe destacar ainda que, nos EUA, em paralelo às normas federais, subsistem leis estaduais que coíbem, cada uma a seu modo, o uso de informações confidenciais por acionistas e diretores de companhias. São denominadas *Blue Sky Laws* que, apesar de constituírem uma primeira categoria de normas reguladoras dos mercados de valores, se encontram em segundo plano em relação à legislação federal.

Posteriormente, em 1935, foi aprovada a *Public Holding Company Act*, direcionada à reestruturação dos setores elétricos e de gás, que impôs obrigações para os operadores do setor, como de se inscrever nos registros da SEC e de proporcionar informação financeira. Aliás, em 1928, a *Federal Trade Commission*, revisando a organização e o funcionamento da indústria de gás e eletricidade, descobriu que ambos os setores eram dominados por algumas poucas companhias que controlavam outras menores. Na realidade, as empresas filiais não existiam, mas emitiam ações de seu capital. O investidor acreditava possuir ativos de empresas de gás e eletricidade que, na verdade, não tinham valor algum. Portanto, aquela normativa tinha como objetivo precípua proteger os investidores e consumidores em geral.

Em 1939, foi aprovada a *Trust Indenture Act*, com caráter complementar ao *Securities Exchange Act*, à medida que estendeu as faculdades da SEC aos mercados *Over the Counter* (OTC). No ano subsequente (1940), foram aprovadas duas outras normativas, a *Investment Company Act*¹⁸⁹ e a *Investment Advisers Act*¹⁹⁰, que estabeleceram o registro na SEC e a satisfação de determinados níveis de difusão de informação às companhias de investimento e aos serviços de assessoria financeira, frente aos diversos casos de fraude no âmbito das instituições de investimento coletivo.

¹⁸⁹"La Investment Company Act de 1940 regula la organización de las empresas que se dedican principalmente en la inversión, la reinversión, y la negociación de valores, y cuyos valores propios son ofrecidos al público inversor. Esta ley tiene como objetivo la revelación de la información material sobre el fondo de inversión y su perfil de inversión, sobre la forma de estructuración de la sociedad y las operaciones que el ente realiza" (PEROSSA, M. L.; WALDMAN, P.; e, UBERMAN, D. S. D. Reglamentación y uso de información privilegiada en el mercado norteamericano de valores. *Revista Academia y virtualidad*, v. 8, n. 1. 2015. p. 117).

¹⁹⁰"La Investment Advisers Act de 1940 persigue el fin de controlar a aquellos que, por el pago de una cuota, asesoran a personas, fondos de pensiones, y las demás organizaciones en temas relacionados con inversiones financieras. Se entiende a un asesor de inversiones a una persona física o ideal que presta asesoramiento de inversión a cambio del pago de una cuota. Se consideran a los asesores de inversión como de interés nacional, ..." (PEROSSA, M. L.; WALDMAN, P.; e, UBERMAN, D. S. D. Op. cit., p. 117-118).

2.1.1. A Seção 16b do *Securities Exchange Act* de 1934.

A Seção 16b do SEA, aprovada pelo Congresso americano em caráter adicional à Seção 10b, deve ser interpretada a partir dos parâmetros da Seção 16a. Resumidamente, a Seção 16b dispôs que o lucro alcançado pelo *insider* nas compras ou vendas feitas dentro de 06 (seis) meses deve ser restituído à companhia¹⁹¹.

Diferentemente da Rule 10b-5, a Seção 16b é muito mais restrita, aplicando-se somente aos operadores, diretores e acionistas que detivessem mais de 10% (dez por cento) das ações da companhia. Assim mesmo, a operação de compra ou venda de ações deve se operar num período de seis meses (*short-swing profit*), referindo-se ao cenário em que, no momento da operação, o sujeito detivesse mais de 10% (dez por cento) das ações da empresa ou mantivesse cargo de direção contribuindo com a emissão das ações. Oportuno analisar o exemplo fornecido por Fernández Atela, ao sugerir que a possibilidade de “A” comprar “6% da sociedade X em 1º de Janeiro, mais 6% em 1º de fevereiro, e mais 6% em 1º de março, com eventual venda da totalidade das ações (18%) em 1º de abril com importante margem de lucro¹⁹². Ora, em tal hipótese, o sujeito somente violaria a seção 16 pela venda correspondente às ações adquiridas no mês de março, quando sua participação na sociedade alcançava 12% (doze por cento). Entretanto, a operação gerou um benefício em proveito do operador “A” e foi efetuada dentro do prazo de 06 (seis) meses. Porém, nas compras de ações realizadas nos meses antecedentes, não se aplicaria o disposto na Seção 16, pois a participação de “A” era inferior a 10% (dez por cento) das ações da companhia. Portanto, para que fosse aplicável a

¹⁹¹Section 16b:

“For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director, or officer by reason of his relationship to the issuer, any profit realized by him from any purchase and sale, or any sale and purchase, of any equity of such issuer (other than an exempted security) or a security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm- Leach- Biley Act) involving any such equity security within any period of less than six months, unless such security or security-based swap agreement was acquired in good faith in connection with a debt previously contracted, shall inure to and be recoverable by the issuer, irrespective of any intention on the part of such beneficial owner, director, or officer in entering into such transaction of holding the security or security-based swap agreement purchased or of not repurchasing the security or security-based swap agreement sold for a period exceeding six months. Suit to recover such profit may be instituted at law or in equity in any court of competent jurisdiction by the issuer, or by the owner of any security of the issuer in the name and in behalf of the issuer if the issuer shall fail or refuse to bring such suit within sixty days after request or shall fail diligently to prosecute the same thereafter; but no such suit shall be brought more than two years after the date such profit was realized. This subsection shall not be construed to cover any transaction where such beneficial owner was not such both at the time of the purchase and sale, or the sale and purchase, of the security or security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm- Leach- Biley Act) involved, or any transaction or transactions which the Commission by rules and regulations may exempt as not comprehended within the purpose of this subsection.”

¹⁹²FERNÁNDEZ ATELA, G. Insider trading: evolución, doctrina y regulación en los Estados Unidos de América, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. 1988, nº 31 julio-septiembre p. 594.

Seção 16b, o investidor deveria possuir ao menos 10% (dez por cento) das ações da companhia ao efetuar a aquisição de novos papéis.

Assim mesmo, nas hipóteses que compreendam diversas operações de compra e venda de valores num curto período de tempo, apura-se o valor a ser restituído à empresa por meio do confronto das operações, considerando-se o que foi mencionado anteriormente. Em termos práticos, confronta-se a compra ao “menor preço”, comparando-se com àquela praticada ao “maior preço”, de modo que o resultado corresponde ao benefício obtido¹⁹³.

Portanto, a Seção 16b pretende evitar que os diretores, administradores e acionistas da companhia operem com substrato em informação privilegiada, seja em favor da companhia ou em sua representação. Num primeiro momento, a Seção 16b parece ser um instrumento efetivo na prevenção do *insider trading*. Porém, a Seção 16b não produz resultados efetivos em relação ao valor total dos benefícios alcançados pelo *insider*. O dispositivo não afeta operações realizadas ao final dos seis meses, alcançando apenas as vendas de curto prazo – (*short sales*). Em suma, os efeitos da Seção 16b resultam limitados, pois esta diretriz somente diz respeito a operações realizadas por determinados *insiders*.

2.1.2. A Rule 10b-5 de 1942.

A Rule 10b-5 de 1942 é uma das normas mais importantes elaboradas pela SEC, voltada a coibir qualquer ato ou omissão que resulte em fraude ou engano, considerados em sua conexão com a compra ou venda de valores.

A Seção 10b do SEA representou, em certa medida, uma tentativa de coibir as ocorrências de fraudes no mercado de valores. Ao invés de detalhar os ilícitos contra o mercado, optou-se por delegar à SEC o poder de prescrever os fatos que possam constituir práticas ilícitas¹⁹⁴. No tocante à Seção 10b, oportuno tecer 02 (duas) considerações. Em

¹⁹³No caso *Smolowe v. Delendo Corp.* 136 F. 2d 231 (2d Cir. 1943), os diretores da companhia haviam realizado diversas compras e vendas de ações em um curto período de tempo, com ações da companhia, e, o cerne da questão foi atribuir o valor da indenização já que ambos possuíam grande quantidade de títulos adquiridos anteriormente. Os demandados apelaram para o método de verificação dos lucros e perdas para, em seguida propor a aplicação do preço médio. Porém, a Corte não acolheu nenhum dos argumentos e decidiu pela totalidade do lucro originário das operações, sem a compensação dos eventuais prejuízos do período. Daí, consagrou-se o método da somatória de todas as operações, tomando-se a compra mais barata e a venda mais cara. O principal efeito desta decisão foi conferir ao dispositivo um caráter quase penal, mais do que retirar do *insider trading* qualquer possibilidade de lucro, em benefício da empresa, já que, em realidade, a decisão em comento permitirecuperar o lucro realizado pela empresa apesar da perda líquida causada pelo *insider* (Vide: PAINTER, W. H. *Federal regulation of insider trading*. Charlottesville: The Michie Co, 1968. p. 36).

¹⁹⁴*Section 10 Manipulative and Deceptive Devices.*

“It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange -

primeiro lugar, a norma não apresenta nenhuma proibição concreta, pois, em certa medida, equivale a uma norma em “branco”, que necessita complementação. A segunda observação consiste no fato do texto legal não fazer alusão à expressão *insider*. Sopesadas as circunstâncias, pode-se concluir que a normativa em comento pretendeu alcançar e coibir ampla gama de fraudes que poderiam vir a ser praticadas no mercado de valores.

Diante do caráter generalista da Seção 10b da SEA, a SEC desenvolveu os aspectos regulatórios por meio da Rule 10b-5, que constitui uma das principais normativas de sua responsabilidade, voltada à proibição de qualquer ato ou omissão que resulte em fraude relacionadas à compra e venda de valores. Sem as limitações da Seção 16b, a Rule 10b-5 desempenhou papel fundamental na repressão do *insider trading* nos Estados Unidos, além de impulsionar significativa construção jurisprudencial a respeito da matéria.

Esta norma foi elaborada com base na Seção 17a do SA¹⁹⁵, ampliando-se no sentido de compreender a aquisição de valores mobiliários. Essa proibição torna-se aplicável a uma série indeterminada de fraudes contra o mercado de valores¹⁹⁶, entre as quais se inclui o *insider trading*, eis que, aquele que negocia com os valores obtidos também incorre numa omissão fraudulenta ao não revelar com quem negocia a informação que o conduziu a realizar a operação¹⁹⁷. Assim mesmo, no direito norte-americano, considera-se que viola a lei, a compra

b. To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors”.

¹⁹⁵Section 17a:

“It shall be unlawful for any person in the offer or sale of any securities or any security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or by use of the mails, directly or indirectly— (1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, or (2) to obtain money or property by means of any untrue statement of a material fact or any omission to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading; or (3) to engage in any transaction, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon the purchaser”.

¹⁹⁶Conforme observa Bainbridge, a *Rule 10b-5* não foi inicialmente utilizada contra o *insider trading*, tendo sido aplicada primeiramente às operações pessoais (*face to face transactions*) ou no controle de transações. A partir de 1961, a SEC concluiu que o *insider trading* praticado em mercados impessoais viola a *Rule 10b-5* (BAINBRIDGE, S.M., *Securities laws. Insider trading*. New York: Foundation Press. 1999. p. 28).

¹⁹⁷A *Rule 10b-5* também se aplica aos casos de omissão. A maior parte dos casos de *insider trading* corresponde a operações levadas a cabo em mercados impessoais, porém quando o sujeito realiza a operação sem que primeiro revele a informação reservada, ele tinha conhecimento de que operava com base em informação privilegiada. Portanto, conforme aponta Bainbridge, para que a *Rule 10b-5* resulte aplicável quanto à omissão, o sujeito ativo deve ter o dever de revelar a informação (BAINBRIDGE, S. M. *Securities laws. Insider trading*. New York: Foundation Press. 1999, p. 33).

e venda de ações realizadas pelo *insider*, imediatamente depois de divulgada informação por meio de comunicação de grande difusão¹⁹⁸.

A Rule 10b-5 considera ilegal o ato que, direta ou indiretamente, omita ou contemple declarações falsas ou incorretas sobre fato relevante, atinente à compra ou venda de ações. Portanto, qualquer pessoa interna à sociedade ou que dela receba informação relevante por meio de um iniciado primário – *tippees* –, de quem provenha dado proveniente da sociedade – *insider* –, está obrigado a revelá-la, abster-se de utilizá-la ou ainda de atuar no mercado com base no seu emprego¹⁹⁹. Em ambos os casos, para que constitua infração a Rule 10b-5, impõe-se a prévia violação da proibição pelo *insider* e o conhecimento da dita transgressão por parte do *tippee*.

Definitivamente, antes da Rule 10b-5, o direito norte-americano não contemplava qualquer dispositivo genérico, editado com o propósito precípua de resguardo do investidor que, em razão de manobras fraudulentas, foi induzido a vender seus títulos ou papéis, nem sempre nas condições mais favoráveis²⁰⁰.

2.1.3. A interpretação jurisprudencial da Rule 10b-5.

Concomitante ao avanço legislativo, observou-se ainda significativo desenvolvimento jurisprudencial em torno da aplicação da Rule 10b-5, o que acabou conformando as teorias relacionadas do tema *insider trading*. Aliás, o aperfeiçoamento da normativa norte-americana do *insider trading*, baseado na Rule 10b-5, constitui clássico exemplo da sistemática vigente na *common law*²⁰¹.

As primeiras decisões jurisprudenciais que interpretaram a *Rule 10b-5* estabeleceram a prática do *disclose or abstain requirement*, isto é, o dever de revelar a informação ou abstenção de negociar. A primeira decisão que contemplou tal diretriz foi o caso *Cady, Roberts & Co*,

¹⁹⁸No caso *Texas Gulf Sulphur Co.* [401 F. 2d 833 (2d cir 1968)], decidiu-se que o *insider* deve aguardar a efetiva divulgação da notícia por um meio de comunicação de grande alcance como o *board tape* del *Dow Jones*.

¹⁹⁹Neste sentido, Fernández Atela considera que, em relação às pessoas internas às sociedades, a alocação da Seção 10 b não apresenta maiores problemas; porém em relação às pessoas alheias à companhia, ao tratar das figuras dos ajudantes e instigadores, o autor destaca que são dois dos requisitos exigidos pela jurisprudência: por um lado deve haver uma violação, o que supõe a existência de intencionalidade por parte do ajudante ou instigador (FERNÁNDEZ ATELA, G. Op. cit., p. 571).

²⁰⁰PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider trading. Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 225.

²⁰¹Cabe registrar que, na atualidade, a linha divisória entre os sistemas da *commow law* e da *civil law* está muito longe de sustentar uma dicotomia ou separação estanque esses modelos. No Brasil, a herança lusitana conduziu à recepção do sistema romanista. Porém, a crescente primazia conferida aos *precedentes* pode ser explicada pela franca aproximação entre tais vertentes. Nota-se, então, uma tendência acentuada de conferir à jurisprudência efeitos mais amplos e genéricos e, em certos parâmetros, uma eficácia vinculante (*Curso de processo civil completo* / Eduardo Cambi ... [et. al.], São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2017).

em 1961. O fundamento, à época utilizado, se baseava em um dos pressupostos fundamentais do instituto: a existência de uma relação prévia que propiciou acesso à informação não pública, que se pretendia utilizar para atender interesses corporativos e a inerente injustiça no seu aproveitamento por uma das partes, tendo conhecimento de que a mesma é inacessível aos demais investidores²⁰².

Neste caso, Robert M. Ginte, *broker* e sócio da *Cady, Robert & Co*, ciente da redução dos dividendos por notícia repassada por J. Cheever Cowdin, diretor da *Curtis-Wright Corporation* e, tendo conhecimento de que esta informação não havia sido revelada ao público, executou ordens de venda dos títulos da *Curtiss-Wright Corporation*, de contas administradas de forma opcional, previamente à comunicação dirigida ao mercado. Tal notícia apenas foi tornada pública alguns dias depois de realizada a transação. A SEC então emitiu um parecer a fim de estender a obrigação imposta pela Rule 10b-5 a outras pessoas alheias à sociedade, incluindo na categoria dos *insider* todas as pessoas não vinculadas à companhia que tiveram acesso privilegiado àquelas informações reservadas. Assim, a regra do *disclose or abstain* resulta aplicável aos *insiders* e àqueles que tiveram acesso à informação reservada (denominados *temporary or constructive insiders*), o que implica na conseqüente obrigação de revelar ou dever de abstenção enquanto não ocorrer sua publicidade.

Posteriormente, em 1963, o caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*²⁰³ também alcançou grande repercussão, sendo que as soluções adotadas a esse respeito afetaram a legislação em tema de *insider trading* nos anos seguintes. Em 1963, a empresa *Texas Gulf Sulphur Co.* descobriu um depósito estimado em 55 (cinquenta e cinco) milhões de toneladas de cobre, zinco e prata, na região de Canadain Shield, leste do Canadá (região de Ontário).

Confirmados os testes, a companhia instituiu estritas medidas de seguridade a respeito do pessoal que trabalhava no local a fim de preservar a confidencialidade da descoberta. Porém, o presidente da companhia foi comunicado e vários oficiais, diretores e empregados da companhia, sabendo que a informação do referido acontecimento não tinha sido publicizada, compraram ações e opções da companhia. Posteriormente, com a retirada das

²⁰²A SEC considerou: “Analytically, the obligation (not to engage in insider trading) rests on two principal elements: first, the existence of a relationship giving access, directly or indirectly, to information intended to be available only for a corporate purpose and not for the personal benefit of anyone, and second, the inherent unfairness involved where a party takes advantage of such information knowing it is unavailable to those with whom he is dealing. In considering these elements under the broad language of the anti-fraud provisions we are not to be circumscribed by fine distinctions and rigid classifications. Thus, it is our task here to identify those persons who are in a special relationship with a company and privy to its internal affairs, and thereby suffer correlative duties in trading in its securities. Intimacy demands restraint lest the uninformed be exploited”. 40 SEC 904 (1961)

²⁰³401 F.2d 833 (2d cir 1968).

máquinas que operavam no local, a empresa começou a comprar as terras circundantes do local das jazidas. Iniciada a extração dos minerais, a aquisição de ações prosseguiu não somente por pessoas vinculadas à descoberta, mas também por *tippees* e *sub-tippees*. Entre os dias 9 e 11 de abril, quando as ações já alcançavam o valor de US\$ 30,00, a imprensa canadense e americana divulgaram a notícia²⁰⁴. As ações dispararam, chegando a valer US\$ 68,00 em maio do mesmo ano, ultrapassando US\$ 100,00 em 1966.

Em abril de 1965, a SEC interpôs demanda contra a companhia *Texas Gulf Sulphur Co.* e treze outras pessoas, incluindo-se aí diretores, altos funcionários e empregados qualificados, postulando-se as seguintes medidas: (i) que fosse determinado aos administradores e funcionários que restituíssem as ações por eles adquiridas entre novembro de 1963 e abril de 1964; (ii) a condenação dos referidos administradores e funcionários em função do vazamento de informações com o ressarcimento daqueles que tivessem vendido ações aos *tippies*, conhecedores da notícia; e, (iii) a anulação das negociações com ações realizadas pelos acusados durante o período mencionado²⁰⁵.

Em primeiro grau, a Justiça de Nova Iorque absolveu vários réus, considerando regulares as compras de ações até 09 de abril de 1964, limitando-se a condenar o secretário da Companhia e o engenheiro que realizaram compras após aquela data por ofensa à Rule 10b-5. A Corte de apelação entendeu que a ciência da perfuração e prospecção inicial, ocorrida em novembro de 1963, constitui informação relevante (*material information*)²⁰⁶. Por conseguinte, os *insiders* que haviam comprado ações da companhia ou transmitiram informações a terceiros violaram a lei. Também foi condenada a companhia por entender que o seu primeiro comunicado à imprensa não era fidedigno²⁰⁷.

²⁰⁴Nos dias 9 e 10 de abril, alguns jornais canadenses noticiaram a descoberta da TGS e em 11 de abril, essa notícia foi veiculada na imprensa americana. O New York Herald Tribune publicou uma longa matéria sobre a descoberta" (CORSETTI, Op. cit. p. 95).

²⁰⁵Idem. p. 96.

²⁰⁶A sentença proferida em *SEC v. Texas Gulf Sulphur*, 401 F. 2d 833 (2d cir 1968) definiu que a *materialidade dos fatos* somente pode ser considerada medindo-se o efeito que o conhecimento dos fatos teria sobre investidores prudentes e conservadores. Para o teste básico acerca da materialidade, pode-se indagar se o homem médio vincularia sua ação de investimento à informação não divulgada. Logo, *material facts* incluiria não somente informação quanto aos ganhos e distribuições da empresa, senão também quanto aos fatos que afetam o futuro da empresa e que poderiam afetar o desejo dos investidores de comprar, vender ou manter os ativos da companhia ("The materiality of facts is to be assessed solely by measuring the effect the knowledge of the facts would have upon prudent or conservative investors. (...) The basic test of materiality is whether a reasonable man would attach importance in determining his choice of action in the transaction in question. (...) Thus, material facts include not only information disclosing the earnings and distributions of a company but also those facts which affect the probable future of the company and those which may affect the desire of investors to buy, sell, or hold the company's securities").

²⁰⁷CORSETTI, M. Op. cit., p. 96.

Por isso, a aplicação da Rule 10b-5 no caso *Texas Gulf Sulphur* se estende a qualquer pessoa que, direta ou indiretamente, tenha cedido informação reservada não tornada pública. Isso inclui desde os diretores ou *corporate insiders* e demais *outsiders*, à medida que a Rule 10b-5 pretendeu assegurar a todos os investidores certo grau de isonomia no acesso à informação.

Em 1980, a Suprema Corte norte-americana reapreciou a questão em *Chiarella v. United States*²⁰⁸, limitando o âmbito subjetivo de aplicação da Rule 10b-5, incluindo a necessidade de uma relação fiduciária como condição de punibilidade do *insider trading*. Vicent Chiarella, empregado da *Pandick Press* – empresa especializada em impressos gráficos financeiros – conseguiu decifrar informações reservadas de documentos relacionados a um IPO (oferta pública), que haviam sido deixados na gráfica em que trabalhava²⁰⁹. Com base na informação obtida, Chiarella comprou ações de empresas que seriam adquiridas, transferindo-as tão logo consumada a operação, obtendo lucros em razão da valorização dos papéis.

Chiarella foi condenado em primeira instância, com sua condenação confirmada pela Corte de Apelação com base no fato de que o envolvido teve acesso a informações confidenciais. Porém, a Suprema Corte revogou a sentença, aplicando a doutrina do dever fiduciário. Entendeu-se que o mero fato de negociar com base em informação reservada não era suficiente para caracterizar a responsabilidade penal do sujeito, reputando-se imprescindível a quebra de um dever fiduciário. Em termos práticos, decidiu-se que, para que a operação com base em informação privilegiada venha a constituir fraude, é essencial o dever de informar derivado de uma relação especial de confiança entre as partes. Naquele específico caso, Chiarella não possuía nenhuma obrigação de informar ou de abstenção na negociação. Portanto, não deixou de cumprir nenhum dever e, deste modo, não poderia ser condenado.

A partir do voto dissidente do *Chief Justice Burger*²¹⁰ extraído do caso, a doutrina evoluiu para encampar a teoria da *misappropriation theory*, pela qual se estendeu o círculo de sujeitos ativos das operações com base em informação privilegiada. Tal teoria considera a

²⁰⁸445 US 222, (1980).

²⁰⁹"Entre o material que recebeu, havia informativos sobre ofertas de compra de controle de empresas (*takeovers*). Quando os documentos eram deixados na gráfica, as identidades, tanto dos adquirentes como das empresas-alvo, eram omitidas com espaços em branco ou nomes falsos. Os nomes verdadeiros somente eram informados à gráfica na noite da impressão final. Chiarella, no entanto, foi capaz de identificar os nomes das empresas-alvo antes da impressão final, utilizando outras informações contidas nos documentos" (CORSETTI, Michelangelo. Op. cit., p. 96-97).

²¹⁰O *Chief Justice Burger* interpretou a Seção 10b em sentido amplo, baseando-se no antigo Direito comum sobre atos ilícitos e enriquecimento sem causa.

existência de engano ou fraude na realização da atividade profissional que se desenvolve com a finalidade de obter um benefício pessoal, violando o dever de confiança em relação à parte que lhe havia facultado a informação²¹¹. Ao analisar o caso, Gómez Iniesta observa que esta evolução intentou superar os aspectos excessivamente restritivos da teoria do dever fiduciário²¹².

Posteriormente, em 1984, no caso *Dirks v. SEC*²¹³, a Suprema Corte americana apurou a doutrina do dever fiduciário. *Dirks*, funcionário de uma corretora especializada em seguros, recebeu informação de um alto executivo da sociedade *Equity Funding of America*, de que esta sociedade passava por uma crise econômica em razão de práticas fraudulentas na empresa. Ao repassá-la aos seus clientes, estes alienaram os títulos que possuíam, antes que os fatos se tornassem públicos. O caso ganhou relevância no tocante à responsabilidade dos *tippees*, ou seja, aqueles que recebem informação de um *insider*²¹⁴. Na nota de rodapé 14 - conhecida como *Dirks footnote 14*²¹⁵ -, a Suprema Corte americana formulou o conceito de *constructive insiders*, pessoas externas à sociedade que, em razão de atuação profissional, obtém informação confidencial dos negócios de uma companhia. Esses sujeitos adquirem o dever fiduciário do verdadeiro insider, pois a companhia espera que estes profissionais mantenham a confidencialidade das informações obtidas.

Em contradição ao que foi assentado pela jurisprudência a respeito dos casos *Chiarella* e *Dirk*, em *United States v. Carpenter*²¹⁶, a Suprema Corte acolheu a teoria da apropriação indevida – *misappropriation theory*. Da narrativa, tem-se que, Winans, jornalista financeiro de grande prestígio do *Wall Street Journal* e responsável pelo editorial *Heard on the Street*, adiantou notícias de sua coluna a alguns *brokers*, participando dos benefícios obtidos por

²¹¹Conforme assinala “*the misappropriation theory bases liability on the deception of the individual who entrusted the trader with access to such information*” (MC COY, K.A. *Supreme Court affirms second theory of liability for insider trading*. *Company Lawyer*. 1997a, vol. 18, n° 10. p. 336). Sobre o conflito entre a teoria tradicional e a *misappropriation theory*, pode-se consultar ainda: MC COY, K.A. *The 'misappropriation' of section 10b's language*. *Company Lawyer*. 1997b, vol. 18, n. 03. p. 94-96.

²¹²GÓMEZ INIESTA. D.J. Op. cit. p. 66.

²¹³4563 US 646, (1987).

²¹⁴BARTALENA. A. *Insider trading*. In: COLOMBO, G. E.; E PORTALE, G. B. *Trattato delle società per azioni. Società per azioni e mercato mobiliare*. Torino: UTET, 1993. p. 259.

²¹⁵Footnote 14: “*Under certain circumstances, such as where corporate information is revealed to an underwriter, accountant, lawyer, or consultant working for the corporation, these outsiders may become fiduciaries of the shareholders. The basis for recognizing this fiduciary duty is not simply that such persons acquired nonpublic corporate information, but rather that they have entered into a special confidential relationship in the conduct of the business of the enterprise and are given access to information solely for corporate purposes. When such person breaches his fiduciary relationship, he may be treated more properly as a tipper than a tippee. For such duty to be imposed, however, the corporation must expect the outsider to keep confidential, and the relationship at least must imply such a duty*”.

²¹⁶484 U.S. 19 (1987).

estes nas operações financeiras efetuadas a partir da informação reservada. Neste caso, foi recusado o argumento dos demandados de que a teoria da apropriação indevida se aplicava somente quando a informação era obtida indevidamente pelas pessoas vinculadas à empresa ou pelos *constructive insiders*²¹⁷. Assim, a Suprema Corte confirmou que o colunista estava envolvido naquela(s) fraude(s), fixando a premissa de que a pessoa que adquire certa informação em razão da especial relação que mantém com outra, não está livre para explorar o conhecimento em seu próprio benefício e deve informar ao seu superior os benefícios derivados da informação²¹⁸.

Em 25 de junho de 1997, a Suprema Corte adotou a teoria da apropriação indevida no caso *United States v. O'Hagan*²¹⁹, no qual O'Hagan era sócio do escritório de advogados *Dorsey & Whitney* que representava a companhia *Gran Met* em uma significativa operação de oferta pública de títulos (OPA) da empresa *Pillsbury Company*. Apesar de não estar envolvido de forma direta no assessoramento da companhia, ao se dar conta da importância do negócio, O'Hagan começou a adquirir *call options* e ações de *Pillsbury*, liquidando-as após a consumação da oferta pública, alcançando benefício superior a US\$ 4.000.000,00 (quatro milhões de dólares). O argumento utilizado por O'Hagan foi o de que, nem ele, nem a empresa para a qual trabalhava, possuíam dever fiduciário em relação à empresa *Pillsbury*. A Suprema Corte afastou o argumento.

Inicialmente, O'Hagan foi condenado a 41 (quarenta e um) meses de prisão, com base na *Rule 10b-5* e *14e-3*, incurso na legislação sobre fraude por meios eletrônicos e ainda pela lei de lavagem de dinheiro. No entanto, a Corte de Apelação (*8th Circuit*) reverteu a condenação por entender que nenhuma das normas da SEC (*Rule 10b-5* e *14e-3*) estão limitadas pelas seções a que se referem, rejeitando, assim, a *misappropriation theory* como base para a violação da *Rule 10b-5*. Esta decisão causaria grande confusão se fosse reafirmada

²¹⁷"Chama atenção, neste caso, o fato de que Winans não era um insider corporativo, não estava negociando em nome de seu empregador e o jornal não comprova ações na bolsa. Apesar disso, foi condenado em virtude da abrangência da instrução 10b-5, onde vedadas não só operações efetuadas por administradores, mas também as realizadas por terceiros (tippies), vinculados aos administradores, seja qual for a origem da ligação, e ainda por qualquer pessoa física, ou jurídica, às quais a informação relevante chegue em face da sua proximidade com a companhia" (PROENÇA, J. M. : Op. cit. p. 240).

²¹⁸Pela aplicação estrita da doutrina desenvolvida nos casos *Chiarella*, *Dirks* e *Winans*, não haveria vulneração à *Sección 10 b*. Essencialmente, no caso considerado, sustenta-se que as decisões anteriores não estabelecem um critério exclusivo acerca da violação da Seção 10 b. Assim, considera viável a aplicação da teoria da apropriação indevida (ANDRE, T.A. *Insider trading: misappropriation doctrine extended to journalists*. Company Lawyer. 1986, vol. 7, n. 06. pp. 269-270).

²¹⁹Sobre o caso *United Status v. O'Hagan*: McCoy. Supreme Court affirms second theory of liability for insider trading. pp. 335-336. Ainda sobre o caso em questão, oportuno consultar: ALCOCK, A. Insider information. In. RIDER, B.A.K; e, ASHE, M. *The fiduciary, the insider and the conflict*. A compendium of essays. Dublin: Brehon/Sweet and Maxwell, 1995. p. 83-91.

em outras instâncias, pois, sob esta ótica, ninguém mais poderia ser condenado ou processado pela SEC, ou demandado civilmente, pelo típico caso de *insider trading* (comprar ações de uma companhia, objeto de oferta pública, com base em informação obtida do potencial comprador), o que destruiria a efetividade das medidas anti-insider. Não obstante, o restabelecimento da *misappropriation theory* como fundamento para os casos de *insider trading*, a partir da Rule 10b-5, confere à legislação americana certa coerência a respeito deste tema.

Segundo a Suprema Corte, viola-se a *Rule 10b-5* se o sujeito se apropria indevidamente de informação confidencial com o propósito de negociar a partir dela, infringindo seus deveres fiduciários para com a fonte de informação. Também se entendeu que o requisito de engano ocorre se o sujeito se apropria da informação de seu superior ou utiliza, para seu benefício próprio, dado relevante que lhe foi confiado²²⁰. Por último, o Tribunal acrescentou novo requisito à *misappropriation theory* ao exigir que o sujeito tenha que ser plenamente consciente de que violava a normativa relativa à fraude no mercado de valores²²¹.

Definitivamente, a doutrina da apropriação indevida pretende proteger a integridade dos mercados contra os abusos das pessoas alheias às companhias (*outsiders*) que possam vir a ter acesso à informação confidencial capaz de afetar os preços do mercado, e que não estejam vinculadas, por dever fiduciário, aos acionistas da companhia. Assim, a Corte Suprema consagrou a doutrina da apropriação indevida, ampliando, significativamente, o círculo dos sujeitos sancionáveis quanto às hipóteses de *insider trading*.

2.1.4. A Rule 14e-3 de 1982.

Como reação à decisão extraída do caso *Chiarella* e, diante da prática crescente do *insider trading*, impulsionada pelo aumento das operações e aquisições, em 1982 a SEC

²²⁰“The ‘misappropriation theory’ holds that a person commits fraud ‘in connection with’ a securities transaction, and thereby violates § 10(b) and Rule 10b-5, when he misappropriates confidential information for securities trading purposes, in breach of a duty owed to the source of the information. Under this theory, a fiduciary’s undisclosed, self-serving use of a principal’s information to purchase or sell securities, in breach of a duty of loyalty and confidentiality, defrauds the principal of the exclusive use of that information. In lieu of premising liability on a fiduciary relationship between company insider and purchaser or seller of the company’s stock, the misappropriation theory premises liability on a fiduciary-turned-trader’s deception of those who entrusted him with access to confidential information”. 521 US 642 (1997).

²²¹Para Sainz, a Corte Suprema dos Estados Unidos consagra definitivamente a teoria da apropriação indevida (*misappropriation theory*) como fundamento da responsabilidade pelo *insider trading* (SAINZ, H. Op. cit.). Ainda a respeito do assunto: GALLI. *Insider trading: l’acoglimento da parte della Supreme Court federale statunitense della misappropriation theory. Alcune conseguenti riflessioni sulla condotta di “trading” vietata; come definita nel cosideratto “Testo unico Draghi”- Parte Seconda. Giurisprudenza Commerciale. 1998, n. 25.6. p. 712-735.*

promulgou a *Rule 14e-3*²²² que passou a reputar ilegal a conduta de qualquer pessoa possuidora de informação relevante acerca de uma oferta pública de aquisição de valores, em negociar nos mercados sabendo de seu caráter reservado e de que ela foi obtida por meio de uma das partes envolvidas na operação ou de seus agentes.

²²² *Rule 14e-3 -- Transactions in Securities on the Basis of Material, Nonpublic Information in the Context of Tender Offers*

"1. If any person has taken a substantial step or steps to commence, or has commenced, a tender offer (the "offering person"), it shall constitute a fraudulent, deceptive or manipulative act or practice within the meaning of section 14(e) of the Act for any other person who is in possession of material information relating to such tender offer which information he knows or has reason to know is nonpublic and which he knows or has reason to know has been acquired directly or indirectly from:

1. The offering person,
2. The issuer of the securities sought or to be sought by such tender offer, or
3. Any officer, director, partner or employee or any other person acting on behalf of the offering person or such issuer, to purchase or sell or cause to be purchased or sold any of such securities or any securities convertible into or exchangeable for any such securities or any option or right to obtain or to dispose of any of the foregoing securities, unless within a reasonable time prior to any purchase or sale such information and its source are publicly disclosed by press release or otherwise.

2. A person other than a natural person shall not violate paragraph (a) of this section if such person shows that:

1. The individual(s) making the investment decision on behalf of such person to purchase or sell any security described in paragraph (a) of this section or to cause any such security to be purchased or sold by or on behalf of others did not know the material, nonpublic information; and

2. Such person had implemented one or a combination of policies and procedures, reasonable under the circumstances, taking into consideration the nature of the person's business, to ensure that individual(s) making investment decision(s) would not violate paragraph (a) of this section, which policies and procedures may include, but are not limited to,

1. those which restrict any purchase, sale and causing any purchase and sale of any such security or
2. those which prevent such individual(s) from knowing such information.

3. Notwithstanding anything in paragraph (a) of this section to contrary, the following transactions shall not be violations of paragraph (a) of this section:

1. Purchase(s) of any security described in paragraph (a) of this section by a broker or by another agent on behalf of an offering person; or
2. Sale(s) by any person of any security described in paragraph (a) of this section to the offering person.

4.

1. As a means reasonably designed to prevent fraudulent, deceptive or manipulative acts or practices within the meaning of section 14(e) of the Act, it shall be unlawful for any person described in paragraph (d)(2) of this section to communicate material, nonpublic information relating to a tender offer to any other person under circumstances in which it is reasonably foreseeable that such communication is likely to result in a violation of this section except that this paragraph shall not apply to a communication made in good faith,

1. To the officers, directors, partners or employees of the offering person, to its advisors or to other persons, involved in the planning, financing, preparation or execution of such tender offer;

2. To the issuer whose securities are sought or to be sought by such tender offer, to its officers, directors, partners, employees or advisors or to other persons, involved in the planning, financing, preparation or execution of the activities of the issuer with respect to such tender offer; or

3. To any person pursuant to a requirement of any statute or rule or regulation promulgated thereunder.

2. The persons referred to in paragraph (d)(1) of this section are:

1. The offering person or its officers, directors, partners, employees or advisors;

2. The issuer of the securities sought or to be sought by such tender offer or its officers, directors, partners, employees or advisors;

3. Anyone acting on behalf of the persons in paragraph (d)(2)(i) of this section or the issuer or persons in paragraph (d)(2)(ii) of this section; and

4. Any person in possession of material information relating to a tender offer which information he knows or has reason to know is nonpublic and which he knows or has reason to know has been acquired directly or indirectly from any of the above".

O objetivo desta regra era anular a exigência do dever fiduciário no contexto da oferta pública (OPA), quando o *insider trading* resulta mais atrativo e especialmente negativo. Ao contrário das regras anteriormente adotadas, trata-se de norma de proibição geral²²³. A obrigação que se impõe, neste particular, corresponde à abstenção de negociar ou revelar tal informação, exigindo-se que entre a sua publicização e o início das negociações transcorra um tempo razoável²²⁴ para que o mercado venha a absorvê-la²²⁵.

Definitivamente, a norma pretende evitar o uso de informação relevante e privada no contexto das ofertas públicas de aquisição – *tender offers* –, particularmente, a respeito da prática conhecida por *warehousing* ou armazenamento, que é direcionado à obtenção ou manutenção do controle da companhia objeto de futura oferta (OPA). Neste caso, diversas pessoas ou entidades compram ações de uma empresa *target* previamente à operação, que são posteriormente vendidas à pessoa ou entidade interessada.

Em sua parte final, a *Rule 14e-3* prevê uma exceção relativa às instituições financeiras multifuncionais que implementam suficientes mecanismos de controle com o objetivo de prevenir a transferência de informação àqueles que recomendam ou efetuam operações envolvendo ações das empresas em questão.

2.2. Evolução da regulamentação do *insider trading* nos Estados Unidos.

Em 1984, o Congresso dos Estados Unidos aprovou o *Insider Trading Sanctions Act* (ITSA) com o incremento da repressão à prática de *insider trading*, tanto para as instituições envolvidas, destinando-lhes, nesse caso, multa civil, como também contemplando o encrudecimento da sanção penal prevista para o infrator. A norma foi posteriormente modificada pelo *Insider Trading Securities Fraud Enforcement Act* (ITSFEA) de 1998, que convergiu em propósito, estando ambas atualmente incorporadas ao SEA. O ITSFEA tem servido como reforço na prevenção do *insider trading* e outras fraudes, à medida que

²²³O caso *United States v. Chestman* (947 F.2d 551 (2dCir. 1991) confirmou a *Rule 14e-3*, pois a norma em questão serviu como fundamento para a condenação criminal de Chestman, ao qual se reputou o conhecimento de que a informação que teria recebido de um IPO derivava de uma fonte interna da companhia envolvida na operação.

²²⁴Por início das negociações, tem-se a votação ou resolução que decide pela realização de uma operação, a formulação de uma proposta de OPA (IPO) ou outras atividades voltadas a facilitar a realização da oferta. (BAINBRIDGE, S. M. Op. cit., p. 119).

²²⁵A Suprema Corte dos Estados Unidos sustentou a validade da *Rule 14e-3* no caso *United States v. O'Hagan*, (117 S. Ct. 2199, 1997). Neste caso, considerou-se que negociar com base em informação relevante e não divulgada ao público implica sempre na quebra de um dever de confidencialidade por parte da empresa adquirente, ou de seus representantes. A SEC, consciente das dificuldades probatórias que permitem escapar da responsabilidade em relação à operação, aplicou a *Rule 14e-3*, e considerou que a obrigação de revelar a informação ou abster-se de negociar não demanda a quebra do dever fiduciário.

estabelece que os consultores financeiros, corretores e distribuidores de valores imobiliários devem cumprir políticas e procedimentos éticos que objetivam evitar o *insider trading*²²⁶. Em 1999, a *Penny Stock and Securities Exchange Act* estendeu consideravelmente as faculdades da SEC na perseguição das condutas ilícitas.

Um ano mais tarde, a SEC adotou novas regras, a *Fair Disclosure* (FD), a *Rule b5-1* e *10b5-2*, à guisa de esclarecer alguns aspectos do *insider trading*. A *Fair Disclosure Regulation* voltou-se a coibir a informação seletiva. Este conjunto de normas prevê que, quando um emissor ou uma pessoa que atue em seu nome revela informação relevante, não tornada pública, em proveito de determinado número de pessoas - geralmente profissionais do mercado ou investidores que possuem títulos relacionados ao referido emissor²²⁷, a informação deve ser igualmente revelada ao público investidor. O prazo em que esta informação deve ser divulgada ao público investidor varia se a *selective disclosure* é intencional ou não²²⁸. Nos casos em que é violada a *Fair Disclosure*, os emissores podem ser responsabilizados civil e administrativamente.

As normativas acima nominadas - *Rule 10 b5-1* e *10b5-2* - propuseram uma mudança na forma de regulamentação do *insider trading*, à medida que detalharam a conduta constitutiva do *insider trading*, reduzindo assim a liberdade da SEC para apreciar os casos que impliquem a violação da *Rule 10b-5*. Assim, a norma em questão se direciona, fundamentalmente, a dois aspectos da regulação do *insider trading*: quando o *trader* conhece o caráter sensível da informação e casos em que a família ou outra pessoa de sua esfera de relacionamento privado opera com base em informação privilegiada. A primeira das regras define o que se entende por *on the basis of material non public information*, esclarecendo que se trata dos casos em que o *trader* tinha conhecimento da natureza da informação no momento em que realizou a operação. No entanto, prevê que o uso de informação privilegiada não se configura quando a operação resulta de um plano preexistente, contrato ou de instrução feita

²²⁶No entanto, nenhuma das duas normas estabelece uma definição rígida da conduta constitutiva do *insider trading*, com o objetivo de não limitar a inclusão e a repressão de novos casos que possam surgir. É o que observa Entrena Ruiz: “Esta circunstancia no es casual pues, al menos en teoría, deja un amplio margen a la SEC para determinar qué conducta es constitutiva de ‘*insider trading*’” (ENTRENA RUIZ, D. B. *El empleo de información privilegiada en el mercado de valores. Un estudio de su régimen administrativo sancionador*. Madrid: Thomson-Civitas, 2006. p. 475).

²²⁷A FD enumera os receptores de informação seletiva entre os que se incluem *broker-dealers*, pessoas a eles associadas, assessores financeiros, de investimentos, companhias de investimento, *hedge fund*, e pessoas a elas afiliadas.

²²⁸A comunicação seletiva da informação é operada pela apresentação do Formulário 8-K à SEC, ou seja, uma ampla distribuição da informação é feita. Se a comunicação não for intencional, as informações devem ser divulgadas ao mercado dentro de 24 (vinte e quatro) horas ou na próxima abertura da Bolsa de Valores de Nova York.

de boa-fé. Por outro lado, a *Rule 10b5-2* reporta às circunstâncias em que as relações pessoais ou privadas do *trader* podem dar lugar ao dever de confiança ou confidencialidade requerido pela *misappropriation theory*. Assim mesmo, a *Rule 10b 5-1* acolhe a presunção de quem negociou tendo informação privilegiada tenha se aproveitado dela, o que é bastante questionável no âmbito penal.

Por último, não se pode deixar de mencionar o *Sarbane-Oxley Act* (SOA), aprovado em julho de 2002, que representou uma das maiores reformas legislativas operada no âmbito financeiro norte-americano desde o SA de 1933 e o SEA de 1934²²⁹. Tal reforma representou uma resposta, fundamentalmente, a um dos maiores escândalos financeiros da atualidade: o caso Enron, que afetou não somente o mercado de valores norte-americano, mas também produziu consequências de ordem global²³⁰. A referida lei pretendeu enfrentar a questão acerca da veracidade das informações e teve como objetivo principal as empresas de auditoria, diante da implicação direta de uma das maiores e mais importantes firmas do setor, envolvidas no caso Enron. A nova lei prevê a responsabilidade direta dos administradores pelas informações financeiras divulgadas ao mercado, respondendo pelas imprecisões, omissões, declarações falsas ou que não representam de forma precisa os resultados da companhia examinada. Também proíbe as empresas de auditoria de prestar serviços de consultoria e auditoria simultaneamente. Estes dois fatores foram os gatilhos principais do escândalo Enron.

Por outro lado, a SOA cria um organismo global supervisor do setor de auditoria – *Public Company Accounting Oversight Board* -, de natureza mista, que é regido pela normativa relativa às organizações sem fins lucrativos e desempenha funções jurídicas de natureza pública. Este organismo, sob a supervisão da SEC, detém, entre outras atribuições e deveres, autorizar o funcionamento das empresas de auditorias, aprovar normas reguladoras concernentes às normas éticas que devem ser cumpridas pelas mesmas, competindo-lhe ainda realizar inspeções, investigações e impor sanções, monitorando o cumprimento da normativa do setor, além de cumprir as funções que lhe forem encarregadas pela SEC.

Apesar das críticas que se possam fazer à regulação norte-americana concernente ao *insider trading*, diante da ambiguidade que se pode derivar da ausência de definição concreta

²²⁹LANGEVOORT, D. C. Managing the "Expectations Gap" in investor protection: the SEC and the Post-Enron Reform Agenda. *Villanova University Law Review. Symposium Issue: Lessons from Enron, How did corporate and securities law fail?* 2003, vol. 48, nº 4. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=474721>.

²³⁰Sobre o impacto da SOA em investidores no mercado norte-americano localizado, oportuno consultar: LEVITT. B.K. Sarbanes-Oxley Insider trading prohibitions affect insiders outside the US. *International Company and Commercial Law Review*. 2003, vol. 14, nº 9. pp. 293-299.

da conduta, não se pode negar sua proeminência a respeito das soluções normativas adotadas nesse âmbito. Isso pode ser atribuído ao trabalho da SEC no combate a estas práticas, além de acusação criminal do *insider trading* e a possibilidade de se adotar ações civis a fim de restituir os prejuízos ocasionados por aqueles que operaram ilegalmente com base em informação privilegiada, à medida que a efetividade das leis está estreitamente ligada a sua eficiente implantação²³¹.

Por fim, a respeito da regulação norte-americana acerca do mercado de valores, especialmente à legislação em matéria de *insider trading*, destaca-se a preocupação com a manutenção da confiança do público investidor, com o fomento à divulgação ampla de informações, operadas por um conjunto de técnicas garantidoras da integridade dos mercados²³².

3. A regulação do *insider trading* na Europa.

A União Europeia, instituída formalmente a partir de 1993 por meio do Tratado de Maastrich, conta atualmente com 28 (vinte e oito) Estados-Membros, com o registro de que o desligamento do Reino Unido ainda está em andamento (Brexit)²³³.

Por força de seu pioneirismo, pode-se afirmar que a União Europeia granjeou boas referências em termos de legislação comunitária. Assim, a modelagem normativa comunitária da União Europeia engloba Tratados, Diretivas, Regulamentos e Decisões, além de atos típicos de caráter não vinculantes como as opiniões e recomendações. Os conteúdos expressos nas Diretivas Comunitárias se dirigem à progressiva harmonização entre as regulamentações

²³¹ Acerca das críticas dirigidas à regulamentação do uso de informações privilegiadas nos Estados Unidos, Steinberg admite que o regime relacionado ao *insider trading* adotado naquele país é preeminente. Além disso, considera que o rigor na perseguição e condenação dessas práticas contribui para a manutenção da integridade dos mercados. Nesse sentido, ele observa que: “*The imporperty of insider trading and like offences is generally accepted by market participantes, the public, and the judiciary. In other words, unlike many other countries, the cultural attitudes prevalent in the U.S. favor relatively rigorous enforcement and prosecution of these offenses. Judges contribute to this armosphere by upholding insider trading convictions based on circumstantial evidence and by, pursuant to the federal sentencing guidelines, imposing lengthy periods of incarceration where circumstances warrant. Thgus, as compared to other jurisdictions, U.S. enformcement in this area is effective, thereby inducins law compliance and facilitating marjer integrity*” (STEINBERG, M. I. International financial market and insider trading selective comparative disclosure issues. *Essays in international financial & economic law*. 2001, nº 32. pp. 37-38).

²³² Nesse sentido, a gestão dos mercados de valores mobiliários espanhóis responde ao mesmo esquema do modelo norte-americano (ENTRENA RUIZ. Op. cit. p. 455).

²³³ O direito de *retirada* é assegurado aos Estados-membros na forma do art. 50 do Tratado constitutivo da União Europeia: “Qualquer Estado-Membro pode decidir, em conformidade com as respectivas normas constitucionais, retirar-se da União”. Em 13 de março de 2017, as Câmaras do Parlamento do Reino Unido rejeitaram emendas que poderiam prolongar o processo de desligamento do bloco europeu, permitindo-se, então, que a primeira-ministra Theresa May denuncie formalmente o Tratado da União Europeia, com o desenvolvimento das negociações.

dos Estados Membros da Comunidade Europeia a respeito de determinados segmentos e matérias, os quais devem ser incluídos em suas legislações internas.

A integração dos mercados financeiros do Velho Mundo contempla os interesses prioritários da UE como elemento fundamental para fomentar a competitividade do bloco no cenário internacional. O Plano de Ação dos Serviços Financeiros contempla como um dos seus principais objetivos o aumento da integridade do mercado, reduzindo a possibilidade de que os investidores e intermediários institucionais venham a vulnerá-lo, sempre com objetivo de aumentar a confiança dos investidores. Neste sentido, a normativa europeia evoluiu no sentido de um mercado único no âmbito da União, o que, indubitavelmente, tem estimulado a unificação do Direito em matéria de finanças²³⁴.

Por isso, torna-se evidente a necessidade de atualização e desenvolvimento de um quadro jurídico europeu eficiente para enfrentar problemas derivados do processo de globalização. Neste contexto, teve lugar a elaboração de normas de prevenção, investigação e repressão ao abuso do mercado. De modo geral, a normativa europeia pretende garantir aos investidores a correção das práticas relacionadas ao mercado, bem como a igualdade de oportunidades entre todos os seus operadores, em quaisquer dos Estados-Membros. Portanto, este novo quadro jurídico supõe uma abordagem ampla através da convergência dos interesses comuns.

Ante o que foi dito, a regulação do mercado financeiro em geral e, particularmente, dos mercados de valores alcança um nível de harmonia superior ao de outros setores alcançados pela legislação da União Europeia. Concretamente, no que concerne ao uso de informação privilegiada nos mercados de valores, a incidência das Diretivas Comunitárias sobre as legislações de seus Estados Membros resulta especialmente importante. Assim, com a finalidade de compreender o tratamento jurídico-penal conferido ao *insider trading* na Europa, os tópicos seguintes substanciam as principais normas Comunitárias que afetam este tema. Igualmente, pretende-se analisar as soluções legislativas adotadas por alguns destes países europeus.

3.1. Código Europeu de Boa Conduta de 1977.

Em 1967, o Informe do grupo de especialistas em integração dos mercados de capitais – *Informe Sergre* –, recomendou que os Estados Membros deveriam adotar medidas comuns a

²³⁴SÁNCHEZ CALERO. F. Evolución del Derecho europeo hacia una mayor transparencia de las sociedades cotizadas ante la pretensión del funcionamiento en la UE de un mercado único de valores. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. 2003, n. 89. pp. 419-423.

respeito da informação de carácter societário, com o desenvolvimento de padrões de controle, além de recomendar a eliminação de toda barreira discriminatória que poderia dificultar o acesso de um Estado Membro às bolsas de outros países. Tais medidas pretendiam a equiparação dos níveis informativos entre os integrantes da União Europeia.

O Código Europeu de Boa Conduta²³⁵, publicado pela Comissão em 1977 na forma de "Recomendação", deu o primeiro impulso em prol da regulamentação do artigo 155.2 do Tratado de Roma. Gómez Iniesta afirma que se tratou de instrumento de ação *indireta*, sem vincular os Estados Membros, com pretensão de aproximação entre diferentes normativas, representando um instrumento de *incitação*²³⁶.

Dessa maneira, não havia previsão específica quanto ao *insider trading*, mas sim de regras de comportamento leal por parte dos agentes económicos, as quais guardam preceitos básicos dos mercados de valores. Portanto, a Recomendação objetivou que os Estados Membros viessem a garantir princípios contidos no Código de Conduta²³⁷.

A respeito do seu conteúdo, o Código de Conduta Europeu enuncia um objetivo fundamental, seguido de alguns princípios gerais e de regras complementares focados na igualdade de tratamento entre os investidores. Também se destaca a importância quanto à informação completa e correta aos poupadores; a igualdade entre os acionistas; o dever dos membros dos órgãos de vigilância e direção das sociedades de absterem-se das operações que possam obstar o bom funcionamento do mercado e prejudicar os acionistas; a proibidade dos profissionais que atuem habitualmente nos mercados de valores mobiliários, no sentido de que estes se abstenham de benefícios pessoais em prol da credibilidade e eficácia do mercado.

Além das disposições de carácter geral, o Código prevê disposições complementares que concretizam os princípios gerais. Em tais disposições se identificam dois vetores: o primeiro especifica alguns elementos à guisa do que se deve entender por "comportamento

²³⁵Recomendação de 25 de julho de 1977 (DOCE núm. L 212-37 de agosto de 1977).

²³⁶Para ele, "al ser la recomendación un instrumento de acción indirecta, a lo que tendía era a la aproximación o acercamiento entre las diferentes normativas y no obligaba a los Estados miembros ni a asegurar, bien por vía legislativa, bien por vía reglamentaria, el respeto de sus disposiciones ni tampoco a modificar su legislación interna, sino que se trataba de una simple invitación a los Estados miembros para que asegurasen, en la medida que así lo decidieron y por los medios que juzgasen oportunos, el respeto del Código" (GÓMEZ INIESTA. *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*. p. 69).

²³⁷Zurita e Sáenz de Navarrete assinala que o objetivo do Código é formular, no plano europeu, "las normas de un comportamiento leal que contribuyan al funcionamiento eficaz de los mercados de valores mobiliarios (o sea, al encuentro de la oferta y la demanda de capitales en condiciones óptimas) garantizando una eficaz protección de los intereses del público". (ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE. J. El Derecho Europeo sobre el mercado de valores y su repercusión en el ordenamiento español. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. 1986, n. 21. pp. 13- 48).

leal” dos intermediários financeiros, enquanto o segundo deles se refere à necessidade de informação.

A disposição "9" prevê que todas as pessoas que disponham, devido ao exercício de profissão ou função, de informação confidencial não tornada pública, referente a uma sociedade, de seus títulos, ou qualquer acontecimento relevante para o mercado em geral, fosse suscetível, caso publicada, de influenciar de maneira sensível a cotação de um ou vários valores mobiliários, devem se abster de realizar, direta ou indiretamente, qualquer operação que explore esta informação, assim como de comunicá-la a um terceiro com vistas ao benefício antes de feita pública.

Assim, a definição de informação privilegiada inclui qualquer circunstância que poderia incidir no mercado; portanto, não só aquela informação relacionada à empresa ou valores concretos, senão também os dados que poderiam afetar a cotação destes títulos, como a notícia de aumento da inflação²³⁸.

A preocupação comunitária a respeito do uso abusivo de informações privilegiadas se expressa ainda por meio de outras disposições, como é o caso do artigo 82 do Projeto de Regulamento da Sociedade Anônima Européia, no preâmbulo da Resposta da Décima Terceira Diretiva do Conselho relacionada às ofertas públicas de aquisição, bem como do Livro Branco da Comissão para o Conselho Europeu, no que se aponta para a consecução de tal garantia, a liberdade de capitais e, tratando-se de mercado de valores, a garantia da proteção da informação e da paridade dos investidores²³⁹.

3.2. Convenção sobre as operações financeiras de iniciados de 1989.

Diante da necessidade de facilitar a cooperação entre os Estados Membros da União Europeia, introduz-se a Convenção sobre *insider trading* do Conselho da Europa, celebrada em Estrasburgo em 20 de abril de 1989²⁴⁰. A Convenção almejou facilitar obtenção de informação e operações em nível internacional e, dessa forma, assegurar a justiça das negociações levadas a cabo no mercado de valores. Considerando-se a internacionalização dos mercados, foi considerado que os instrumentos de cooperação existentes não estavam adaptados à realidade fática daquele momento, especialmente no que se referia à obtenção de informação acerca das operações realizadas ou de seus agentes.

²³⁸VALENZUELA GARACH, F.; e, PEINADO GRACIA, J. I. Op. cit., nota 87.

²³⁹Idem. pp. 26 e 27.

²⁴⁰Convention on insider trading. *European Treaty Series*, nº 130, Strasbourg, 20. IV. 1989.

Neste sentido, a Convenção objetivou criar um sistema de assistência mútua entre as partes contratantes, possibilitando a efetiva supervisão do mercado e a identificação de operações suspeitas e fraudulentas, por meio do desenvolvimento e coordenação de esforços em nível internacional. O Conselho considerou que as operações realizadas com base em informação privilegiada ameaçam não apenas o funcionamento e credibilidade dos mercados de valores mobiliários, eis que afetam a isonomia entre os investidores, mas também os sistemas econômicos dos Estados nos quais se operam.

A Convenção catalogou como uso irregular de informação privilegiada as operações levadas a cabo por pessoas que tenham a condição de presidente, membro conselheiro de órgãos de administração, de fiscalização, mandatário ou assalariado de um emissor de valores, assim como aqueles que procederam ou que iriam proceder a operação no mercado organizado de valores e que se valeriam de informações privilegiadas, não públicas, assimiladas em razão de sua ocupação e cuja divulgação poderia exercer influência significativa nos mercados, com o objetivo de conseguir benefício próprio ou para um terceiro. Também se incluem as pessoas que utilizarem tal informação a que tenham tido acesso por meio das pessoas anteriormente citadas.

Definitivamente, o processo de integração dos mercados ampliou enormemente as possibilidades de investimento além dos limites territoriais de um país, de modo que o controle das operações com substrato em informação privilegiada ficou mais difícil, à medida que a ilicitude destas práticas não está na operação em si, mas na base sobre a qual ela se realiza. Portanto, a Convenção se concentra na troca de informações e assistência mútua entre os Estados signatários, a fim de controlar, eficientemente, as operações realizadas nos mercados de valores mobiliários e, assim, identificar as condutas capazes de obscurecer a transparência e ameaçar a igualdade que deve prevalecer nesta área. Apesar do incentivo quanto à assistência judiciária mútua em matéria penal, a Convenção não obriga os Estados-Membros a criar organismos de controle.

3.3. Directiva 89/592/CEE.

A Diretiva 89/592/CEE, de 13 de novembro de 1989 (Lei 334/30, Jornal Oficial das Comunidades Europeias), disciplinou a coordenação das normativas relativas às operações com *informação privilegiada*, com vistas a assegurar a transparência dos mercados e a igualdade de condições entre os investidores. Isso se opera por meio da adoção de amplas providências orientadas para a leal utilização da informação e da repressão do uso ilícito

daquelas que foram obtidas por meio privilegiado, evitando, assim, que se deteriore a confiança dos investidores nos mercados.

Antes da Diretiva 89/592/CEE, não existia na Europa uma regulação única a respeito do *insider trading*. Por isso, esta normativa guardou o propósito de coordenar a regulação do tema, estabelecendo normas mínimas à guisa de orientar as opções legislativas que viessem a ser adotadas pelos Estados Membros. A base jurídica da Diretiva 89/592 está no parágrafo 1º, do artigo 100a do Tratado de Roma, que faculta ao Conselho "adotar as medidas relativas à aproximação das disposições legislativas, regulamentares e administrativas dos Estados-membros que têm por objeto o estabelecimento e o funcionamento do mercado interno"²⁴¹. Por outro lado, a Diretiva pode ser vista como a aplicação de certos princípios expressos pela Recomendação de 25 de julho de 1977, a respeito do Código Europeu de Boa Conduta²⁴².

Em suas considerações iniciais, a Diretiva justifica a necessidade da intervenção por parte do legislador comunitário²⁴³, estimando que o bom funcionamento do mercado de valores depende da confiança "que inspire aos investidores", garantindo-se que "estão colocados num plano de igualdade e que serão protegidos contra utilização ilícita da informação privilegiada" (informações preambulares da Diretiva 89/592/CEE). Neste sentido, as operações com base em informações privilegiadas representam ameaça ao bom funcionamento do mercado, afetando a confiança dos investidores, eis que trazem implicitamente em seu bojo vantagem informativa de uma das partes.

Diante da gravidade destas condutas e o perigo que elas podem representar para os mercados, a Diretiva considera imprescindível a adoção de medidas contra essas práticas, eis que em alguns Estados Membros não se observou qualquer norma repressiva neste sentido. Estas medidas são especialmente relevantes no contexto da globalização, diante das diferenças legislativas que podem existir entre as jurisdições, já que conferem segurança jurídica às operações que se desenvolvem no mercado de valores.

²⁴¹ Conforme assinala Izquierdo, "esta base jurídica supone la primera novación de la Directiva definitiva, frente a la propuesta original, que tenía su base en los artículos 54.3.g) y 58. Esta modificación tiene su sentido, puesto que el artículo 100.a) coincide perfectamente con el objetivo de la Directiva, ofreciendo una base sólida que el tenor del artículo 54.3.g), que únicamente prevé que el Consejo coordine en la medida en la que sea necesario y con vistas a su equivalencia, las garantías que se exigen a las sociedades de los Estados miembros contempladas por el artículo 58.2, con la finalidad de proteger tanto los intereses de los accionistas como los terceros" (IZQUIERDO, M. *Los mercados de valores en la CEE (Derecho Comunitario y adaptación al Derecho Español)*. Madrid: Civitas, 1992. p. 143).

²⁴² ASHE. M. *The Directive on Insider Dealing*. *Company Lawyer*. 1992, vol. 13, nº 1. p.16.

²⁴³ Guerrero Guerrero aponta que a proposta de Diretiva do Conselho acerca da coordenação de normas relativas às operações de iniciados abordou o tema, com especial referência ao comportamento proibido e sua sanção, destacando que a controvérsia está centrada na discussão sobre a natureza da sanção, criminal ou simplesmente administrativa, a ser aplicada pelo uso indevido de informações confidenciais (GUERRERO GUERRERO. P. *El Mercado unico y la bolsa. Noticias de la Unión Europea*. 1990, nº 63. p. 13).

Portanto, a justificativa mais substancial desta Diretiva parece ser a harmonização comunitária, no sentido de se adotar uma regulação coordenada entre os Estados Membros, que facilite a cooperação entre as autoridades supervisoras dos diferentes Estados e que permita coibir de modo eficiente as operações transfronteiriças praticadas com base em informação privilegiada.

A Diretiva define *informação privilegiada* como sendo aquela que “não tenha sido tornada pública, que tenha um caráter 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” (art. 1o, item “1”, Directiva 89/592/CEE, de 13.11.1989). Por outro lado, em seus “considerandos”, a Diretiva 89/592/CEE preconizou que não considera uso de informação privilegiada “as estimativas elaboradas com base em dados do domínio público”, acessíveis a qualquer pessoa. Assim, eventual operação projetada a partir deste tipo de informação não configura *insider trading*²⁴⁴.

Quanto ao conceito de *iniciado*, a Diretiva engloba os iniciados primários e secundários. Os primeiros correspondem àquelas pessoas que cedem informação em razão de sua condição de membro de órgão de administração, direção ou de controle do emissor ou em razão da sua atividade profissional ou das suas funções; e os segundos, os *tippees*, seriam aquelas pessoas que não tem relação fiduciária com o emissor, mas recebem informação confidencial, direta ou indiretamente, de um iniciado primário. As condutas proibidas pela Diretiva vedam que os iniciados primários repassem a terceiros qualquer informação que disponham, “salvo no âmbito normal do desempenho do seu trabalho, da sua profissão ou das suas funções” (art. 3o, letra “a”, Directiva 89/592/CEE). Da mesma forma, tem-se ainda a recomendação dirigida a terceiros sobre a aquisição ou cessão de valores admitidos à negociação, com base em informações privilegiadas de que possam dispor; além disso, sugere-se que os Estados adotem a proibição de aquisição por conta própria ou alheia, direta ou indiretamente, de valores do emissor ou dos emissores afetados pela informação de que tenha conhecimento.

Cabe realçar ainda que a Diretiva 89/592/CEE se limita a estabelecer princípios gerais, não estabelecendo quais são as medidas concretas que devem ser adotadas pelos Estados Membros, determinando somente que suas prescrições devem possuir caráter geral e

²⁴⁴Esta disposição visa salvaguardar a atividade dos analistas financeiros, que desempenham importante tarefa de investigação, produção e divulgação de informação, essencial para a eficiência do mercado (SOLIMENA. L. La direttiva sull’insider trading. *Giurisprudenza Commerciale*. 1989, n° 16.6. p. 1.061).

suficientes para dissuadir as operações realizadas com base em informação privilegiada. Aliás, o art. 6º da Diretiva 89/592/CEE autoriza expressamente que "cada Estado-membro pode estabelecer disposições mais rigorosas do que as previstas na presente diretiva ou disposições suplementares, desde que essas disposições sejam de aplicação geral".

Por fim, a Diretiva 89/592/CEE prevê, em seu artigo 8, item "1", que "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", prescrevendo ainda que cada integrante da União europeia é responsável por conferir a tal autoridade poderes de supervisão e sanção para que ela cumpra a sua missão (art. 8, item "2", Diretiva 89/592/CEE).

3.4. Diretiva 2003/6/CEE.

A Diretiva 2003/6/CEE, do Parlamento e do Conselho de 28 de janeiro de 2003 (D.O. L.96/16 de 12.04.2003), é considerada uma das mais importantes normativas e ferramentas de regulamentação do mercado de valores mobiliários. O objetivo precípua da Diretiva 2003/6/CE pode ser extraído do seu item "12", em que se consignou que "o abuso de mercado abrange o abuso de informação privilegiada e a manipulação de mercado. O objetivo da legislação contra o abuso de informação privilegiada é o mesmo da legislação contra a manipulação de mercado: garantir a integridade dos mercados financeiros comunitários e promover a confiança dos investidores nos mesmos".

Portanto, ao disciplinar as operações realizadas com substrato em informação privilegiada e manipulação de mercado (abuso de mercado), pode-se dizer que a referida normativa veio a integrar a lacuna derivada da normativa anterior a respeito deste tema. Até então, a Recomendação 77/534/CEE, de 25 de julho de 1977, tinha implantado o "Código de Conduta europeu relativo a transações referentes aos valores imobiliários", seguindo-se a Diretiva 89/592/CEE, de 13 de novembro de 1989 (abordada no tópico anterior), esta última disciplinando a prescrição de regras gerais concernentes às operações realizadas com informação privilegiada. Ocorre que a evolução dos mercados europeus de valores demonstrou insuficiência das normativas antecedentes, que aparentemente não trataram de uma série de condutas abusivas que afetaram gravemente a integridade dos mesmos.

Os antecedentes da referida Diretiva englobaram antecedentes substanciais, que partem da Comunicação da Comissão Europeia de 11 de maio de 1999, nominada como "Aplicação do quadro para os mercados financeiros: Plano de Ação", responsável por definir

uma série de atuações necessárias para concretizar o mercado único de serviços financeiros, entre as quais figurava a elaboração de uma Diretiva contra a manipulação de mercado. Por outro lado, os antecedentes metodológicos partem do primeiro relatório do Comitê de Sábios, presidido por Alexandre Lamfalussy, acerca da regulação dos mercados europeus de valores mobiliários, datado de 15 de fevereiro de 2001²⁴⁵, que recomenda seguir o método de concreção sucessiva das normas de conduta: (i) princípios: marco (nível 1), (ii) medidas de aplicação (nível 2); (iii) cooperação entre os Estados e autoridades (nível 3); e (iv) execução das normas (nível 4)²⁴⁶. Em seu relatório, Lamfalussy se esforça em tornar mais eficaz o processo de regulação, além de adotar uma lista de prioridades no que se refere à legislação do mercado de valores mobiliários.

Assim mesmo, o Ditame do Banco Central Europeu, de 22 de novembro de 2011 (D.O. C24/8 de 16/01/2002), a respeito da proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho da União Européia sobre as operações com informação privilegiada e manipulação de mercado, optou pela reafirmação da proposta de Diretiva, ressaltando seus objetivos, bem como pela necessidade de se complementar o quadro jurídico existente naquele momento, destacando o aspecto nocivo das condutas mencionadas e a influência negativa que estas poderiam exercer sobre os investidores e entidades reguladoras. Além disso, o Banco Central Europeu considerou prioritária a incorporação da Diretiva proposta ao ordenamento comunitário especialmente no que concerne à luta contra os delitos financeiros vinculados à atividades terroristas.

De modo geral, partindo da expansão econômica da Comunidade Européia, a Diretiva 2003/6/CE reputou primordial um mercado financeiro integrado. Afinal, como reafirmado ao longo do trabalho, o bom funcionamento dos mercados de valores e a confiança do público são fundamentais para o desenvolvimento econômico da Comunidade Européia. Então, quaisquer condutas abusivas ou fraudulentas - que possam ameaçar a estabilidade destes mercados - , minando a confiança do público investidor, são inaceitáveis no contexto europeu.

A Diretiva 2003/6/CE pretende suplantar a lacuna legal existente a respeito do abuso de mercado no âmbito comunitário, apostando na harmonização das legislações dos Estados Membros, com vistas a conferir maior segurança jurídica aos agentes econômicos que operam no âmbito Comunitário. Por outro lado, faz alusão a um conceito amplo de abuso de mercado

²⁴⁵O relatório Lamfallusy foi acolhido pelo Conselho que, por sua vez, teve suas conclusões acolhidas favoravelmente pelo Conselho Europeu de Estocolmo.

²⁴⁶TAPIA HERMIDA. A. El desarrollo de la Directiva 2003/6/CE sobre el abuso de mercado por el Reglamento (CE) núm. 2273 y las Directivas 2003/124/CE y 2003/125/CE de la Comisión. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. 2004, n. 94. p. 269.

no qual se identificam diferentes classes de condutas: (i) a manipulação de mercado, isto é, seu abuso operacional; e, (ii) a utilização de informação privilegiada ou abuso informativo²⁴⁷.

A seção "1" do artigo 1o (primeiro) define como informação privilegiada: “a informação de caráter concreto que não tenha sido feita pública e que se refira, direta ou indiretamente, a um ou vários emissores de instrumentos financeiros ou a um ou vários instrumentos financeiros e que, ao tornar-se pública, poderia influir de maneira considerável a cotação de instrumentos financeiros derivados relacionados a eles”. A respeito dos instrumentos derivados, define-se informação privilegiada como sendo aquela “de caráter concreto que não tenha sido feita pública e que se refira, direta ou indiretamente, a um ou vários desses instrumentos derivados que os usuários dos mercados em que se negociem esses produtos esperariam receber de acordo com as práticas aceitas nestes mercados”. Ainda, em relação às pessoas encarregadas da execução das ordens relativas aos instrumentos financeiros, a Diretiva considera a informação transmitida por um cliente em relação às suas próprias ordens pendentes, que seja de caráter concreto e que se refira, direta ou indiretamente, a um ou vários emissores de instrumentos financeiros ou a um ou vários instrumentos financeiros e que, ao tornar-se pública, poderia causar repercussões significativas nos preços daqueles e no valor dos ativos financeiros derivados deles.

O círculo de sujeitos ativos concernente à utilização de informação privilegiada é extremamente amplo. Incluem-se aí desde os membros de órgãos de administração, gestão ou controle da emissão de valores mobiliários, aqueles que participam no capital do emissor, bem como aqueles que tenham acesso à informação privilegiada devido ao exercício de seu trabalho, profissão, exercício de funções ou de atividades delitivas. Assim, oportuno destacar a inclusão destes últimos, ou seja, aqueles que tiveram acesso à informação por meio de suas atividades delitivas, ao contrário do que ocorria anteriormente, quando se consideravam apenas as pessoas que acessavam a informação em razão de atuação profissional, excluindo-se, portanto, o caso mais flagrante em que o sujeito roubou a informação ou a obteve em razão de prática delitiva²⁴⁸.

²⁴⁷TAPIA HERMIDA. A. La Directiva 2003/6/CE sobre el abuso de mercado. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. 2003, nº 91. p. 333.

²⁴⁸Monroy Antón assinala que, além da hipótese em que o sujeito obtém informação subornando alguém que trabalha na empresa, obtendo benefício econômico, poderia não ser sancionado aquele que vendeu a informação quando não tivesse obtido vantagem maior de setenta e cinco milhões de pesetas. Tampouco aquele a comprou e obteve, por força de atividade profissional ou comercial, pois, apesar de claramente ilegal, não haveria sanção para essa hipótese (MONROY ANTÓN. A. J. El bien jurídico protegido en el delito de abuso de información privilegiada. 2005, ano XXIV, n. 98. abril-jun. p. 46).

Assim mesmo, a Diretiva prevê algumas hipóteses isentas do enquadramento das proibições que recaem sobre as operações com informação privilegiada, algumas delas relacionadas à própria atuação dos Estados Membros, ao Sistema Europeu de Bancos Centrais e aos Bancos Centrais nacionais que apliquem políticas monetárias, câmbio ou ferramentas de gestão da dívida. Também se incluem neste patamar as isenções elaboradas a partir do manuseio de dados públicos e a estabilização de instrumentos financeiros ou negociação com ações próprias em programas de recompra, que podem ser consideradas legítimas em determinadas circunstâncias, as quais não se caracterizam como abuso de mercado²⁴⁹.

A manipulação de mercado se qualifica em transações e ordens que proporcionem indícios falsos ou enganosos quanto à oferta, demanda, preço de ativos financeiros ou que assegurem os preços por meio da atuação combinada no mercado de modo a alterar artificialmente a cotação de um ou vários instrumentos financeiros. Também se incluem as transações e ordens de operações que empreguem dispositivos fictícios ou qualquer outra forma enganosa, manipuladora ou, ainda, a difusão de informação por qualquer meio que possa proporcionar indícios falsos e enganosos sobre instrumentos financeiros.

Posteriormente, a Diretiva 2003/124/CE, de 22 de dezembro de 2003 (D.O. L. 339/70 de 24.12.2003), responsável por regular aspectos da Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, retomou o tema da definição e revelação pública da informação privilegiada. Neste sentido, a manipulação do mercado envolverá informação de caráter preciso que indique uma série de circunstâncias ou um fato que se produziu, que se possa esperar razoavelmente que se produza, sempre e quando esta informação seja suficientemente específica para permitir concluir o possível efeito dessa série de circunstâncias ou fatos sobre os preços dos valores negociados, assim como dos derivados financeiros correspondentes.

Além disso, foi esclarecido que se entenderá por informação a que, se feita pública, teria um efeito significativo nos preços dos ativos financeiros ou dos seus derivativos, ou aquela que poderia ter sido utilizada por um investidor como fundamento razoável das suas decisões de investimento. Tal norma trata também dos meios e prazos para a revelação da informação privilegiada, propugnando que o acesso a ela deve ser rápido de modo que se permita que o público investidor realize uma valoração completa e ao tempo da informação. Além disso, a Diretiva se ocupa dos interesses legítimos para atrasar a divulgação pública de

²⁴⁹O Regulamento nº 2.273/2003/CE, de 22 de dezembro de 2003, estabelece normas comuns com intuito de orientar os programas de recompra e a estabilização de instrumentos financeiros, prevendo as condições em que estas operações devem se desenvolver.

informação privilegiada ou preservação de confidencialidade, expondo, não exaustivamente, algumas circunstâncias em que se possa postergar sua revelação.

A Diretiva 2003/125/CE, de 22 de dezembro de 2003, ao disciplinar os efeitos da aplicação da Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, tratando da apresentação imparcial das recomendações de investimento e da revelação de conflitos de interesses, estabelece que se entende por *recomendação* qualquer informação que recomende, sugira estratégia de investimento, de maneira explícita, relacionada com um ou vários ativos financeiros ou com os seus emissores, incluindo-se aí qualquer opinião sobre o valor presente, futuro, ou preço de tais instrumentos. Não obstante, relaciona ainda os aspectos levados em conta na elaboração das recomendações sobre investimentos financeiros, assim com as normas de divulgação das recomendações apresentadas por terceiros.

Também cabe destacar a Diretiva 2004/72/CE, de 29 de abril de 2004 (D.O. L. 162/70, de 30.04.2004), relacionada com as modalidades de aplicação da Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, no que concerne às práticas aceitas de mercado, definição de informação privilegiada para os instrumentos derivados sobre matérias-primas, elaboração de listas de pessoas com informação privilegiada, a notificação das operações efetuadas por gestores e a notificação das operações suspeitas. Em seu artigo 1o, a normativa 2004/72/CE ainda traça certos conceitos acerca da aplicação do n. 10 do artigo 6 da Diretiva 2003/6/CE²⁵⁰, contemplando as seguintes definições (i) "Pessoa com responsabilidades directivas num

²⁵⁰ "Artigo 1. Definições. Para efeitos de aplicação do n. 10 do artigo 6.o da Directiva 2003/6/CE, entende-se por:

1. "Pessoa com responsabilidades directivas num emitente", uma pessoa singular que seja:

a) Membro dos órgãos de administração, direcção ou fiscalização do emitente;

b) Um responsável de alto nível que, não sendo membro dos órgãos mencionados na alínea a), possui um acesso regular à informação privilegiada relativa, directa ou indirectamente, ao emitente e o poder de tomar decisões de gestão que afectem a futura evolução e a estratégia empresarial do emitente.

2. "Pessoa estreitamente associada a uma pessoa com responsabilidades directivas num emitente de instrumentos financeiros":

a) O cônjuge da pessoa com responsabilidades directivas ou qualquer outra pessoa equiparada ao cônjuge pela legislação nacional;

b) De acordo com a legislação nacional, as crianças a cargo da pessoa com responsabilidades directivas;

c) Outros familiares da pessoa com responsabilidades directivas e que com ela coabitam há, pelo menos, um ano à data da operação em causa;

d) Qualquer pessoa colectiva, fundo fiduciário ou sociedade de pessoas, cujas responsabilidades directivas sejam exercidas por uma das pessoas referidas no n.o 1 do presente artigo ou nas alíneas a), b) e c) do presente número ou que seja, directa ou indirectamente, controlada por essa pessoa, constituída em benefício dessa pessoa, ou cujos interesses económicos sejam substancialmente equivalentes aos dessa pessoa.

3. "Pessoa que realiza operações a título profissional", uma empresa de investimento ou uma instituição de crédito.

4. "Empresa de investimento", qualquer pessoa na acepção do n.o 2 do artigo 1.o da Directiva 93/22/CEE do Conselho(4);

5. "Instituição de crédito", qualquer pessoa na acepção do n.o 1 do artigo 1.o da Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho(5).

6. "Autoridade competente", a autoridade competente na acepção do n.o 1 do artigo 7.o da Directiva 2003/6/CE".

emitente"; (ii) "Pessoa estreitamente associada a uma pessoa com responsabilidades directivas num emitente de instrumentos financeiros"; (iii) "Pessoa que realiza operações a título profissional"; (iv) "Empresa de investimento"; (v) "Instituição de crédito"; e, (vi) "Autoridade competente". Partindo do pressuposto de que a transparência das práticas levadas a cabo no mercado de valores constitui um valor fundamental no momento de determinar se uma conduta pode ser considerada como aceitável pelas autoridades competentes, estima-se que quanto menos transparente seja a prática, menos possibilidade terá esta de ser aceita. Neste sentido, no art. 2o da Diretiva 2004/72/CE são firmados ainda certos critérios e observações a respeito das práticas de mercado.

Cabe mencionar ainda a Diretiva 2008/26/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de março de 2008 (D.O. L. 81/43, de 20.03.2008), pela qual se modifica a Diretiva 2006/6/CE, sobre as operações com informação privilegiada e a manipulação de mercado (abuso de mercado), no que diz respeito às competências de execução atribuídas à Comissão. Assim, se atribuem competências à Comissão APRA que adote medidas necessárias para a execução da Diretiva 2003/6/CE, com o objetivo de acompanhar os avanços dos mercados financeiros e, com isso, garantir a aplicação uniforme da Diretiva. As medidas a que se refere a Diretiva 2008/26/CE objetivam adaptar definições, elaborar ou completar as disposições da Diretiva de 2003 através de modalidades técnicas que permitam a publicação de informação privilegiada e de listas de pessoas com acesso às mesmas, além da notificação das autoridades competentes sobre operações e atividades suspeitas do pessoal gestor e a apresentação imparcial de trabalhos de investigação. Visto que se trata de alterações técnicas, não necessitam ser incorporadas pelos Estados Membros.

Em última análise, parece claro que a Diretiva 2003/6/CE pressupõe um avanço no panorama legislativo existente para a consecução de um mercado financeiro integrado, idôneo, capaz de primar pela transparência informativa, proporcionando segurança jurídica aos investidores. O enfrentamento das condutas abusivas e a cooperação entre as autoridades competentes contribuem para a consecução destes propósitos.

4. Especificidades das legislações europeias em matéria de *insider trading*.

Como visto acima, no cenário europeu a harmonização da conformação legislativa dos Estados Membros é reputada fundamental sob o prisma da segurança jurídica. Em matéria penal, este processo resulta igualmente importante. A harmonia das normas penais relacionadas ao abuso de mercado, particularmente o *insider trading*, é primordial para o bom

desenvolvimento dos mercados de valores e, por conseguinte, para a expansão econômica da Comunidade europeia. O brocardo sempre repetido é que conferir maior segurança às operações levadas a cabo neste âmbito estimula a confiança dos investidores, resultando em mercados fortalecidos.

Da mesma forma, a cooperação internacional na prevenção do *insider trading* está diretamente condicionada à postura adotada por cada país a respeito deste tema. No sistema europeu, a cooperação nesta matéria se reforça pelas diretrizes traçadas pelas Diretivas europeias a respeito do tema, especialmente as Diretivas 89/592/CE e a Diretiva 2003/6/CE, abordadas nos tópicos anteriores. Por isso, nos últimos anos, os países integrantes da União Europeia adotaram sérias restrições à utilização imprópria de informação privilegiada nos mercados de valores, coibindo a manipulação de mercado.

No entanto, cabe observar que as soluções adotadas pelos Estados Membros nem sempre são homogêneas, apresentando alguns aspectos divergentes norteados por seus interesses locais. Assim, a Diretiva de abuso de mercado se limita a determinar a estratégia de prevenção e a definição de sanções administrativas a respeito das práticas que se incluem no conceito amplo de abuso de mercado, mas não indica expressamente quais são tais medidas. Em outras palavras, o foco são as medidas estruturais direcionadas a prevenir e detectar essa classe de condutas. Neste aspecto, o principal problema que se apresenta no momento de se legislar sobre a utilização abusiva de informação privilegiada nos mercados de valores é estabelecer quais são os limites que configuram atuação lícita e ilícita, questão extremamente delicada que pode acarretar desequilíbrios no próprio mercado²⁵¹.

A nota comum entre os diversos modelos legislativos adotados pelos países membros da União Europeia na luta contra o abuso de mercado, particularmente no que tange ao uso de informação privilegiada, decorre das Diretivas Comunitárias abordadas nas seções anteriores deste Capítulo, que influenciaram muito fortemente as legislações dos diferentes Estados Membros, promovendo certa harmonia entre as mesmas. Por tudo isso, estima-se oportuna a abordagem, neste estudo, das principais legislações que dispuseram acerca deste tema.

²⁵¹GÓMEZ INIESTA. Op. cit. p. 82.

4.1. Reino Unido.

O uso de informação privilegiada no mercado de valores foi tipificado como delito próprio no item "V" do Ato das Companhias de 1980 (*Companies Act 1980*)²⁵², competindo ressaltar que "até 1969, tal prática era combatida apenas pelos usos e costumes, e por um acórdão proferido em 1902, referente ao caso *Percival vs Wright*, criticado, diga-se de passagem, por sua limitação"²⁵³.

Cabe consignar que, em 1969, passou a vigorar o *Code on Take - Overs and Mergers*, no qual foram inseridas regras mais específicas atinentes à oferta pública de ações e fusões. Este ato balizou a discussão formal e informal sobre o tema e foi o ponto central dos debates durante os anos 70 do século passado. Tais discussões, diga-se de passagem, contribuíram para uma aproximação de princípios éticos ao mundo dos negócios e, em particular, conduziram a uma modificação substancial em relação às atitudes adotadas a respeito do *insider trading*.

Em 1973, por meio de um documento consultivo do Ministério de Comércio e Indústria, já que se denotava a vontade estatal de encampação de medidas penais repressivas a respeito do *insider dealing*. As razões genéricas que justificavam tais medidas não são diversas daquelas considerações que foram propagadas acima, envolvendo basicamente a necessidade de preservação da confiança dos investidores no correto funcionamento dos mercados de valores.

Posteriormente, por diversas vezes, tentou-se aprovar no Parlamento inglês medidas impositivas de sanções penais ao uso de informação privilegiada nos mercados de valores, mas nenhuma dessas tentativas prosperou. Em 1980, como apontado acima, introduziu-se no ordenamento jurídico inglês o *Companies Act*²⁵⁴, que considerou o *insider dealing* como delito, desde que observadas certas circunstâncias. Esta norma foi consolidada no *Companies Securities Act (Insider dealing) Act* de 1985²⁵⁵ que derogou aspectos da normativa anterior.

²⁵²Sobre o Ato das Companhias de 1950, vide: RIDER. B.A.K. *Insider trading*. Bristol: Jordan and Sons, 1983. pp. 11 e ss.

²⁵³PROENÇA, J. M. M. Op. cit. p. 245.

²⁵⁴Esta norma, em seu artigo 72, "considera criminosa a conduta de certas pessoas que ao transacionar com valores mobiliários, estejam na posse de informações confidenciais que possam afetar o preço de tais títulos (unpublished price sensitive information). Ao infrator, pode ser aplicada a penalidade de prisão por até dois anos e/ou multa" (PROENÇA, J. M. M. Op. cit., p. 246.)

²⁵⁵Conforme Naylor, a Lei dos Valores Mobiliários de 1985, na seção que trata do abuso de informação privilegiada, pretendia cumprir dois objectivos: (i) definir o termo "informação privilegiada"; e, (ii) proibí-lo como uma classe particular de pessoas ("pessoas ligadas") de negociar com base na informação reservada. Neste sentido, a referida legislação descreve, em termos gerais, a utilização por parte de certos indivíduos de

E, por sua vez, foi replicada ao *Financial Services Act* de 1986²⁵⁶, deixando o sistema britânico de ser auto-regulador²⁵⁷.

O *Insider Dealing Act* 1985 proibia pessoas que acessaram informação privilegiada em razão de sua posição na empresa (diretores, gerentes, empregados e ocupantes de outros cargos) de negociar os valores da companhia quando em posse deste tipo de informação. Também restou contemplada a proibição de que se fazer revelações seletivas destas informações a outras pessoas (*tipping*), proibindo-lhes de negociar com base na informação recebida. A norma também continha vedação dirigida às pessoas possuidoras de informação não tornada pública acerca da proposta de fusão de uma companhia, coibindo-lhes negociar os valores concernentes a esta.

A fim de atender as opiniões relacionadas na Diretiva 89/592, o Governo britânico apresentou um documento denominado *Changes to the law on insider trading – A consultive document* que, mais tarde, se converteu na Parte V do *Criminal Justice Act* de 1993, que substituiu o conteúdo das últimas normas mencionadas, entrando em vigor em 1º de março de 1994.

A Parte V do *Criminal Justice Act* prevê que o delito de *insider trading* engloba três classes fundamentais de conduta: (i) negociar valores baseados em informação privilegiada; (ii) encorajar outra pessoa que o faça; e, (iii) revelar dados privilegiados. As duas primeiras condutas devem recair sobre valores negociados no mercado regulado, considerando que a pessoa que negocia estes valores confia em intermediário profissional ou age por si mesma²⁵⁸.

informações sensíveis não tornadas públicas relacionadas com valores mobiliários cotados (NAYLOR, J.M. The use of criminal sanctions by UK and US authorities for insider trading: how can the two systems learn from each other? Part I. *Company Lawyer*. vol. 11, n. 3. p. 53). Conforme destaca Ashe, não é uma responsabilidade restrita, pois o iniciado primário deve saber que a informação que ele possui é sensível, e que não foi tornada pública (ASHE, M. *Insider dealing*. *The Company Law*. 1990, vol. 11, n° 7. p. 130).

²⁵⁶DE ANGELIS, D. Il "Financial Services Act" e la riforma del diritto dei valori mobiliari nel Regno Unito. *Rivista delle Società*. 1989, n. 1. pp. 401-448.

²⁵⁷Conforme observa Prieto Del Pino "debe reseñarse que la insuficiencia de las medidas autorreguladoras para combatir la utilización de información privilegiada en el mercado de valores y la consiguiente necesidad de intervención legal fue puesta de manifiesto en su momento por las autoridades tanto del *City Panel* como de la Bolsa, tradicionales partidarias de la autodisciplina no sólo en esta materia concreta" (PRIETO DEL PINO, A. M. Op. Cit., p. 253).

²⁵⁸*Criminal Justice Act. Section 52 - The offence*

(1) *An individual who has information as an insider is guilty of insider dealing if, in the circumstances mentioned in subsection (3), he deals in securities that are price-affected securities in relation to the information.*

(2) *An individual who has information as an insider is also guilty of insider dealing if—*

(a) *he encourages another person to deal in securities that are (whether or not that other knows it) price-affected securities in relation to the information, knowing or having reasonable cause to believe that the dealing would take place in the circumstances mentioned in subsection (3); or*

(b) *he discloses the information, otherwise than in the proper performance of the functions of his employment, office or profession, to another person.*

Na mesma linha da Diretiva de 1989, o CJA 1993 define o iniciado *primário* a partir da condição de detentor de informação privilegiada obtida por sua atuação como diretor, empregado ou acionista de um emissor, ou ainda por força de desempenho profissional, ofício ou função. Por outro lado, são considerados como iniciado *secundário* qualquer pessoa que tenha tido acesso à informação reservada, repassada por um iniciado *primário* (*tippee*)²⁵⁹. No entanto, para que se atribua essa responsabilidade ao iniciado primário ou secundário, tem-se exigido que a acusação comprove esse conhecimento obtido de forma direta ou indireta²⁶⁰.

A natureza da informação constitui um elemento essencial no que se refere ao *insider dealing*. No entanto, a delimitação da matéria não é simples. O CJA 1993 congregou alguns elementos caracterizadores da informação privilegiada: (i) que esta se relacione a um determinado valor mobiliário ou a um determinado emissor de valores; (ii) que a informação seja específica ou precisa; (iii) que não tenha sido feita pública e, se feita, fora capaz de produzir um impacto significativo no preço dos títulos. Conforme destaca Rider e Ashe, o objetivo desta legislação é abarcar a informação que esteja relacionada a um setor ou valor específico, excluindo informações de caráter geralista²⁶¹.

Em suma, a informação deve relacionar-se a um setor específico, bem como a um valor em particular. Por outro lado, a informação deve ser precisa e exata²⁶². O outro atributo usado para caracterização da informação privilegiada, nos termos do CJA 1993, está relacionado a sua publicidade. Assim, para considerá-la pública devem-se estar contempladas as seguintes circunstâncias cumulativas: (i) que a informação seja publicada conforme regras usuais do mercado com propósito de informar investidores e profissionais da área; (ii) que a

(3) *The circumstances referred to above are that the acquisition or disposal in question occurs on a regulated market, or that the person dealing relies on a professional intermediary or is himself acting as a professional intermediary.*

(4) *This section has effect subject to section 53.*

²⁵⁹Rider e Linklater enfatizam que o uso da palavra "individual" na descrição da conduta de negociação *insider* exclui a caracterização de empresas ou outras entidades como sujeitos *ativos* da conduta. No entanto, os autores observam que a definição de um indivíduo abrange, no entanto, sociedades ou assinaturas constituídas por uma coletividade de pessoas (RIDER, B. A. K.; e ELINKLATER, A. *Market abuse and insider trading*. London: Butterworths, 2002. p. 34).

²⁶⁰Conforme observa Alexander: "*It has been suggested that the requirement for the prosecution to prove this knowledge beyond reasonable doubt is a major reason why there have been so few convictions for insider dealing in the UK. Although the UK's record for successful prosecutions for insider dealing is admittedly less than impressive, it does remain better than that of any other Member State, including those where mere dealing when in possession of inside information is sufficient to incur liability*" (ALEXANDER, R. C. H. *Insider dealing and money laundering in the EU: Law and Regulation*. Hampshire: Ashgate, 2006, p. 78).

²⁶¹RIDER, B. A. K.; e ASHE, M. *Insider crime. The new law*. Bristol: Jordan, 1993. p. 30.

²⁶²Conforme explicam Rider e Ashe o acréscimo da palavra "precisa", qualificando a informação, é correto. Assim, não bastaria afirmar que uma determinada empresa contará com "aumento de capital". Para a configuração da informação privilegiada, é fundamental expressar o "montante" do aumento. A informação específica qualifica sua natureza privilegiada, enquanto que meros rumores ou dados indeterminados afastam sua caracterização (RIDER, B. A. K.; e ASHE, M. Op. cit., p. 32).

informação esteja contida em arquivos e, em razão de algum ato jurídico, foi tornada pública; e, por fim, (iii) a informação deve ser sensível, ou seja, capaz de produzir um efeito relevante sobre o preço dos valores cotados²⁶³.

O *Financial Services Act* 2000 (FSMA 2000) introduziu sanções de caráter financeiro em matéria de abuso de mercado²⁶⁴, fundamentalmente multas civis e administrativas²⁶⁵. Neste caso, a lei em questão se concentra no comportamento reprovável e não nos atributos da pessoa que o leva a cabo; assim, o iniciado corresponde a qualquer indivíduo que possua informação privilegiada²⁶⁶.

Por outro lado, o FSMA 2000 ampliou os poderes da *Financial Service Authority* (FSA), incluindo a possibilidade de tomar ações preventivas contra o abuso de mercado e perseguir os sujeitos envolvidos em operações praticadas com base na informação privilegiada. Assim, com o advento da Diretiva sobre Abuso de Mercado de 2005, o *FSA Code of Market Conduct* estabeleceu normas que deveriam ser observadas por todos aqueles que atuem nos mercados de valores britânicos, independentemente de agirem no Reino Unido ou o fizerem remotamente a partir de localidade estrangeira. Neste sentido, o Código de

²⁶³No entanto, a qualidade *sensível* da informação é avaliada com base numa hipótese, à medida que o seu impacto no mercado só pode ser apreciável no momento em que seja tornada pública, permitindo negociações com base na mesma.

²⁶⁴A expressão *abuso de mercado* inclui não apenas o uso de informações privilegiadas nos mercados de valores mobiliários, mas também dois outros comportamentos. A locução é empregada para fins de diferenciar os comportamentos abusivos previstos no FSMA 2000 das condutas criminosas. Conforme observa Alexander, o termo não está expresso no FSMA 2000, que não emprega diferentes definições para distintas categorias de abuso de mercado. Entretanto, de acordo com o referido autor, a *Financial Service Authority* prevê em seu Código de Conduta de Mercado (ALEXANDER, R. C. H. *Insider dealing and money laundering in the EU: Law and Regulation*. Hampshire: Ashgate, 2006, p. 79).

²⁶⁵FSMA 2000. Part VIII-Market abuse

118.—(1) “*For the purposes of this Act, market abuse is behaviour Market abuse.*

(whether by one person alone or by two or more persons jointly or in concert)—

(a) which occurs in relation to qualifying investments traded on a market to which this section applies;

(b) which satisfies any one or more of the conditions set out in subsection (2); and

(c) which is likely to be regarded by a regular user of that market who is aware of the behaviour as a failure on the part of the person or persons concerned to observe the standard of behaviour reasonably expected of a person in his or their position in relation to the market.

(2) The conditions are that—

(a) the behaviour is based on information which is not generally available to those using the market but which, if available to a regular user of the market, would or would be likely to be regarded by him as relevant when deciding the terms on which transactions in investments of the kind in question should be effected;

(b) the behaviour is likely to give a regular user of the market a false or misleading impression as to the supply of, or demand for, or as to the price or value of, investments of the kind in question;

(c) a regular user of the market would, or would be likely to, regard the behaviour as behaviour which would, or would be likely to, distort the market in investments of the kind in question”.

²⁶⁶FSMA 200. “*Section 123.—(1) If the Authority is satisfied that a person (“A”)—*

(a) is or has engaged in market abuse, or

(b) by taking or refraining from taking any action has required or encouraged another person or persons to engage in behaviour which, if engaged in by A, would amount to market abuse, it may impose on him a penalty of such amount as it considers appropriate”.

Conduta, bem como as demais medidas e procedimentos adotados pela FSA tiveram como objetivo o desenvolvimento e manutenção da transparência dos mercados²⁶⁷.

Assim, o FSMA 2000 representa uma importante extensão dos poderes outorgados ao órgão regulador do mercado para combater o abuso de mercado em geral. Cabe destacar o discurso de Cole, diretora do departamento de prosseguimento da FSA, durante o XXVI *Cambridge Symposium on Economic Crime*, em agosto de 2008, ao enfatizar a nocividade da conduta de *insider dealing* para os mercados em geral, afirmando que o uso informação privilegiada não resulta somente injusto em relação aos demais investidores, mas também ameaça a saúde dos mercados como um todo²⁶⁸. Neste sentido, destacou que, apesar do impacto das sanções civis e administrativas no mercado, desde o advento da FSA, considera-se que a ameaça de uma sanção criminal resulta muito mais efetiva no que se refere ao seu poder de desestímulo.

Em conclusão, observa-se que o Reino Unido migrou de um modelo auto-regulatório para a criminalização das condutas relacionadas com o abuso de mercado, dentre as quais se inclui o *insider dealing* e que, à luz das últimas normativas e manifestações públicas por parte das autoridades (FSA), vislumbra-se o incremento da utilização destas sanções penais neste âmbito.

4.2. França.

Costuma-se afirmar que a tutela penal do mercado de capitais encontra sua origem remota no Código Penal francês de 1810, responsável por contemplar o crime de manipulação de preços²⁶⁹.

No Direito francês, as operações caracterizadas pelo abuso de informação privilegiada no mercado de valores são conhecidas como *Délit d'initie*. Conforme destacado por Hernández Sainz, a normativa francesa dá mais importância ao sujeito da infração²⁷⁰.

²⁶⁷No entanto, conforme destacado por Cole, a responsabilidade de garantir a idoneidade dos mercados não é apenas atribuível à FSA, mas também é responsabilidade dos seus participantes. A esse respeito, a FSA recomenda expressamente que as empresas monitorem seus conflitos de interesse de forma adequada, e também enfatiza a importância de fornecimento dos relatórios das operações suspeitas, bem como o dever das companhias relatarem qualquer comportamento incorreto por parte de seus funcionários (COLE. M. *Insider dealing in the City. Speech in the London School of Economics (17 March 2007)*. 2007. Disponível em: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2007/0317_mc.shtml. Acesso em: 19.10.2008).

²⁶⁸COLE. M. *After dinner remarks at Cambridge Symposium on economic crime. Speech in the 26th International Symposium on Economic Crime (3 September 2008)*. 2008. Disponível em: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2008/0901_mc.shtml. Acesso em: 18.10.2008.

²⁶⁹PINTO, F. L. C. Op. cit. p. 38-39.

²⁷⁰HERNÁNDEZ SAINZ. E. *La prohibición de los abusos de información privilegiada en el Derecho del mercado de valores francés. Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. 1998, n. 71. p. 749.

A legislação francesa é considerada a mais antiga da Europa em matéria de *insider trading*, combinando sanções administrativas e penais. Não foi pautada diretamente pela Diretiva 89/592, pois, no momento da entrada em vigor desta última, a França contava com uma legislação muito próxima dos objetivos gerais da norma geral europeia, de caráter punitivo, tanto no âmbito administrativo, quanto no penal.

Em 1967, com a edição da Ordenança 833, de 28 de setembro de 1967, foi instituída a *Comissão das Operações da Bolsa (COB)*, órgão de supervisão e controle dos mercados de valores, a quem foi atribuída a função de "fiscalizar a informação dos portadores de valores mobiliários e do público em geral sobre as sociedades que apelam à poupança, e sobre os títulos emitidos por estas sociedades, bem como de zelar pelo bom funcionamento das Bolsas de Valores"²⁷¹.

O mesmo diploma legal também modificou a Lei de Sociedades Mercantis de 1966, determinando que o presidente de companhia, administradores, diretores, membros do conselho e empregados, que possuam informações privilegiadas a respeito da evolução técnica, comercial ou financeira, em prazo estabelecido por Decreto, assumem o dever de *conversão* de suas ações emitidas pela companhia ou empresas do grupo e expostas à negociação em bolsa de valores, transformando-as em nominativas ou deixando-as em custódia no banco. O mesmo se aplica quando os titulares foram os filhos menores, não emancipados e respectivos cônjuges. Ainda, determina-se a comunicação à COB de quaisquer operações realizada com as ações referidas²⁷².

Três anos mais tarde, com as emendas posteriores à Ordenança de 1967²⁷³, foi adicionado o artigo 10.1²⁷⁴, considerando ilícita a utilização de informação privilegiada, estendendo a autoria destas práticas aos diretores, funcionários graduados, suas esposas, filhos, dependentes e a qualquer pessoa que, no exercício de suas atividades profissionais, vieram a ter acesso a informações privilegiadas. Além disso, foram incrementadas as penas relativas ao *insider trading*. No entanto, não ficava muito claro o que se queria castigar, se unicamente o uso de informação privilegiada a partir de uma relação especial com a

²⁷¹COMPARATO, F. K. Insider trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais, *In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 2, 1971.

²⁷²O artigo 485-1 da Lei francesa de Sociedades Mercantis sanciona criminalmente o não cumprimento das obrigações referidas (PROENÇA, J. M. M., Op. cit., p. 249).

²⁷³Lei n. 83-1, de 03 de janeiro de 1983 (J.O. de 04.01.1983) e Lei n. 88-70, de 22 de janeiro de 1988 (J.O. de 23 de janeiro de 1988).

²⁷⁴Lei n. 70-1208, de 23 de dezembro de 1970 (J.O. de 24 de dezembro de 1970).

sociedade, ou também a utilização da informação confidencial a respeito de a uma sociedade com a qual não se teve uma relação especial²⁷⁵.

A Lei 88-70 estendeu a proibição do *marché à terme*, ao mesmo tempo em que separou a necessidade de se demonstrar a relação de causalidade entre a posse de informação privilegiada e a operação concreta realizada no mercado.

Posteriormente, a Lei 89-531, de 4 de agosto de 1989, relativa à segurança e transparência dos mercados financeiros, proporcionou autoridade à COB para impor sanções administrativas pelas violações a seus próprios regulamentos, alterou as regras relacionadas às ofertas públicas de aquisição, agravou as penalidades para o *insider trading*, além de ter inserido a figura do *tippee*, penalizando com multa de 10.000 a 100.000 francos suíços aqueles que divulguem informações privilegiadas, ainda que sem fins fraudulentos. Por isso, conforme assinala Gómez Iniesta, impacta pensar que o próprio órgão encarregado da supervisão dos mercados tenha elaborado um regulamento que define como ilícito administrativo as operações de iniciados com informação privilegiada, revelando-se este mesmo órgão como competente para impor sanções correspondentes ao Regulamento 90.08 de 1990²⁷⁶. Vale dizer: no sistema francês, admite-se a possibilidade de dupla incriminação a respeito do *insider trading*, tanto por meio da tutela penal, como também por parte do órgão administrativo de controle²⁷⁷.

Então, foi a COB que promulgou o Regulamento 90-08 (J.O., de 20.07.1990), diretamente voltado ao combate ao *insider trading*, prevendo sanções administrativas contra essas práticas. Em seu artigo 1º, foi estabelecida uma definição para informação privilegiada, considerada como de caráter não público, precisa, concernente a um ou vários emissores de valores, um ou mais valores mobiliários, um ou mais contratos negociáveis a termo, um ou mais produtos financeiros, que poderiam ter uma incidência sobre o curso do valor, do contrato ou do produto financeiro relativo.

Assim, conforme destaca Gaillard, na legislação francesa passaram a coexistir dois grupos de normas aplicáveis ao *insider trading*: a Ordenança de 1967 (e suas respectivas

²⁷⁵GÓMEZ INIESTA, D. J., Op. cit., p. 85.

²⁷⁶Idem. p. 87.

²⁷⁷No entanto, o Conseil Constitutionnel considerou que a imposição simultânea ao mesmo caso, de ambas as sanções, administrativa e criminal, não é inconstitucional (Decisão do *Conseil Constitutionnel* n. 89.200, de 28 de julho de 1989, J. O., de 1º de agosto de 1989, p. 9.676).

emendas) e o Regulamento 90-08. Por isso, ambas as normas devem ser consultadas no momento de incriminar uma determinada conduta²⁷⁸.

O aprofundamento no sistema francês do delito de iniciados produz uma troca de paradigma, pois, diferente do modelo americano, considera que a proibição do uso de informação privilegiada possui como fundamento de validade a proteção da igualdade entre os investidores e a confiança que estes depositam no mercado²⁷⁹. Por isso, o ponto nevrálgico, da incriminação está em fixar as condutas que produzem a lesão, tornando imprescindível a determinação do conceito de informação privilegiada. Conforme assinala Hernández Sainz, “partindo dessas premissas, o Direito francês conseguiu chegar a uma concepção mais elaborada da proibição, de forma que abrange todas as condutas que, intuitivamente, podemos designar como operações de iniciados”²⁸⁰.

Com a promulgação da Lei 96-597, o mercado de valores francês foi alcançado por uma reforma global com o objetivo de adequá-lo à Diretiva de Serviços de Investimento. Esta reforma produziu alterações nas normas referentes aos delitos do mercado de valores, reformulando a capitulação do delito de manipulação de cotações, o de difusão de informações falsas ou enganosas e o delito de iniciados²⁸¹.

O *Code Monétaire Financier*, criado pela Ordenança 1223, de 14 de dezembro de 2000 (J. O., de 16.12.2000), na Seção 1, Capítulo V, Título VI, regulamentou as disposições penais aplicáveis aos mercados, especialmente as infrações relativas à proteção dos investidores. No artigo 10-1²⁸², foi prevista punição com 2 (dois) anos de reclusão e multa de dez milhões de francos, cujo montante pode ser ultrapassado se for proporcional ao lucro

²⁷⁸GAILLARD, E. *Insider trading. The laws of Europe, the United States and Japan*. Doventer-Boston: Kluwer Law and Taxation Publishers, 1992. p. 60.

²⁷⁹HERNÁNDEZ SAINZ, E. Op. cit. p. 751.

²⁸⁰Idem. Op. cit. p. 752.

²⁸¹Ibidem. Op. cit. p. 766.

²⁸²Article 10-1: “Est puni de deux ans d'emprisonnement et d'une amende de dix millions de francs dont le montant peut être porté au delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit, le fait, pour les personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé de réaliser ou de permettre de réaliser, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations. Est puni de six mois d'emprisonnement et de cent mille francs d'amende le fait, pour toute personne disposant dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions d'une informations privilégiée sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis su un marché réglementé, de la communiquer à un tiers en dehors du cader normal de sa profession ou de ses fonctions. Est puni des peines au premier alinéa le fait, pour toute personne, de répandre dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé de nature à agir sur les cours”.

obtido, sem que a multa possa ser inferior ao proveito alcançado, aos dirigentes de uma sociedade, na forma dos artigos 225-109 do Código de Comércio e demais pessoas ali mencionadas que, em razão de seu exercício profissional, de suas funções, façam uso de informação privilegiada sobre as perspectivas ou situação dos emissores, cujos títulos são negociados num mercado regulado, venham realizar, permitir, direta ou por pessoa interposta, uma ou mais operações antes que estas se façam públicas. Foi previsto ainda que será punido com seis meses de reclusão e multa de cem mil francos qualquer pessoa que disponha, por exercício de sua atividade profissional ou função, de informação privilegiada sobre as perspectivas ou a situação de um emissor cujos títulos são negociados em mercado regulado, ou ainda sobre as perspectivas de evolução do instrumento financeiro, comunicando a um terceiro fora do âmbito normal de sua atividade.

Também incorrerá nas mesmas penas da seção primeira do artigo 10-1 quem divulgar qualquer informação falsa ou enganosa sobre as perspectivas ou situações de um emissor cujos títulos sejam negociados em um mercado regulado ou sobre as perspectivas da evolução de um instrumento financeiro admitido em um mercado controlado de modo a alterar seu curso natural.

No entanto, no ano de 2003, foram produzidas importantes alterações a respeito da legislação relacionada ao âmbito financeiro. A Lei 2003-706 (J. O., de 02.08.2003), voltada à segurança financeira dos mercados, criou a *L'Autorité des marchés financiers* (AMF), instituição derivada da fusão da *Commission des opérations de bourse* (COB), do *Conseil des marchés financiers* (CMF) e do *Conseil de discipline de la gestion financière* (CDFG), com o que se revogou a Ordenança 67-833.

A AMF, enquanto autoridade regente do mercado, concentra funções de regulamentação, autorização, supervisão e sanção dos mercados financeiros. Foi criada com o objetivo de reforçar transparência e proteção dos instrumentos financeiros, fundos de investimento e economia pública. Em última análise, objetiva-se garantir informação adequada aos investidores e o bom funcionamento do mercado financeiro.

Tratando-se de *insider trading*, deve se levar em conta o *Règlement General del l'Autorité des marches financiers*, homologado pela Decisão de 12 de novembro de 2004 (J. O., de 24.11.2004) e modificado pela Decisão de 15 de abril de 2005 (J. O., de 22.04.2005), dedicando seu Livro VI ao abuso de mercado, contemplando a disciplina geral das operações de iniciados e demais manipulações do mercado, sendo que, em seu Título II dispõe especificamente sobre as *opération d'initie*.

O artigo 621-1 conceitua informação privilegiada como sendo aquela de caráter preciso, não pública, concernente, direta ou indiretamente, a um ou vários emissores de instrumentos financeiros, ou a um ou vários ativos financeiros e que, caso tornada pública, seria suscetível de provocar sensível influência nas cotações dos instrumentos financeiros correspondentes. Além disso, disciplina como informação precisa aquela concernente a um evento específico, conjunto de circunstâncias, ou que seja passível de ocorrência e que permita chegar a uma conclusão quanto aos possíveis efeitos destas circunstâncias ou destes eventos sobre o curso dos instrumentos financeiros a eles relacionados²⁸³.

O mesmo dispositivo determina que a informação deva ser capaz de influenciar o curso dos instrumentos financeiros correspondentes ou dos ativos financeiros derivados relacionados à mesma, além de ser suscetível de ser utilizada pelo investidor como fundamento para a tomada de decisões acerca dos valores sobre os quais recai a operação que se pretende levar a cabo²⁸⁴.

A respeito aos instrumentos derivados de produtos de base, o artigo 621-2²⁸⁵ estabelece que se considere informação privilegiada um dado preciso tornado público, relacionado, direta ou indiretamente, com um ou mais instrumentos derivativos e que os operadores dos mercados esperariam receber conforme práticas ali admitidas. Além disso, a

²⁸³ *Article 621-1: «Une information privilégiée est une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés.*

Une information est réputée précise si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers qui leur sont liés.

Une information, qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés est une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement ».

²⁸⁴ "No que tange à jurisprudência francesa, tem essa aceito a extensão do conceito de insider. Um jornalista financeiro, por exemplo, foi condenado porque, após entrevistar funcionários de uma companhia, passou a comprar ações por ela emitidas e, depois de publicar um artigo de jornal comentando as informações dessa forma coligadas, vendeu os títulos e lucrou substancialmente. Sua condenação deveu-se ao fato de haver obtido uma informação confidencial no exercício de sua profissão, dela prevalecendo-se, posteriormente, para realizar transações vantajosas" (PROENÇA, J. M. M. Op. cit., p. 250).

²⁸⁵ *Article 621-2: "Pour les instruments dérivés sur produits de base, constitue une information privilégiée une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs de ces instruments dérivés et que les utilisateurs des marchés sur lesquels ces instruments dérivés et que les utilisateurs des marchés sur lesquels ces instruments dérivés sont négociés s'attendraient à recevoir conformément aux pratiques de marché admises sur ces marchés, lorsque cette information :*

1° Est périodiquement mise à la disposition de leurs utilisateurs ou ;

2° Est rendue publique en application de la loi, des règlements ou des règles de marché, de contrats ou d'usages propres au marché du produit de base sous-jacent ou au marché d'instruments dérivés sur produits de base concernés".

regulamentação ainda tratou das pessoas encarregadas na execução das ordens concernentes a instrumentos financeiros, tratando como informação privilegiada toda notícia transmitida por um cliente, a fim de atender a ordens do mesmo, de natureza precisa que se refira, direta ou indiretamente, a um ou vários emissores de ativos, um ou vários valores mobiliários que, se fosse pública, seria suscetível de provocar uma sensível influência sobre o curso dos instrumentos financeiros concorrentes ou dos instrumentos financeiros com que se relaciona²⁸⁶.

Definitivamente, o Direito francês proporciona um conceito elaborado da proibição do delito de iniciados, abrangendo todas as condutas que poderiam caracterizar o ilícito, além de precisar o que se entende por informação privilegiada.

4.3. Itália.

Por ocasião da expedição da Diretiva 89/592, o ordenamento jurídico italiano não disciplinava de maneira cabal o uso de informação privilegiada. O tema relativo ao *insider trading* foi, então, regulado pela Lei 157, em 17 de maio de 1991 ("*Norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le società e la borsa*").

Até aquele momento, vislumbraram-se tentativas esparsas, por setores de fiscalização, de imputar acusações contra os *insiders* buscando a aplicação do artigo 501 do Código Penal Italiano que dispõe sobre a difusão de informação falsa, exagerada ou nociva direcionada a alterar os preços das mercadorias, incluindo os valores cotados. O foco principal destes procedimentos eram os jornalistas financeiros. À margem do citado artigo, algumas regras específicas puniam outros comportamentos específicos. É o caso, por exemplo, da Lei 77, de 23 de março de 1983, que proibiu aquisição de participações em fundos de investimento da companhia que gere o fundo, assim como por outras companhias em que os diretores são atuantes. Ainda é o caso de registrar que o artigo 326 do Código Criminal italiano tipifica a conduta dos oficiais públicos que venham a se utilizar impropriamente de informações confidenciais para alcançar benefícios.

²⁸⁶Article 621-3 : "Pour les personnes chargées de l'exécution d'ordres concernant des instruments financiers, constitue également une information privilégiée toute information transmise par un client qui a traité aux ordres en attente de ce client, est d'une nature précise, se rapporte directement ou indirectement, à un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers ou à un ou plusieurs instruments financiers et serait susceptible, si elle était rendue publique, d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés".

Posteriormente, com o objetivo de atender as regras comunitárias, especialmente a Diretiva 2003/6/CE sobre o abuso de mercado, a legislação italiana foi reformulada, introduzindo um rigor repressivo sem precedentes no segmento do Direito penal econômico²⁸⁷. Este rigor punitivo se observa facilmente na Lei 262, de 28 de dezembro de 2005, relacionada à tutela do mercado financeiro, cujo artigo 39 dobrou a sanção penal e quintuplicou a sanção administrativa prevista no Decreto Legislativo 58, de 24.02.1998²⁸⁸, resultando no *Testo Unico della Finanza* (TUF).

Por sua vez, a Lei 62, de 18 de abril de 2005, adequou o ordenamento italiano ao modelo da disciplina comunitária, adaptando a figura do *insider trading*, bem como produziu alterações a respeito do poder de investigação e de sanção atribuído à *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* (CONSOB), tratando das funções de vigilância deste órgão²⁸⁹.

Neste sentido, foi desenhado um novo quadro normativo representado, fundamentalmente, pela parte V do *Testo Unico della Finanza*²⁹⁰, no qual, em seu título I-bis,

²⁸⁷CARBONE, P. *Tutela civile del mercato e insider trading*, vol. 2 (profili di comparazione), Milano. 1993.

²⁸⁸Art. 39. (*Aumento delle sanzioni penali e amministrative*).

1. Le pene previste dal testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dalla legge 12 agosto 1982, n. 576, e dal decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124, sono raddoppiate entro i limiti posti per ciascun tipo di pena dal libro I, titolo II, capo II, del codice penale.

2. Al codice civile sono apportate le seguenti modificazioni:

a) all'articolo 2625, dopo il secondo comma è inserito il seguente:

«La pena è raddoppiata se si tratta di società con titoli quotati in mercati regolamentati italiani o di altri Stati dell'Unione europea o diffusi tra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'articolo 116 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58»;

b) all'articolo 2635, dopo il secondo comma è inserito il seguente:

«La pena è raddoppiata se si tratta di società con titoli quotati in mercati regolamentati italiani o di altri Stati dell'Unione europea o diffusi tra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'articolo 116 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58»;

c) all'articolo 2638, è aggiunto, in fine, il seguente comma:

«La pena è raddoppiata se si tratta di società con titoli quotati in mercati regolamentati italiani o di altri Stati dell'Unione europea o diffusi tra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'articolo 116 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58».

3. Le sanzioni amministrative pecuniarie previste dal testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dalla legge 12 agosto 1982, n. 576, e dal decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124, che non sono state modificate dalla presente legge, sono quintuplicate.

4. All'articolo 4, comma 1, lettera h), della legge 29 luglio 2003, n. 229, dopo il numero 1) è inserito il seguente:

«1-bis) raddoppiando la misura delle sanzioni penali e quintuplicando la misura massima delle sanzioni amministrative pecuniarie determinate in una somma di denaro, ad eccezione delle sanzioni previste dalla legge 12 agosto 1982, n. 576, e successive modificazioni».

5. Le sanzioni pecuniarie previste dall'articolo 25-ter del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231, sono raddoppiate.

²⁸⁹BONIN A., *La riforma europea degli abusi di mercato*. Tesi di Laurea Magistrale, Università di Siena, Economia e gestione degli intermediari finanziari. MAR/MAD II, Siena, 2015.

²⁹⁰Em comentários à disciplina legal *revogada*, Sergio Seminara anotava que: "Comenzando por la vertiente formal, los sujetos activos insiders son definidos, en el art. 180, párrafo 1, como aquellos que están en posesión de informaciones privilegiadas [por razón de la participación en el capital de una sociedad, o del ejercicio de

nominado *Abuso di mercato*, foram incluídas desde disposições gerais sobre o *insider trading*, como ainda sanções penais e administrativas, regulando-se ainda os poderes atribuídos à CONSOB, incluindo-se aí a relação entre o procedimento penal e administrativo sancionador.

No que concerne ao *insider trading*, o tipo penal foi mantido no artigo 184 do TUF²⁹¹, enquanto que a configuração do ilícito administrativo foi prevista de forma *residual*, na forma do artigo 187-bis TUF. De acordo com a atual normativa italiana, qualquer pessoa que viole a proibição de utilização de informação privilegiada, não restando configurado ilícito penal, estará sujeita à sanção administrativa, conforme disposto na primeira seção do artigo 187-bis TUF²⁹². O conceito de informação privilegiada, por sua vez, estava contemplado no artigo 181 TUF²⁹³, mas o referido dispositivo foi revogado pelo art. 4o do Decreto legislativo n. 107, de 10.08.2018 (GU. n. 214, de 14.09.2018), que entrou em vigor em 29.09.2018.

una función, inclusive pública, de una profesión o de un oficio]. Las diferencias respecto de la formulación del art. 2o, párrafo 1, Ley núm. 157/1991 - que se refiere a los que posean conocimientos reservados [obtenidos en virtud de la participación en el capital de una sociedad o por razón del ejercicio de una función, inclusive pública, de una profesión o de un oficio] - resultan apreciables exclusivamente en un plano terminológico" (SEMINARA, Sergio. El nuevo delito de insider trading en el ordenamiento jurídico italiano. In: In: FARALDO CABANA, P. e VALEJE ÁLVAREZ, I. (coord.). *I Congreso hispano-italiano de derecho penal económico*. 1998, p. 143).

²⁹¹Art. 184 (Abuso di informazioni privilegiate)

1. È punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro tre milioni chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio:

a) acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime;

b) comunica tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio o di un sondaggio di mercato effettuato o di un sondaggio di mercato effettuato o di un sondaggio di mercato effettuato o di un sondaggio di mercato effettuato ai sensi dell'articolo 11 del regolamento (UE) n. 596/2014;

c) raccomanda o induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a).

2. La stessa pena di cui al comma 1 si applica a chiunque essendo in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose compie taluna delle azioni di cui al medesimo comma 1.

3. Il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo.

3-bis. (...)"

²⁹²Art. 187-bis. (...) "1. Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da ventimila euro a cinque milioni di euro chiunque viola il divieto di abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate di cui all'articolo 14 del regolamento (UE) n. 596/2014".

²⁹³"Ma la disposizione di maggiore interesse è certamente l'articolo 181 interamente dedicato alla nozione di informazione privilegiata, la norma è congegnata secondo un ordine scalare di definizioni che tendono a delinearne il più precisamente possibile il contenuto" (CAROLI-CASAVOLA, G. G. *Responsabilità civile da insider trading nel diritto statunitense: profili comparatistici*. Tesi: Dipartimento di Giurisprudenza, LUISS Guido Carli: Libera Università internazionale degli studi sociali, 2012. p. 83).

Por outro lado, seguindo as diretrizes da Diretiva 2006/6/CE e, de forma similar ao que acontece na França, a legislação italiana se aplica às operações levadas a cabo no estrangeiro, abarcando instrumentos financeiros admitidos à negociação no mercado italiano, ou se foi solicitado a admissão dos mesmos nestes mercados. No entanto, a previsão da seção 2 do artigo 182 do *Testo Unico della Finanza* é tão ampla que se a conduta venha a ser praticada em outro país, ainda assim, está coberta pela legislação italiana²⁹⁴.

Por fim, cabe repisar que a Diretiva 2003/6/CE dispôs que os Estados membros estabeleceriam, no mínimo, sanções administrativas às pessoas responsáveis pelas condutas nominadas, fundamentalmente operações com informação privilegiada e manipulações de mercado, a fim de alcançar certa uniformidade normativa entre aqueles países europeus. O legislador italiano manteve, então, o artigo 187-bis TUF, prevendo infração administrativa em matéria de utilização de informação privilegiada nos mercados de valores, aplicável aos demais casos em que não restar configurado o ilícito penal (hipótese excludente).

4.4. Portugal.

O ordenamento português proíbe a utilização de informação privilegiada nos mercados de valores, à medida que a sua transmissão ou utilização indevida previamente à divulgação pública, pode colocar em perigo o regular funcionamento do sistema, além de frustrar operações em curso, gerando vantagens ilegítimas a alguns investidores em detrimento dos demais.

Com a repressão criminal do uso de informação privilegiada nos mercados de valores pretendeu-se reforçar o grau de confiança dos investidores portugueses por meio da regulamentação das condições de circulação da informação relevante ou possibilidade de seu uso²⁹⁵. Neste sentido, observa-se que a legislação portuguesa acerca do delito de abuso de informação encampou um conjunto de comportamentos que são proibidos na generalidade dos mercados de valores.

Assim, a responsabilidade pela prática de insider foi veiculada na ordem jurídica portuguesa por meio do *Código das Sociedades Comerciais* (CSC), previsto em seus artigos

²⁹⁴Art. 182. "Salvo quanto previsto dal comma 1, le disposizioni degli articoli 184, 185, 187-bis e 187-ter si applicano ai fatti concernenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altri Paesi dell'Unione europea".

²⁹⁵PINTO. F. L. C.Op. cit. p. 41.

449 e 450²⁹⁶. Mais tarde, por força do Decreto-lei n. 184/87, de 21 de abril, a matéria foi albergada no artigo 524 do *Código das Sociedades Comerciais*, que tipificou o crime de abuso de informações. Por sua vez, o artigo 524 do *Código das Sociedades Comerciais* foi revogado em 1991, quando da entrada em vigor do *Código do Mercado de Valores Mobiliários* (CódMVM), o qual passou a disciplinar o crime de abuso de informação em seu artigo 666, aplicável ao mercado de valores mobiliários.

Em seguida, o Código de Valores Mobiliários de Portugal (CdMVM), alterado pelo Decreto Lei 486, de 13 de novembro de 1999, tipificou o delito de *insider trading* em seu artigo 378²⁹⁷, revogando o dispositivo 666 do Código de Valores Mobiliários anterior (Decreto Lei 142-A/91, de 10 de abril).

²⁹⁶Art. 449: “1. O membro do órgão de administração ou de fiscalização de uma sociedade anónima, bem como a pessoa que, por motivo ou ocasião de serviço permanente ou temporário prestado à sociedade, ou no exercício de funções públicas, tome conhecimento de fatos relativos à sociedade aos quais tenha sido dada publicidade e sejam susceptíveis de influenciarem o valor dos títulos por ela emitidos e adquira ou aliene acções ou obrigações da referida sociedade ou de outra que com ela esteja em relação de domínio ou de grupo, por esse modo conseguindo um lucro ou evitando uma perda, deve indemnizar os prejudicados, pagando-lhes quantia equivalente ao montante da vantagem patrimonial realizada; não sendo possível identificar os prejudicados, deve o infractor pagar a referida indemnização à sociedade.

2. Respondem nos termos previstos no número anterior as pessoas nele indicadas que culposamente revelem a terceiro os factos relativos à sociedade, ali descritos, bem como o terceiro que, conhecendo a natureza confidencial dos factos revelados, adquira ou aliene acções ou obrigações da sociedade ou de outra que com ela esteja em relação de domínio ou de grupo por esse modo conseguindo um lucro ou evitando uma perda.

Se os fatos referidos no n.º 1 respeitarem à fusão de sociedades, o disposto nos números anteriores aplica-se às acções e obrigações das sociedades participantes e das sociedades que com elas estejam em relação de domínio ou de grupo.

4. O membro do órgão de administração ou do órgão de fiscalização que pratique alguns dos factos sancionados no n.º 1 ou no n.º 2 pode ainda ser destituído judicialmente, a requerimento de qualquer accionista.

5. Os membros do órgão de administração devem zelar para que outras pessoas que, no exercício de profissão ou actividade exterior à sociedade, tomem conhecimento de factos referidos no n.º 1 não se aproveitem deles nem os divulguem”.

²⁹⁷Art. 378. Abuso de informação.

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, 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

Ou seja, o atual Código de Valores Mobiliários (CdVM) alocou o crime de abuso de informação no artigo 378, o qual, por sua vez, sofreu alterações pontuais em relação à matéria com o advento (i) do Decreto-Lei n. 52, de 15.03.2006; (ii) da Retificação n. 21, de 30.03.2006; (iii) da Lei n. 28, de 19.06.2009, Além disso, em 18.11.005 foi publicada a Lei n. 55/2005 que autorizou as autoridades portuguesas a regular os crimes de abuso de informação e de manipulação do mercado, no âmbito do mercado de valores mobiliários, criando-se condições necessárias para a incorporação da Diretiva 2003/6/CE do Parlamento e do Conselho europeus à ordem jurídica interna.

Portanto, em sua redação atual, na seção primeira do artigo 378, proíbe-se a utilização de informação privilegiada por parte daquelas pessoas que a obtenham em razão da sua condição de titular de órgão de administração, de fiscalização de um emitente de valores; ou que sejam titulares de uma participação no respectivo capital da empresa; ou que a acessem em razão de trabalho ou prestação de serviços, com carácter permanente ou ocasional, a um emitente ou a outra entidade; ou em razão de profissão, exercício de função pública; ou obtida por meio de fato ilícito ou que suponha tal prática. A estas pessoas proíbe-se a transmissão a qualquer outro indivíduo fora do âmbito normal de suas funções que, com base na informação privilegiada, transmita-a, negocie, aconselhe alguém a negociar em valores mobiliários, ou ordene subscrição, aquisição, venda ou troca, direta ou indiretamente, para si ou para outro²⁹⁸. As hipóteses penais previstas na seção 1 do artigo 378 do CVM são punidas com pena de prisão de até 05 (cinco) anos ou com imposição de multa.

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 mercados.

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.

²⁹⁸Oportuno registrar a crítica de José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos, ao afirmarem que: "Se, por um lado, esta proibição, à luz dos valores protegidos pelo crime de abuso de informação, é sustentada porque visa deter a propagação, gerida selectivamente, da informação privilegiada, por outro lado, se ela for exasperada, manifestar-se-á contraproducente e nefasta para o desenvolvimento da actividade da entidade emitente" (COSTA, J. F. e RAMOS, M. E. Op. cit., p. 75).

Por outro lado, a seção 2 do art. 378 do CVM prevê a pena de prisão de até 04 (quatro) anos e multa de até 240 dias para quaisquer pessoas não abrangidas no tipo anterior que, tendo conhecimento de informação privilegiada, transmita a outrem, ou, com base na mesma, negocie, aconselhe alguém a negociar, ordene subscrição, aquisição, venda ou troca, direta ou indiretamente, para si ou para outrem. Assim, o Código de Valores Mobiliários português inclui no conceito de insider os *corporate insiders*, os *insiders* não institucionais, os *temporary insiders*, assim como os *tippees*. Saliente-se, ademais, que os tipos previstos no ordenamento português não incluem as pessoas jurídicas, voltando-se à punição exclusiva de pessoas físicas²⁹⁹.

No entanto, ficam excluídas do âmbito da incriminação as operações levadas a cabo pelo Banco Central Europeu, por um Estado, ou pelos Bancos centrais ou qualquer outro organismo designado por um Estado, por razões de política monetária, cambial ou gestão de dívida pública, operações de troca de ações próprias (Seção 5).

Além disso, o artigo 378 do Decreto Lei 486/99, em sua seção 3, define o que se deve entender por informação privilegiada, qualificando-a como não pública, de aspecto preciso e que diga respeito direta ou indiretamente, a qualquer emitente ou a valores imobiliários, cuja eventual publicidade poderia influenciar de maneira sensível o seu preço no mercado de valores. A seção 4, ao seu turno, refere-se à informação privilegiada aplicável aos instrumentos derivativos, compreendendo-a como aquela não tornada pública, com caráter preciso, relacionada a um ou mais desses instrumentos derivados, e que os operadores do mercado esperam receber ou teriam direito de receber conforme práticas de mercado.

Deste modo, em ambos os casos (Seção 3 e 4) estão excluídos do conceito de informação privilegiada os meros rumores, referências difusas, notícias vagas que não descrevem com precisão a materialidade e objetividade da conduta³⁰⁰. Além disso, no caso da Seção 3, a informação deve ser capaz de influir na cotação dos valores a que se refere. Neste sentido, a respeito da idoneidade da informação privilegiada, aplica-se um juízo de prognose,

²⁹⁹"Inexistindo uma disposição que alargue a punição por crime de abuso de informação às pessoas colectivas, só as pessoas singulares são susceptíveis de responsabilização penal pela prática deste crime. Resta-nos, pois, concluir que a não punição das pessoas colectivas pelo crime de abuso de informação constitui uma opção político-criminal que poderá, em outra conjuntura, sofrer alterações. Em conclusão: a) para efeitos do crime de abuso de informação, só as pessoas singulares são sujeitos de punição criminal; b) as pessoas colectivas poderão, no entanto, ser responsabilizadas pela prática de contra-ordenações quando o facto relevante for um ilícito de mera ordenação social" (COSTA, J. F. e RAMOS, M. E. Op. cit., p. 89-90).

³⁰⁰A *contrario sensu*, estão excluídas da configuração de notícias *difusas*, os casos em que "as circunstâncias presentes tornem a fonte da informação de tal forma fidedigna que nenhum cidadão normalmente diligente poria em dúvida a respectiva veracidade e origem ilícita" (PERES, J.J. V. O delito de "insider trading" e a obrigação de informação. In BASTO, J. G. X. et. al. *Problemas societários e fiscais do mercado de valores mobiliários*. Lisboa: Fisco. 1992. p. 91).

ou seja, sua suscetibilidade *ex ante*, a fim de verificar a mera possibilidade da informação influenciar a cotação de determinado valor³⁰¹.

Portanto, a supervisão técnica dos mercados de valores mobiliários português está a cargo da *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários* (CMVM). O Código de Valores Mobiliários português dedica seu Título VII à supervisão e regulação dos mercados, mas a respeito desta competência se verificam outros dispositivos dispersos relacionados ao controle da informação, assim como ao registro das operações e agentes do mercado³⁰².

4.5. Alemanha.

Em 1969, uma comissão de especialistas em bolsas de valores (*Börsenschverständigenkommission*) foi nomeada pelo Ministério de Economia da Alemanha para trabalhar na regulação de questões relacionadas ao mercado de valores. Em reunião celebrada em 15 de julho de 1969, a Comissão considerou relevante a necessidade de solucionar o problema da utilização de informação privilegiada. Por isso, propôs um modelo baseado na autodisciplina.

Como resultado, em 1970, surgiu a *Empfehlungen zur Lösung der sog Insider-Probleme*, que agrupa tanto as diretrizes da atuação das pessoas que acessavam informações reservadas (na terminologia germânica *Insiderhandels- Richtlinien* – IHR), ou regras de comportamento dos intermediários e assessores financeiros (*Händler und Beraterregeln* – HBR)³⁰³. Um ano mais tarde, surgiu o regulamento de funcionamento das comissões de controle (*Prüfungskommissionen*), que deveria constituir-se nas bolsas de valores para salvar seu seguimento.

Diante da proposta apresentada pelo presidente da Comissão de controle do *insider trading*, foi impulsionada uma reforma do sistema, concretizada em 1988, que implicou a reelaboração e complementação do IHR, do HBR e do procedimento aplicável até então. A principal característica da proposta alemã consistia na autodisciplina, ou submissão

³⁰¹"O requisito relativo à *idoneidade* levanta particulares dificuldades para o intérprete/aplicador da lei. Não é tanto a dificuldade de avaliar uma conduta passada - ao fim e ao cabo circunstância comum a todo julgamento institucionalizado - mas antes a 'volatilidade' dos valores mobiliários a implicar diversas variações na cotação dos títulos. Como pode o juiz, imerso em uma outra circunstância histórica, apurar se determinada informação, se publicada, era idónea para influenciar, de maneira sensível, o preço do valor mobiliário no mercado? Tem sido salientado que a valoração da idoneidade deverá ser feita por intermédio de um juízo *ex ante*, ou seja, deve tal juízo reportar-se ao momento anterior ao da publicação da informação privilegiada" (COSTA, José de Faria; e, RAMOS, Maria Elisabete. Op. cit., p. 53).

³⁰²Acerca da atuação da CMVM portuguesa, oportuno consultar: PINTO, F. L. C. A supervisão no novo código dos valores mobiliários. *Conferência apresentada no Colóquio promovido pela CMVM*, Porto, 09 de novembro de 1999.

³⁰³PROENÇA, J. M. M. Op. cit., p. 256.

contratual. Ou seja, as empresas se comprometiam de forma expressa e voluntária a esta disciplina. Este modelo baseava-se numa espécie de “Código Ético” a ser respeitado pelas entidades com valores cotizados, de forma que foram assentadas prescrições éticas, regras corporativas, afastando-se a regulação estatal do *insider trading* (*insiderreglen*). As diretrizes somente resultavam eficazes quando a própria sociedade as reconhecia e tanto os administradores como a respectiva empresa se submetiam às mesmas³⁰⁴.

No entanto, este sistema não se mostrou totalmente eficiente a respeito da problemática existente no mercado, tampouco cessou a atuação dos *insiders* na Alemanha³⁰⁵. Buscando solucionar a situação enfrentada pelo mercado alemão e seguindo as diretrizes europeias sobre o tema, produziram-se algumas reformas que culminaram na promulgação da *Wertpapierhandelsgesetz* (WpHG), que entraram em vigor em 1o de agosto de 1994, disciplinando as operações com base em informação privilegiada³⁰⁶.

O parágrafo 14 WpHG proíbe (i) fazer uso de informação privilegiada para adquirir ou dispor de valores mobiliários em nome próprio ou de terceiro; (ii) revelar informação privilegiada a um terceiro sem a autoridade para fazê-lo; ou ainda, (iii) recomendar ou induzir terceiro, com base em informação privilegiada, a adquirir ou dispor de valores negociados. Pela mera análise do parágrafo 14 WpHG poderia se pensar que a norma alemã não faz qualquer referência às distintas categorias de iniciados. No entanto, a partir do exame do parágrafo 14 WpHG em conjunto com os parágrafos 38 e 39, observa-se que esta distinção se opera em razão das penas atribuídas às diferentes condutas.

Assim, será criminalmente responsável qualquer pessoa que, com base em informação privilegiada, adquira ou venda ativos financeiros em nome próprio ou de terceiro. Igualmente, estão sujeitos os membros do conselho de administração ou supervisão do emissor ou de empresas filiadas ao mesmo; os que participam em capital social do emissor ou das empresas filiadas; aqueles que acessem informações privilegiadas em razão da sua profissão, atividade ou dever funcional; ou em razão da perpetuação ou preparação de um delito; que revelem, facilitem ou recomendem a um terceiro negociar com substrato em informação privilegiada. A pena atribuível nestes casos é de até cinco anos de reclusão e multa penal. A tentativa é

³⁰⁴PROENÇA, J. M. M. Op. cit., p. 256.

³⁰⁵"No obstante, el incumplimiento de las reglas antedichas, dado el carácter moral de las mismas, no resultaba jurídicamente sancionable. Su asentamiento sobre el principio de autonomía privada impedía la imposición de sanciones disciplinarias, de manera que la violación de las reglas constituía un incumplimiento del contrato suscrito por el iniciado con la empresa en la que prestaba sus servicios, y obligaba al infractor a transferir a ésta el importe de las ganancias obtenidas o de las pérdidas evitadas con la operación prohibida" (PRIETO DEL PINO, A. M. Op. cit. p. 254).

³⁰⁶PROENÇA, J. M. M. Op. cit., p. 257.

punível. No entanto, no primeiro caso (38.1 n.1), se a conduta é cometida por negligência, a pena correspondente é de até um ano de reclusão ou multa penal. Assim mesmo, o parágrafo 39.2 n. 3 e 4 WpHG prevê sanções administrativas para quem, intencional ou negligentemente revele, facilite ou recomende a um terceiro operar com base em informação privilegiada.

A definição de informação privilegiada para efeitos de *insider trading* consta no parágrafo 13 WpHG, que considera como informação privilegiada qualquer referência específica sobre circunstâncias que não são de conhecimento público e que, caso tornadas públicas, poderiam produzir um impacto relevante nos preços dos valores cotados³⁰⁷. Na Alemanha, para fins de delimitação do conceito de informação privilegiada, adota-se o critério do investidor médio (*reasonable investor*).

A expressão *Insiderpapier* significa instrumentos financeiros, abarcando valores negociáveis e instrumentos derivativos que constituem o objeto sobre o qual deve recair a informação privilegiada. Os ativos são tratados no parágrafo 13 WpHG devendo ser negociados em mercados regulados sob a supervisão do Estado.

Assim mesmo, no parágrafo 15 WpHG, prevê-se a publicação imediata por parte dos emissores de valores da informação privilegiada sobre os instrumentos financeiros a eles relacionados. Os emissores se utilizam, normalmente, de serviços especializados para levar ao mercado uma informação relevante.

Por outro lado, desde julho de 2002, é obrigatório aos que ocupam posições de direção a comunicação de transações que venham a realizar envolvendo ações ou ativos financeiros, inclusive derivativos relacionados ao emissor, devendo fazê-lo no prazo de cinco dias. Esta obrigação se aplica aos papéis admitidos na negociação no mercado de valores alemão ou num mercado organizado de outro Estado integrante da União Europeia, ou de outros países signatários de acordos dentro do espaço econômico europeu.

Figuram como pessoas sujeitas a divulgarem suas operações todos aqueles que ocupam cargos de direção no emissor, como acionista ou membro do conselho de administração ou supervisão, bem como pessoas que acessem regularmente a informação e que estejam autorizadas a tomar importantes decisões de chefia. A obrigação de comunicar também se estende às pessoas estreitamente relacionadas aos sujeitos anteriormente mencionados, calcando esposas, parceiras registradas civilmente, filhos dependentes e outros parentes que habitem a mesma casa pelo tempo mínimo de um ano. Em resumo, estão

³⁰⁷GARCÍA PALOMINOS, Gonzalo. Modelo de protección en normas administrativas y penales que regulan el abuso de información privilegiada en la legislación chilena. *Política Criminal: Revista Electrónica Semestral de Políticas Públicas en Mateiras Penales*. v. 8, n. 15. Jul. 2013p. 45.

sujeitos ao dever de comunicação os membros do conselho executivo do emissor e do órgão de supervisão das companhias listadas e os seus familiares que venham realizar transações sobre valores relacionados ao emissor³⁰⁸.

Estes sujeitos devem reportar suas atividades de investimento ao emissor de valores correspondentes e à autoridade de mercado, a *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin)³⁰⁹. Além disso, os emissores de valores estão obrigados a manter listas de pessoas que tenham acesso à informação privilegiada (parágrafo 15b WpHG).

4.6. Suíça.

A regulação do *insider trading* na Suíça resulta interessante porque, até muito recentemente, era bastante distinta da normativa adotada por outros países. Anteriormente à lei suíça de 20 de março de 2008, que entrou em vigor em 1º de outubro de 2008, a regulação sobre o tema era surpreendentemente restrita. Conforme previsão do artigo 161 do Código Penal Suíço, as transações realizadas com base em informação privilegiada somente estavam proibidas quando eram fundamentadas em informação confidencial que produzisse um sério impacto sobre os preços dos valores afetados.

Assim, a expressão “informação confidencial” ficava restrita à emissão de novos valores, fusões de empresas e outros eventos de similar impacto, conforme disposto no parágrafo 3 do artigo 161 do Código Penal suíço. A Corte Suprema da Suíça corroborava esta interpretação restritiva sobre o que se entende por informação confidencial. Como resultado dessa interpretação restritiva, na Suíça, as operações que tenham como base dados relacionados aos anúncios sobre os ingressos de uma empresa, mesmo que estes revelem lucros ou perdas significativas, não configuram delito de uso de informação privilegiada, diferentemente do que se sucede em outros países.

Portanto, a previsão do parágrafo terceiro do artigo 161 do Código Penal suíço constituiu uma corrente para o enquadramento legal de transações operadas sobre a base de informações privilegiadas, bem como obstaculizava o efetivo combate do *insider trading*. Por isso, a modificação do Código Penal suíço operada pela Lei de 20 de março de 2008, que entrou em vigor em 1º de outubro de 2008, revogou o parágrafo terceiro do artigo 161 do Código Penal Suíço.

³⁰⁸ Ou seja, "acompanhando a tendência mundial, a legislação alemã prevê as figuras de *insiders* primários, como os administradores e suas pessoas próximas (secretárias, conselheiros, advogados, contadores, etc.), e de *insiders* secundários, como aqueles que recebem dos primários a informação privilegiada" (PROENÇA J. M. M. Op. cit., p. 257).

³⁰⁹ GARCÍA PALOMINOS, G. Op. cit., p. 46.

Assim, foi deixada em aberto a definição de informação confidencial, bem como não foi expresso o que se entende por informação sensível. Aponta Pfister que a delimitação do termo fica a cargo da doutrina e da jurisprudência. No entanto, destaca que as regras de conduta aplicadas aos mercados de valores suíços podem influenciar neste processo, particularmente a regra 72 do SWX Listing Rules, pela qual qualquer informação que possa causar um impacto sobre os preços dos valores cotados deve se tornar pública³¹⁰. Por força desta regra, anúncios sobre benefícios, operações de reestruturação, desenvolvimento ou relançamento de produtos financeiros, alterações no quadro de diretores, administradores e funcionários-chaves da empresa, além do estabelecimento de novas parcerias empresariais, podem constituir informação sensível e dar lugar à aplicação do artigo 161 do Código Penal Suíço.

Enquanto na maioria dos países europeus se impunha o dever de reportar transações realizadas pelos altos cargos da companhia sobre valores relacionados à mesma, na Suíça, essa obrigação somente teve lugar em julho de 2005. É perfeitamente admissível que os *corporate insiders*, ou seja, os membros do conselho de administração da companhia e os altos cargos da mesma sejam mais bem informados sobre as atividades e planos da empresa que integram, do que o mercado em geral. Partindo-se da premissa que a exploração dos novos anúncios sobre o desempenho da empresa não se configurava delito na Suíça, os insiders alcançavam benefícios muito significativos.

O artigo 161 do Código Penal suíço proíbe qualquer um que, na qualidade de membro do conselho de administração, direção, órgão de supervisão, agente de uma sociedade anônima, sociedade subsidiária, obtenha para si ou para outro uma vantagem patrimonial por meio da exploração de um fato confidencial que, se viesse a ser divulgado, produziria um efeito significativo sobre os preços das ações e instrumentos financeiros do emissor, bem como afetaria a contabilidade da sociedade correspondente, ou o curso de opções sobre títulos negociados na bolsa ou pré-bolsa na Suíça. A punição correspondente é de até três anos de pena privativa de liberdade ou sanção pecuniária. Também se inclui dentro do âmbito da tipificação a hipótese de se revelar a um terceiro o fato confidencial. A respeito dos *insiders* secundários, a pena privativa de liberdade correspondente é de até um ano ou multa pecuniária. Nos casos que envolvam um grupo de sociedades, a previsão do artigo 161 do Código Penal suíço se aplica às duas sociedades.

³¹⁰PFISTER, B. Stand der insiderdiskussion, *In Zeitschrift für Unternehmens - und Gesellschaftsrecht (ZGR)*, v.10, 1981. p. 341 e ss.

Por último, a seção quinta do artigo 161 do Código Penal suíço se aplica por analogia à exploração de um fato confidencial concernente ao certificado de uma quota ou outros títulos, balanço contábil ou opções correspondentes a uma sociedade cooperativa ou de uma sociedade estrangeira.

5. A utilização de informação privilegiada no mercado de valores no contexto Latino-americano.

Nos países latino-americanos, cujos mercados ainda são emergentes, a regulação de condutas abusivas é muito mais recente. Aliás, certos especialistas consideram que a regulação excessiva nos mercados emergentes, além de inútil, pode até mesmo reprimir investimentos em determinados setores³¹¹.

5.1. Argentina.

Na Argentina, a figura do *insider trading* foi introduzida por meio de Resolução Geral da Comissão Nacional de Valores (CNV) de n. 190, de 26 de novembro de 1991 e ainda do ato subsequente que a modificou, de n. 227, datado de 26 de janeiro de 1993. Oportuno assinalar, portanto, que a Lei 17.811 "delegou à CNV a competência de criar normativamente infrações administrativas"³¹².

Em seu contexto originário, a Resolução Geral 227/93 estabeleceu que diretores, administradores, gerentes, síndicos, membros do conselho de vigilância, acionistas controladores, profissionais e, de modo geral, qualquer pessoa que em razão do seu cargo, atividade, posição ou relação, tivesse acesso à informação acerca do desenvolvimento de negócios de uma sociedade com oferta autorizada, que ainda não tivesse sido divulgada publicamente e, que por sua importância pudesse afetar o posicionamento de títulos de valores ou curso de sua negociação nos mercados, deveriam guardar estrita reserva a respeito da mesma. Também considerava que, por informação relevante, dever-se-ia entender todo fato que, por sua importância pudesse afetar, de forma substancial, a posição ou negociação dos títulos de valores com oferta pública autorizada, vinculando administradores e integrantes dos

³¹¹"Ciertos especialistas en la materia consideran que la regulación excesiva en mercados emergentes podría ser inútil y reprimir las inversiones de determinado sector, por lo que admiten un cierto grado de imperfección en la información, siempre que ello no signifique corrupción y desigualdad generalizada" (REYNA ALFARO, L. M. El tratamiento del 'insider trading' en el Derecho penal iberoamericano, *In: Nuevas tendencias del derecho penal económico y de la empresa*. Lima: ARA Editores, 2005. p. 785).

³¹²SANTIAGO, A. F.. A repressão administrativa e penal do abuso de informação privilegiada no Brasil: direito penal simbólico? *Revista Magister de Direito Penal e Processual Penal*. Porto Alegre: Magister. 2004. ano VIII, Número 46. p. 55.

órgãos de fiscalização, que estavam obrigados a informar imediatamente a Comissão Nacional de Valores (CNV), garantindo sua ampla difusão.

Além disso, a Resolução ainda contemplava que, se os *insiders* tivessem acessado informação relevante e restrita, estariam obrigados a manter reserva e, conseqüentemente, não poderiam realizar transações com base na mesma. Neste sentido, as pessoas envolvidas não poderiam se valer da informação reservada para obter, para si ou para outrem, vantagem de qualquer tipo, por meio da negociação dos títulos de valores ou qualquer outra operação relacionada ao regime de oferta pública de venda. A infração ensejava *procedimento administrativo* e, conseqüentemente, sanções nos termos dos artigos 10 e 12 da Lei 17.811 então vigente, diploma legal responsável por regulamentar a oferta pública de valores, organização, regulamentação e funcionamento das bolsas e mercado de valores.

Ainda à guisa de registro, o artigo 26 do Capítulo XXI das Normas da CNV proibia determinadas pessoas de utilizarem informação reservada sobre desenvolvimento ou negócios de uma sociedade no regime da oferta pública não divulgada, proibindo-lhes de obter vantagens para si ou para terceiros. Em particular, vedava-se que tais sujeitos pudessem praticar por conta própria ou alheia, direta ou indiretamente, as seguintes condutas: preparar, facilitar, participar ou realizar qualquer tipo de operação no mercado, sobre os valores negociáveis ou opções a que a informação privilegiada se referisse; estando-lhes vedado comunicar tal informação, exceto em exercício normal de seu trabalho, profissão, cargo ou função; recomendar a um terceiro que adquirisse ou cedesse valores negociáveis, baseando-se na mesma informação. A normativa em questão se voltava à proteção do público investidor e à transparência e equidade no mercado. Ou seja, buscava-se garantir a confiança do público nos mercados e, conseqüentemente, melhorar a alocação de recursos, a fim de alcançar um mercado de capitais eficiente.

Além disso, o Decreto 677, de 28 de maio de 2001, introduziu o novo regime legal do mercado de valores, também conhecido como “Lei de Transparência”, disciplinando o chamado Regime de Transparência da Oferta Pública (RTPO), que modificava a lei anterior. O Decreto regulamentou mais detidamente a figura do *insider trading*, buscando coibir a manipulação e o abuso de mercado. Em seu artigo 7º, estava contemplado o dever de se guardar reserva sobre toda informação não divulgada publicamente e que, pela sua importância, pudesse afetar a colocação ou o curso da negociação de valores negociáveis, competindo-lhes abster-se de negociar sobre a base de tal informação enquanto não tenha sido

feita pública³¹³. De forma similar às normativas anteriores, a norma abrangeu os altos cargos da companhia, bem como aqueles que viessem a acessar a informação por meio de relação temporária ou acidental com a sociedade ou com os iniciados primários. Entretanto, ainda que o Decreto 677/01 tivesse avançado no incremento das normas corporativas, persistiam alguns problemas estruturais relacionados à regulação do mercado.

Assim, cabe o registro que a Lei 26.733 incorporou ao Código Penal o *delito* de abuso de informação privilegiada, prescrevendo sua modalidade básica no art. 307³¹⁴ e as formas *agravadas* no artigo 308 daquele diploma legal. A reforma legislativa foi implantada um ano antes da sanção da nova Lei de Mercado de Capitais (Lei n. 26.831), que derogou a Lei 17.811 e o Decreto 677/2001³¹⁵. Em relação ao tipo subjetivo, Jorge Buompadre alude a "un delito doloso, compatible sólo con el dolo directo, el cual debe abarcar el conocimiento de todos los elementos del tipo objetivo"³¹⁶.

Ao referir-se ao bem jurídico que se buscou tutelar por meio da Lei 26.733, Nicolás Guzmán afirma que se pretendeu salvaguardar, "como bienes jurídicos intermedios o inmediatos: la transparencia, integridad y correcto funcionamiento del mercado; la igualdad entre los negociantes; la confianza de los inversores; la lealdad de los administradores y accionistas societarios para con sus empresas"³¹⁷. Por fim, cabe assinalar que a mais recente Lei argentina de Mercado de Capitais (26.831), em seu art. 2o, contemplou nova definição de informação *privilegiada* ou *reservada*³¹⁸.

5.2. Chile.

A proibição do uso abusivo de informação privilegiada no Chile é relativamente recente, aparecendo pela primeira vez em 1981, por meio da Lei 18.045, voltada à

³¹³"Esta obligación de guardar estricta reserva debe ir acompañada de la obligación de abstención de negociar hasta tanto la información reservada adquiera carácter público (art. 7, dec. 677/2001)" (BUOMPADRE, J. EOp. cit. p. 782).

³¹⁴Art. 307. Será reprimido con prisión de uno a cuatro años, multa equivalente al monto de la operación, e inhabilitación especial de hasta cinco años, el director, miembro de órgano de fiscalización, accionista, representante de accionista y todo el que por su trabajo, profesión o función dentro de una sociedad emisora, por sí o por persona interpuesta, suministrare o utilizare información privilegiada a la que hubiera tenido acceso en ocasión de su actividad, para la negociación, cotización, compra, venta o liquidación de valores negociables".

³¹⁵GUZMÁN, N. El nuevo delito de abuso de información privilegiada en el mercado de capitales (insider trading). *Revista de derecho penal y procesal penal*. Buenos Aires, n. 4, Abril 2013, p. 688.

³¹⁶BUOMPADRE, J. E. Op. cit. p. 783.

³¹⁷GUZMÁN, N. Op. cit. p. 689.

³¹⁸Definiu-se informação *reservada* ou *privilegiada* como "toda información concreta que se refiera a uno o varios valores negociables, o a uno o varios valores negociables, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiese influido de manera sustancial sobre las condiciones o el precio de colocación o el curso de negociación de tales valores negociables".

regulamentação dos mercados de valores³¹⁹. Até esta data, as regras gerais do Direito societário não coíbiam o uso de informação privilegiada para a obtenção de benefício pessoal.

No entanto, a Lei 18.045, de 22.10.1981, não estabelecia sanções penais acerca das operações de iniciados, mas apenas ações civis e administrativas³²⁰. É de se concluir, então, que o objetivo daquela legislação de 1981 era fomentar a transparência, a liberdade e a igualdade de oportunidades dentro do sistema de economia de mercado, buscando garantir, em última análise, o seu correto funcionamento.

Posteriormente, em 1994, a Lei 19.301 modificou a Lei de Mercado de Valores, incorporando-lhe o atual Título XXI, denominado, precisamente, de “Da informação privilegiada”, com a incorporação dos primeiros tipos penais. Ainda assim, o objetivo principal da Lei 19.301/1994 era controlar os conflitos de interesses que poderiam existir a respeito dos operadores do mercado que participaram da administração de emissões ou de alguma entidade de fundos de pensões³²¹. Em seus trâmites legislativos, a normativa pretendia restringir a atuação das pessoas que figuravam como diretores de sociedades emissoras de valores, obstando-lhes participar da administração dos *stockbrokers*. Porém, sua redação final incluiu a proibição quanto às condutas específicas, com a tipificação do uso de informação privilegiada, atribuindo-lhe sanções penais. Neste caso, "el bien jurídico sería la 'fe pública' o 'la confianza pública' en la transparencia, el adecuado o correcto funcionamiento del mercado de valores o em la igualdad de acceso a la información"³²².

Por outro lado, a Lei 19.705, de 14 de dezembro de 2000, operou importantes modificações na normativa relacionada ao mercado de valores ao regular as ofertas públicas de aquisição de ações, com a inclusão de *presunções* de acesso à informação reservada, além de introduzir dois novos delitos relacionados à repressão do uso abusivo da informação privilegiada.

³¹⁹“En origen en Chile de la prohibición del uso de información privilegiada es el producto de un desarrollo normativo relativamente reciente. Su inicio puede ubicarse junto con el primer intento por regular el mercado de valores en Chile el año 1981 (Ley No. 18.045 de Mercado de Valores (em adelante, 'LVM'), publicada en el diario oficial el 22 de Octubre de 1981), normativa que responde, em palavras del legislador, a la necesidad de impulsar un mercado que reuniera condiciones eficientes de operar, institucionalizando sistemas, mecanismos e instrumentos eficaces para lograr, en lo posible, un mercado caracterizado por la *equidad, orden y transparencia, la amplia difusión de la información, la competencia y el profesionalismo*” (GARCÍA PALOMINOS, G. Op. cit., p. 29-30).

³²⁰“Así, si las conductas perjudicaban los *intereses individuales del inversor particular que transaba como contraparte anónima del insider*, la sanción era renviada al derecho civil, por vía de una posible acción indemnizatoria (Art. 13 inc. 4o), mientras que se reservaba la sanción administrativa sólo para el caso em que la conducta produjera perjuicios para la empresa emisora que se veía perjudicada con la revelación de su información interna” (GARCÍA PALOMINOS, G. Op. cit., p. 31).

³²¹Idem. Op. cit., p. 42.

³²²Ibidem. Op. cit., p. 35.

O conceito de informação privilegiada foi definido no artigo 164 da Lei de Mercado de Valores, caracterizada como qualquer ato propalado por um ou vários emissores, relativo aos seus negócios ou títulos por eles emitidos, não divulgado ao mercado e cujo conhecimento, por sua natureza, seja capaz de influenciar na cotação dos mesmos, bem como informação societária que se refira a negociações pendentes que, ao serem conhecidas, poderiam prejudicar o interesse social. Ou ainda as que se tenha atribuído caráter reservado mediante aprovação de três quartos dos diretores em exercício, com alusão ao artigo 10 do mesmo diploma legal. Assim, de acordo com as definições e elementos da lei chilena, a informação a que se faz referência é precisamente aquela a que uma determinada pessoa tenha acesso em razão de seu cargo (*insider*), que não seja de domínio do mercado ou público em geral, e que coloque essa pessoa em uma situação de privilégio em relação a outros investidores. Por isso, o uso de informação privilegiada constitui um fator de distorção no mercado de valores, induzindo seus participantes a tomar decisões com qualidade, a partir de informação desnivelada.

No artigo 165 do mesmo diploma legal, foi prescrito que as pessoas que tenham acesso à informação privilegiada em razão de seu cargo, profissão ou atividade, têm o dever de guardar estrita reserva sobre a mesma³²³, não podendo usá-la em benefício próprio ou de terceiros, nem adquirir para si ou para outrem, direta ou indiretamente, os títulos sobre os quais recai a informação. Do mesmo modo, proíbe-se a obtenção de benefícios ou a tentativa de se evitarem perdas mediante qualquer operação com os valores a que se refere à informação ou com instrumentos cuja rentabilidade esteja determinada por estes valores, além de impor a obrigação de velar para que isso também não ocorra por meio de subordinados ou terceiros de confiança.

O artigo 166 indica as pessoas que, presumivelmente, tenham acesso à informação privilegiada, entre os quais relaciona diretores, gerentes, administradores e liquidantes do emissor ou do investidor institucional; controladores da sociedade matriz ou coligada; controlador ou seus representantes que realizam operações, negociações tendentes à alienação de controle; diretores, gerentes, administradores, pais, assessores financeiros ou operadores, dos intermediários financeiros. Neste sentido, assinala Prado Purga que, como regra geral, presume-se que aqueles que acessem esta informação pelas suas funções como diretores,

³²³ O art. 165, inciso 1o, dispõe que: "Cualquier persona que em razón de su cargo, posición, actividad o relación con el respectivo emisor de valores o con las personas señaladas en el artículo siguiente, posea información privilegiada, deberá guardar reserva y no podrá utilizarla en beneficio próprio o ajeno, ni adquirir o enajenar, para sí o para terceros, directamente o através de otras personas los valores sobre los cuales posea información privilegiada".

gerentes, isto é, *insiders* primários, não podem deixar de conhecer o caráter privilegiado da informação³²⁴.

Em relação aos intermediários financeiros, a *presunção* se refere exclusivamente à informação privilegiada concernente às operações de aquisição ou alienação a realizar por investidor institucional no mercado de valores ou quando se trata de informação relacionada à colocação de ações de primeira emissão que lhes tiver sido encomendada³²⁵.

Por outro lado, presume-se a informação privilegiada, a respeito daquelas pessoas que possam ter acesso direto ao fato objeto da informação, como é o caso dos auditores externos e inspetores da conta do emissor, assim como os sócios e administradores das sociedades de auditoria; os sócios, administradores e membros dos conselhos de classificação das sociedades classificadoras de risco, que classifiquem valores do emissor; os dependentes que trabalhem sob a direção ou supervisão direta dos diretores, gerentes, administradores ou liquidadores do emissor ou do investidor institucional; as pessoas que prestem serviço de assessoria permanente ou temporal ao emissor; os funcionários públicos dependentes das instituições que fiscalizem os emissores de valores de oferta pública ou fundos autorizados por lei; além dos cônjuges ou parentes até o segundo grau de consanguinidade ou afinidade, dos altos cargos do emissor ou investidor institucional³²⁶.

5.3. Paraguai.

O delito de uso de informação privilegiada no mercado de valores do Paraguai está previsto no artigo 227 do Título IX, da Lei 1.284 de 1998. Neste caso, cabe adiantar que "o descumprimento das normas sobre informação privilegiada ou reservada gera sanções administrativas e penais"³²⁷.

³²⁴PRADO PURGA, A. Acerca del concepto de información privilegiada en el mercado de valores chileno: su alcance, contenido y límites. *Revista Chilena de Derecho*. v. 30, n. 02, 2003, p. 245.

³²⁵"Así entendido, no sólo abarca a los llamados *iniciados primarios o secundarios*, e incluso a *iniciados temporales*, sino que además a *externos* que no mantienen una relación fiduciaria, posición o cargo en el ente emisor, pero que por su *cargo, posición o actividad* poseen o tienen conocimiento de la información privilegiada, como por ejemplo, el corredor de bolsa, el funcionario de una institución pública como un juez que dictará una sentencia que afectará el valor de un título de valor o la secretaria del Banco Central, etc" (GARCÍA PALOMINOS, G. Op. cit., p. 53-54).

³²⁶"Al mismo tiempo, al igual que lo hace el art. 166 letras e) d) y f), este artículo en su inciso 1o extiende el deber y la prohibición, a quienes tengan 'relación' con las personas señaladas en el artículo siguiente, es decir, no sólo al inversor institucional y sus asesores, al funcionario de las SVS, o los cónyuges o convivientes de los directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales y liquidadores del emisor o del inversionista institucional, sino que además a todo el que haya sostenido algún tipo de relación no sólo con estos *insider* institucionales, sino que además con cualquier outro sujeto de los nombrados en el art. 166 LMV" (GARCÍA PALOMINOS, G. Op. cit., p. 54).

³²⁷SANTIAGO, A. F. Op. cit. p. 55.

Por outro lado, o artigo 26 do Capítulo IV, do Título I, da mesma Lei paraguaia dispõe sobre o uso de informação privilegiada, definindo-a como aquela não divulgada ao mercado proveniente de um emissor, relativa aos seus negócios, a um ou vários títulos de sua emissão ou garantia, cujo conhecimento público seja capaz de influenciar na cotação dos valores emitidos. Também estabelece que se compreende por informação privilegiada aquela relacionada às operações de valores a realizar, de compra ou venda. O conceito de informação privilegiada definido pela lei paraguaia diz respeito à informação sensível, não feita pública, acerca de um ou vários valores ou dos emissores dos mesmos que, se fosse feita pública, seria capaz de afetar a cotação dos preços dos títulos a que se refira. Ainda, pode-se conferir caráter reservado a certos fatos ou antecedentes que se refiram a negociações ainda pendentes e que se divulgados prematuramente poderiam acarretar prejuízo ao emissor.

Além disso, os artigos 27 e 28 da Lei 1284/98 enumeram uma série de pessoas em relação às quais se presume a posse de informação privilegiada. Os dispositivos legais aludem aos sujeitos vinculados aos emissores de valores, investidores institucionais e corretoras que operem com títulos do emissor. Além disso, presume-se que possuem informação privilegiada aqueles que possam ter acesso ao fato objeto da informação, como diretores, funcionários, pais, consultores, assessores, sócio e administradores externos do emissor, assim como os sócios da companhia, administradores, membros dos conselhos das empresas, agências classificadoras de risco, subordinados do emissor ou do investidor institucional, pessoas que prestem serviços de assessoria permanente ou temporal ao emissor, funcionários públicos, além de cônjuges ou parentes até o segundo grau de consanguinidade ou afinidade, dos indivíduos anteriormente mencionados. A proibição também se estende aos administradores ou assessores que prestem serviços ao emissor e às pessoas que, em razão de seu cargo, tiveram acesso à informação privilegiada, até um ano depois de concluídas suas funções.

Conforme previsão da legislação paraguaia os sujeitos ativos do *insider trading* são, fundamentalmente, aquelas pessoas que tiveram acesso à informação privilegiada por seu vínculo com o emissor (*insiders* primários). No entanto, a proibição se estende aos seus cônjuges, parentes e funcionários, além dos servidores públicos dependentes das instituições encarregadas de fiscalizar os emitentes nos casos de oferta pública ou fundos patrimoniais autorizados por lei. Assim, o círculo de sujeitos ativos descrito pela legislação paraguaia é relativamente amplo.

A conduta típica inclui revelar ou confiar a informação a outras pessoas antes da sua divulgação ao mercado, recomendar a realização de operações acerca de valores de que trate a

informação; utilizar indevidamente, valendo-se da informação privilegiada, direta ou indiretamente, em benefício próprio ou de terceiro. A conduta típica, portanto, se aperfeiçoa com a utilização, recomendação ou revelação da informação privilegiada, não se exigindo a obtenção de benefício econômico para sua caracterização. Além disso, o artigo 30 da Lei 1.284/98 obriga as pessoas de que se presume o acesso à informação privilegiada, de velarem por seus subordinados, para que estes acatem as proibições relacionadas ao uso de informação privilegiada.

Além das sanções penais imputáveis ao *insider trading*, a Comissão Nacional de Valores atribui sanções administrativas a estas condutas, incluindo-se nesta categoria multa de até duzentos salários mínimos mensais, suspensão ou inabilitação por até dez anos para desempenhar funções de administração ou fiscalização em instituições fiscalizadas pela Comissão, suspensão da autorização para efetuar oferta pública de valores por até dez anos e o cancelamento da inscrição no Registro que habilita para desempenhar atividades relacionadas ao mercado de valores.

5.4. Colômbia.

A Lei colombiana 9.694, de 08 de julho de 2005, foi responsável por ditar normas gerais sobre a regulação dos mercados de valores, estabelecendo uma série de obrigações de auto-regulação direcionadas às pessoas que operam atividades de intermediação naqueles setores. Ao fazê-lo, a normativa ainda contemplou uma gama de infrações fundadas na violação de regras direcionadas ao correto funcionamento dos mercados, prevendo em seu artigo 50 as cominações aplicáveis à divulgação indevida de informação reservada. Esta infração era aplicável, unicamente, às pessoas sujeitas à inspeção e vigilância permanente da Superintendência de Valores e aos emitentes de títulos submetidos ao seu controle exclusivo. Para tais hipóteses, aplicar-se-iam as penas do artigo 53 da referida legislação, com previsão de multa; aviso; suspensão ou inabilitação por 05 (cinco) anos para o exercício de funções de administração, direção ou controle das entidades submetidas à fiscalização permanente daquele órgão de controle. Foi prevista ainda a remoção de quem exerce funções de administração, direção, controle ou fiscalização das mesmas entidades; suspensão da inscrição em qualquer um dos registros a que se refere à lei; a limitação das atividades em alguns casos; e o cancelamento da inscrição em qualquer um dos registros referidos por aquela lei.

Desde 2005, ficaram a cargo da Superintendência Financeira da Colômbia, derivada da fusão entre a Superintendência Bancária e a Superintendência de Valores, a supervisão e

regulação dos mercados de valores, na forma estabelecida pelo artigo 1o do Decreto 4.327, de 26 de novembro de 2005.

No entanto, o delito de uso indevido de informação privilegiada foi posteriormente previsto no artigo 258 do Código Penal colombiano, integrado no Capítulo VI, Título VII, daquele diploma legal, responsável por disciplinar os crimes contra o patrimônio econômico. Como se pode observar pune-se a utilização da informação, por parte do empregado, diretor, membro de uma junta ou órgão de administração de qualquer entidade privada, que tenha sido conhecida por razão ou na ocasião de seu cargo ou função e não tenha sido feita pública, com o fim de obter proveito para si ou para terceiro.

Com efeito, o art. 18 da Lei 1.474/2011 conferiu nova redação ao art. 258 do Código Penal colombiano³²⁸. A informação privilegiada, nestes casos, caracteriza-se pelo seu caráter não público e pelo fato de referir-se a valores ou instrumentos financeiros registrados no Registro Nacional de Valores. Não obstante, a tipologia legal não faz qualquer referência a respeito da idoneidade de informação, ou seja, sua capacidade de influir na variação dos preços dos valores ou instrumentos a que se refira. Neste sentido, o legislador ampliou significativamente o conceito de informação privilegiada a respeito do mercado de valores, podendo ser considerada como tal qualquer informação não pública, relacionada a valores ou a instrumentos financeiros, independentemente dos efeitos que produzira nos preços dos mesmos.

Antes do advento da Lei 1.474/2011, no contexto da legislação extra penal, a Circular Externa n. 20, de 04 de novembro de 1997, da Superintendência de Sociedades, caracterizava como uso indevido de informação privilegiada a hipótese de alguém possuí-la e, estando obrigado a mantê-la em reserva, viesse a fornecê-la a outro; utilize-a com objetivo de proveito próprio ou de terceiros; oculte-a maliciosamente em prejuízo da sociedade ou em benefício próprio ou de terceiros, supondo usá-la para si e, por abstenção, em prejuízo da companhia para estimular benefício próprio ou de terceiros; fazendo-a pública em momento inapropriado; ou quando, existindo a obrigação de fazê-la pública, divulgasse-a num meio fechado ou não a divulgasse.

Além disso, a Resolução 1.200 da Superintendência de Valores, de 22 de dezembro de 1995, estabeleceu que se entende por informação privilegiada aquela sujeita à reserva, bem

³²⁸"Artículo 18. Utilización indebida de información privilegiada. El que como empleado, asesor, directivo o miembro de una junta u órgano de administración de cualquier entidad privada, con el fin de obtener provecho para sí o para un tercero, haga uso indebido de información que haya conocido por razón o con ocasión de su cargo o función y que no sea objeto de conocimiento público, incurrirá en pena de prisión de uno (1) a tres (3) años y multa de cinco (5) a cincuenta (50) salarios mínimos legales mensuales vigentes".

como a que não tenha sido divulgada ao público existindo dever para tanto. Também se entende por informação privilegiada aquela de caráter concreto que não tenha sido feita pública e que, caso fosse publicada, seria levada em conta por um investidor medianamente diligente e prudente ao negociar os respectivos valores.

Por isso, parece que o legislador colombiano não pretendeu ampliar o conceito de informação privilegiada, deixando de aludir a sua capacidade de afetar os preços do mercado. Como visto acima, o uso indevido de informação privilegiada descrito no art. 258 do Código Penal colombiano identifica como sujeito ativo da conduta delituosa aquelas pessoas que tenham acessado a informação em razão de sua profissão ou ofício, referindo-se ao sujeito que deve manter segredo sobre a informação.

5.5. Peru.

Em 1996, introduziu-se no Peru o delito de abuso de informação privilegiada. O artigo 251-A do Código Penal peruano³²⁹, veiculado pelas disposições finais da Lei do Mercado de Valores, previu pena máxima de 05 (cinco) anos a quem, de forma discreta ou por meio de terceiros, obtenha benefício econômico ou evite prejuízo, mediante uso de informação privilegiada. O tipo agravado cominava penas de 05 (cinco) a 07 (sete) anos de privação de liberdade para os casos em que o comportamento típico seja executado por sujeitos que tivessem participação ativa no mercado de valores, tais como diretores, funcionários, empregados de Bolsa de Valores, agentes de intermediação, prepostos das entidades supervisoras dos emissores, agências classificadoras de risco, administradoras de fundos mútuos de investimento de valores, de pensão, empregados de instituições bancárias, financeiras ou de seguros.

Quanto à modalidade genérica prevista no parágrafo primeiro daquele dispositivo, a lei peruana não limita expressamente o âmbito de atuação dos possíveis sujeitos ativos, mas se refere à toda pessoa que execute a ação típica. No entanto, conforme observa Reaño Peschiera, isso não é um óbice para considerar – *de lege data* – que se trata de um delito especial próprio. Isto porque, por um lado, são exigidas condições especiais para os sujeitos ativos, ou seja, a atuação como titulares dos deveres de confidencialidade e abstenção,

³²⁹"En el derecho peruano hizo su estreno el delito de insider trading mediante el D. Leg. n. 861, de 22 de octubre de 1996, que introdujo el art. 251-A del CP con una sanción máxima de cinco años para la modalidad genérica". (BAKER, M. G. El delito de insider trading: aspectos generales y estudio comparativo de las legislaciones española, brasilera y peruana. *Criminología/ Política Criminal*. n. 38, Ago. 2017. p. 350).

conforme previsto na Lei do Mercado de Valores e, por outro lado, não guardam correspondência com nenhum outro tipo comum³³⁰.

A descrição de informação privilegiada, por sua vez, está prevista no artigo 40 da Lei do Mercado de Valores, caracterizando-se como tal qualquer informação não divulgada ao mercado que se refira ao emissor, seus negócios, a um ou vários valores por eles emitidos ou garantidos, e cujo conhecimento público poderia influir na liquidez, no preço ou na cotação dos títulos. Além disso, o conceito de informação privilegiada abarca dados relacionados a operações de aquisição ou alienação por parte de um investidor institucional, bem como a informação concernente às ofertas públicas de aquisição.

Além disso, a Lei peruana do Mercado de Valores, em seus artigos 41 e 42, estabelece uma série de *presunções* que evidenciam a forma de obtenção da informação, fator fundamental para determinar seu caráter privilegiado³³¹. As presunções de acesso a respeito da informação privilegiada estendem-se às pessoas vinculadas ao emissor ou aos investidores institucionais, bem como indivíduos que desempenham atividades relacionadas aos mesmos, além de cônjuges e pessoas que mantenham certo grau de parentesco com eles. No entanto, convém destacar que, no primeiro caso, a presunção se opera pela mera comprovação da qualidade do sujeito; por outro lado, em relação às pessoas mencionadas no artigo 42, a presunção se opera pelo conhecimento da informação privilegiada, mas não sobre o acesso à ela, sendo necessário que se prove, no caso concreto, que o suposto infrator tenha tido acesso ao fato objeto da informação. Assim, conforme previsão da legislação peruana poderá figurar como sujeito ativo do delito de uso de informação privilegiada nos mercados de valores, as pessoas listadas nos artigos 41 e 42 da Lei do Mercado de Valores, sempre e quando tenham tido acesso à informação.

A legislação peruana prevê sanções administrativas relativas à infração às normas sobre informação privilegiada, conforme disposto no artigo 8º da Resolução da Comissão Nacional Supervisora de Empresas e Valores (CONASEV) n. 00359-1993-EF/94. 10.0, que determina que estas condutas são sancionáveis conforme disposto no Regulamento de

³³⁰REAÑO PESCHIERA, J. L. *Derecho penal bursátil. El delito de abuso de información privilegiada*, Lima: Gráfica Horizonte, 2002. p. 145-146.

³³¹"Es por ello que el artículo 41 del aludido Estatuto establece una presunción *juris tantum* de acceso a la información privilegiada que involucra a directores y gerentes de la sociedad emisora de los valores, de las sociedades vinculadas al emisor y a los inversionistas institucionales, a los propios inversionistas institucionales, a los miembros del comité de inversiones, a accionistas que - de manera individual o conjunta con cónyuges o parientes - posean por lo menos el 10% del capital de la sociedad emisora, el cónyuge y los parientes hasta el primer grado de consanguinidad de los antes citados sujetos, socios y administradores de las sociedades auditoras, entre otros" (REYNA ALFARO, L. M. Op. cit., p. 799).

Sanções no Mercado de Valores, sem prejuízo da obrigação de indenizar os danos e prejuízos derivados que acarretaram. Por fim, a legislação peruana sobre os mercados de valores contempla ainda normas direcionadas à prevenção da utilização de informação privilegiada, a exemplo do artigo 13 da Resolução CONASEV n. 0107-2002-EF/94.10, que estabelece o dever do emitente de implementar normas internas de conduta, além de mecanismos voltados à satisfação das demais disposições regulamentares, prevendo, dentre outras coisas, a salvaguarda da confidencialidade da informação reservada ou privilegiada.

5.6. México.

O Capítulo II, do Título XIV, da Lei do Mercado de Valores (LMV), datada de dezembro de 2005, trata dos crimes contra o mercado em seus artigos 380 e 381, os quais regulamentam os delitos que supõem o uso de informação privilegiada. A nova regulação do mercado de valores surgiu com a intenção de adequar o quadro regulatório mexicano à nova ordem mundial, com o objetivo de torná-lo mais competitivo. Neste sentido, foram assentados preceitos direcionados à manutenção da confiança nos mercados de valores.

O artigo 362 da LMV define o conceito de informação privilegiada como sendo o conhecimento acerca de eventos relevantes que não tenham sido revelados ao público pela emitente. No entanto, para que configure informação privilegiada, não é necessário o conhecimento sobre todas as características do fato relevante.

Semelhante à legislação chilena, a LMV mexicana estabelece uma série de *presunções* sobre as pessoas que possuem informação privilegiada. Assim, salvo disposição em contrário, o artigo 363 da LMV considera que possuem informação privilegiada as pessoas que podem influir significativamente no emissor e ainda nas sociedades que integrem o mesmo grupo empresarial ou consórcio da empresa emissora (o que inclui, fundamentalmente, os iniciados primários ou *corporate insiders*). No entanto, o dispositivo também contempla os *insiders* secundários, pessoas que realizam operações com valores apartando-se de seus padrões históricos de intervenção no mercado e que, razoavelmente, possam ter interagido com a informação privilegiada, por meio das pessoas anteriormente mencionadas. Pela expressão “razoavelmente”, deve-se entender o contato ou conversação por qualquer meio com os iniciados primários ou seus cônjuges, concubinos, parentes por consanguinidade, afinidade ou civil até quarto grau, sócios, associados ou co-proprietários.

A primeira tipologia relacionada ao conceito de informação privilegiada corresponde ao artigo 380 da LMV, que impõe pena de prisão de dois a seis anos aos sujeitos que, estando

obrigados a manter confidencialidade, reserva ou segredo, por qualquer meio transmita informação privilegiada a terceiros³³². A proibição se estende às pessoas que, contratualmente são obrigadas a manter confidencialidade, emitam ou formulem recomendações com base na informação privilegiada sobre valores ou instrumentos financeiros derivados que tenham como subjacentes valores cuja cotação ou preço possa ser influenciado pela informação.

Por meio da interpretação conjunta dos artigos 380 e 363 da LMV pode-se concluir que o círculo de sujeitos ativos correspondentes à conduta de transmitir informação privilegiada a um terceiro resulta bastante amplo. Em alguns casos, a dilatação do dever de guardar segredo aos iniciados secundários, por sua especial relação com os iniciados primários, pode resultar demasiadamente ampla, como no caso dos parentes consanguíneos, afins ou civis até o quarto grau.

Além disso, o artigo 381 da mesma norma estabelece que os indivíduos que, com substrato em informação privilegiada, efetuam, instruem operações sobre valores, por si ou por interposta pessoa, acerca de instrumentos financeiros derivados que tenham como subjacentes papéis cujo preço ou cotação possa ser influenciado pela mesma informação e que, em razão da operação realizada, obtenha-se um benefício para si ou para um terceiro serão sancionadas conforme o montante do benefício alcançado. Assim, castiga-se com a pena de dois a seis anos de prisão, quando o montante do benefício seja até 100.000 dias de salário mínimo geral vigente no Distrito Federal no momento da efetuação da operação. Por outro lado, nos casos em que o benefício exceda os 100.000 dias de salário mínimo, a pena atribuível varia de quatro a doze anos de prisão³³³.

Para efeitos dessa disposição, entende-se como benefício a obtenção de lucros ou a evitação de perdas. O benefício será calculado conforme o artigo 392, IV, a) da LMV, conforme o qual, se o sujeito efetua uma operação contrária àquela que deu origem à infração, dentro dos dez dias úteis imediatamente seguintes, contados a partir da data em que se fora revelada a informação que tinha o caráter de privilegiada, o benefício resultará da diferença

³³² “Artículo 380.- Será sancionado con prisión de tres a quince años todo aquél que estando obligado legal o contractualmente a mantener confidencialidad, reserva o secrecía, proporcione por cualquier medio o transmita información privilegiada a otra u otras personas”.

³³³ “Artículo 381.- Las personas que haciendo uso de información privilegiada, efectúen o instruyan la celebración de operaciones, por sí o a través de interpósita persona, sobre valores o instrumentos financieros derivados que tengan como subyacente valores cuyo precio o cotización pueda ser influido por dicha información, y que derivado de dicha operación obtengan un beneficio para sí o para un tercero, serán sancionadas conforme a lo siguiente:

I. Con prisión de dos a seis años, cuando el monto del beneficio sea de hasta 100,000 días de salario mínimo general diario vigente en el Distrito Federal al momento en que se efectúe la operación de que se trate.

II. Con prisión de cuatro a doce años, cuando el monto del beneficio exceda de 100,000 días de salario mínimo general diario vigente en el Distrito Federal al momento en que se efectúe la operación de que se trate”.

entre os preços de uma e outra operação atendendo ao volume correspondente. Por outro lado, no caso em que o fato relevante se refira a uma oferta pública, o benefício resultará da diferença entre o preço da oferta e aquela que o infrator tiver realizado a operação contrária à que deu origem à infração, ponderada pelo volume correspondente.

Da leitura do dispositivo relacionado, tem-se que a legislação mexicana, de forma similar com a espanhola, exige a obtenção de um benefício econômico ou prevenção de uma perda para a configuração do delito. No entanto, a LMV mexicana, no artigo 381, gradua a gravidade da infração criminal conforme o benefício alcançado. A lei mexicana, para além do *insider trading*, dispõe acerca do crime de manipulação de mercado (art. 382), além de outros crimes dirigidos à preservação do mercado de valores.

6. Últimas considerações.

A generalidade dos ordenamentos europeus e grande parte dos países latino-americanos ocuparam-se do tema relacionado à utilização abusiva de informação privilegiada nos mercados de valores. Por isso, a aproximação pretendida neste capítulo acentuou a relevância do tema diante da crescente importância que estão assumindo as distintas formas de criminalidade que afetam a atividade financeira de países com economia de mercado. Assim, parece unívoco o entendimento acerca da necessidade de se adotar novos meios de repressão diante da impotência dos instrumentos tradicionais para fazer frente às novas e modernas formas de criminalidade.

Na atualidade, a delinquência financeira há de ser considerada de forma global, dado o caráter transnacional das operações financeiras, pois, hoje em dia, é perfeitamente possível que se realizem investimentos nas mais diversas praças financeiras, estando-se fisicamente do outro lado do mundo. No *insider trading*, neste sentido, constitui, talvez, um dos tipos penais em que o fenômeno da globalização se faz mais evidente.

Como visto, diante do processo de internacionalização e europeização dos mercados financeiros, o quadro regulatório relativo aos mesmos caracterizou-se pelo crescente emprego de instrumentos penais e administrativo-sancionadores com o objetivo de conter práticas que poderiam minar seu correto funcionamento.

Neste contexto, o estudo sobre as soluções adotadas por diferentes países com relação ao *insider trading* resulta interessante, permitindo compreender os interesses dignos de proteção, bem como a influência da normativa internacional e supranacional nas legislações dos países individualmente considerados. No âmbito europeu, a regulação sobre o uso de

informação privilegiada nos mercados de valores foi se conformando a partir das Diretivas Europeias sobre o tema. Apesar das diretrizes da União indicarem a adoção de providências suficientemente dissuasórias a respeito do *insider trading*, as medidas adotadas pelos Estados membros a este respeito foram, fundamentalmente, de caráter penal, tanto é assim que países que tradicionalmente acolhiam o modelo de auto-regulação, como Inglaterra e Alemanha, elaboraram uma ordenação jurídico legal sobre o tema.

A tendência à criminalização do abuso de informação privilegiada nos mercados de valores, foi estendido, também, ao contexto latino-americano. Assim, conforme se pôde observar a respeito da legislação dos países analisados neste trabalho, a maior parte destes países adotaram medidas de caráter penal relativas ao *insider trading*. No entanto, também se acentua em desenvolvimento de mecanismos extrapenais direcionados à prevenção de condutas fraudulentas ou abusivas do mercado.

Não obstante os esforços legislativos operados na América Latina e na Europa no sentido de implementar uma legislação mais eficiente a respeito das condutas abusivas do mercado, do ponto de vista prático, são escassos os casos que envolvem o uso de informação privilegiada que tenham culminado na aplicação de uma sanção penal, especialmente no contexto latino-americano, o que poderia por em dúvida a efetividade e as medidas adotadas. Partindo-se da premissa de que a eficácia de uma lei está estreitamente ligada à efetividade de sua aplicação, a anulação de condutas contra os mercados de valores não depende exclusivamente da elaboração de novos diplomas legais, mas também depende da incorporação de valores e práticas de governança corporativa e de controles internos, da reestruturação ou implantação de meios técnicos, além da capacitação de profissionais.

Definitivamente, a valorização global a respeito da normativa anti-insider aponta para a harmonização das regras direcionadas a facilitar o desenvolvimento comum do quadro institucional do mercado financeiro, entre as quais se incluem normas penais. Assim, as Diretivas Comunitárias têm desempenhado um papel fundamental a respeito da regulação do *insider trading* no âmbito europeu, tanto que este foi caracterizado com autêntico “Eurodelito”, apresentando fisionomia bastante harmonizada em toda a Europa, ao menos quanto aos seus elementos fundamentais e, sobretudo porque é o resultado de uma iniciativa da União orientada político-criminalmente de modo consciente.

Capítulo IV. O tratamento penal da utilização de informação privilegiada no Direito Brasileiro. Análise do artigo 27-D da Lei n.6.385/76.

1. Considerações iniciais. Antecedentes legislativos.

A compreensão do regime jurídico quanto à repressão do uso indevido de informação privilegiada passa pela análise da evolução normativa acerca do tema. Assim, no Brasil, o primeiro antecedente legislativo a tratar da matéria foi a Lei 4.728/65 (D.O.U. de 16.06.1965), responsável pelos primeiros contornos da regulação do mercado de capitais, estabelecendo medidas para o seu desenvolvimento. No inciso X do artigo 3º daquele diploma legal foi previsto competir ao Banco Central do Brasil a tarefa de fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público, que pudessem ser utilizadas por acionistas ou outras pessoas que tivessem acesso às mesmas em razão do cargo ocupado, vedando-se utilização em benefício próprio ou de terceiros³³⁴.

Não obstante, em que pese o dispositivo sinalizar o primeiro esforço legislativo no sentido da repressão desta prática³³⁵, não oferecia qualquer parâmetro para a caracterização da conduta *insider*, pois não se podia depreender da norma legal os fatos capazes de configurar o caráter privilegiado das informações. Assim, enquanto regra isolada no sistema jurídico nacional se mostrava insuficiente para o enfrentamento da questão, até porque também não contemplava as condições exigidas para o exercício da fiscalização das condutas a serem evitadas.³³⁶

Outro precedente legislativo a ser considerado corresponde à Resolução n. 39/66 do Banco Central do Brasil que, em seu artigo 89, tratava da manipulação fraudulenta dos preços considerando como tal a publicação ou divulgação de matéria relacionada a títulos e valores mobiliários, cotização e perspectivas, ou sob a perspectiva da sociedade emissora a que se relacione o autor, direta ou indiretamente, como diretor, conselheiro, empregado, prestador de

³³⁴Art. 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”.

³³⁵Müssnich anota que a previsão é anterior, inclusive, à própria existência da CVM, criada cerca de uma década depois por força da Lei n. 6.385/76 (MÜSSNICH, F.A.M. *O insider trading no direito brasileiro*. 2017. Saraiva: São Paulo, p. 23.).

³³⁶Neste sentido, considera Leães que “de nada adianta incriminar e sancionar condutas genéricas, nem sempre adequadas às hipóteses delituosas, conforme remissão feita pelo art. 41C, §6º, da Lei n.4728 ao capítulo V da Lei n. 4595, de 31/12/64” (LEÃES, L. G. B. *Mercado de Capitais & insider trading*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982, p. 173). Igualmente, tem-se a crítica de Comparato ao afirmar que a norma que atribui competência fiscalizatória requer a existência de outras regras que disciplinem o tema, bem como de um sistema adequado de sanções para garantir a repressão de tais condutas (COMPARATO, F. C. Op. cit. p. 46).

serviços ou acionista que influenciem em seu controle³³⁷. No entanto, não se pode depreender do dispositivo em comento a proibição do *insider trading* ou ainda a criminalização da manipulação de preços, pois não está em evidência a cotação dos valores negociados³³⁸.

Posteriormente, com o advento da Lei n. 6.404/76, que regulamentou as sociedades por ações, e que ao consagrar o dever de lealdade do administrador, tratou da vedação ao *insider trading*, a responsabilidade civil e administrativa que, mais tarde, inspirou o tipo penal em comento.

O §1º do artigo 155 da referida Lei cria o dever de sigilo para o administrador, abarcando qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada ao mercado, obtida em razão da função, apta a influenciar de modo ponderável a cotação dos valores mobiliários. Ao administrador, impõe-se não somente o dever de guardar sigilo acerca da informação relevante, bem como lhe é vedado valer-se dela para negociar sobre valores mobiliários³³⁹.

Adicionalmente, o §2º do dispositivo em exame atribui ao administrador o dever de zelar pela informação relevante, no sentido de evitar vazamentos por parte de seus subordinados ou terceiros. Por sua vez, o §3º trata da responsabilidade civil pelos danos causados.

O § 4º do artigo 155 da Lei 6.404/76, introduzido pela Lei 10.303/2001, alargou expressivamente o campo subjetivo de incidência da norma, vedando o uso de informação privilegiada por qualquer pessoa que veio a obtê-la, obstado qualquer proveito pessoal pretendido³⁴⁰.

³³⁷“Art. 89. Ressalvado o previsto no art. 90, será considerada manipulação fraudulenta de preço a publicação ou divulgação de matéria relativa a títulos e valores mobiliários, seu mercado, cotação e perspectivas, ou sobre a respectiva sociedade emitente, cujo autor ou veiculador:

I - receba ou tenha a receber qualquer pagamento, exceto dividendos, da mencionada sociedade, dos administradores ou de sócios dela, ou ainda dos distribuidores dos títulos e valores mobiliários;

II - seja direta ou indiretamente ligado à sociedade, como diretor, conselheiro, empregado, prestador de serviços ou acionista que influa em seu controle.”

³³⁸LEÃES. L. G. B., Op. Cit. p. 173.

³³⁹Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: (...)

§ 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.

§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.

§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

³⁴⁰§ 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.

A disciplina imposta pela denominada Lei das Sociedades Anônimas permite delinear, com maior precisão, os contornos da figura do *insider trading*, tendo-se como requisitos para a sua caracterização: (i) a existência de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, (ii) o acesso à essa informação; e, (iii) por fim, a intenção de negociar, em prol de interesse próprio ou de terceiro, com proveito de tal informação³⁴¹.

A Instrução CVM n. 358/2002, responsável por revogar a Instrução CVM 31/84, dispõe sobre vedações e condições para a negociação de ações de companhias abertas na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, regulamentando a disciplina legal sobre a matéria. Em seu artigo 13³⁴², define o *insider trading*, nos moldes do disposto na Lei de Sociedades Anônimas.

Por outro lado, o artigo 2º da Instrução CVM 358/2002³⁴³ dispõe sobre o alcance da expressão fato relevante, considerando como tal qualquer decisão de acionista controlador, deliberação de assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou

³⁴¹Neste sentido: MÜSSNICH, Op. Cit., p. 25. Porém, a doutrina não é unânime quanto à enumeração dos requisitos para a configuração do *insider trading*. Carvalhosa aponta dois elementos: “I) a existência de fato relevante ainda não divulgado ao público (art. 157); 2) a compra e venda, pelos insiders, de valores mobiliários emitidos pela companhia no período que medeia entre a posse da informação sigilosa e a sua divulgação junto ao público” (CARVALHOSA, M. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 6ª ed. v.3 São Paulo: Saraiva, 2014. p.443). Scalzilli e Spinelli identificam quatro elementos para caracterizar a prática do *insider trading*: a informação relevante, o sigilo da informação, uso da informação para negociação com ações da companhia, e, por último, a utilização da informação por parte de alguém que está “por dentro” dos negócios da companhia (SCALZILLI, J. P. e SPINELLI, L. F. A racionalidade econômica do combate ao insider trading: assimetria de informação e dano ao mercado. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. 2007, v. 147, São Paulo. p. 44-45).

³⁴²“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”.

³⁴³“Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia 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”.

qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios, passível de influenciar, de modo ponderável, a cotização dos valores a ele relacionados, ou na decisão de investimento com respeito à compra, venda ou o exercício de qualquer direito que possuam sobre os mesmos. Como bem destaca Castellar, a informação relevante caracterizadora do tipo penal corresponde àquela que se inclua na definição prevista na norma emanada pelo órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais³⁴⁴.

A análise feita até aqui, permite concluir que o legislador, por meio da legislação societária, pretendeu garantir a ampla divulgação e disseminação das informações referentes aos potenciais *insiders* e à própria companhia com vistas à tutela da transparência no mercado de capitais (*full disclosure*). Neste sentido, correto afirmar que se acolheu o padrão internacional pautado pela máxima *disclose ou refrainfrom trading*. É dizer, ou bem o administrador da companhia aberta deve divulgar o fato relevante de que tenha conhecimento, ou deve, inexoravelmente, abster-se de negociar com os valores mobiliários potencialmente afetados pela informação privilegiada.

Neste ponto, cabe consignar que no direito pátrio, além das responsabilidades civil e administrativa, o uso indevido de informação privilegiada, em razão do caráter nocivo que lhe é inerente, enseja no direito pátrio a devida reprimenda penal.

A crescente relevância atribuída ao mercado de valores ensejou a criminalização da conduta de *insider trading*, que ocorreu com o advento da Lei 10.303/2001, ao se incluir na Lei n. 6.385/76 o capítulo dedicado aos crimes contra o mercado de capitais (conforme se analisará no apartado subsequente), muito embora a conduta pudesse ser subsumida ao tipo genérico de estelionato (art. 171 do Código Penal)³⁴⁵.

³⁴⁴CASTELLAR, J. C. *Insider trading e os novos crimes corporativos (uso indvido de informação privilegiada, manipulação de mercado e exercício irreegular de cargo, profissão, atividade ou função)*. Rio de Janeiro: Lumen Juris.2008. p. 102.

³⁴⁵Conforme argumentação desenvolvida por Parente: “A despeito da quase total ausência da análise da tipificação penal do insider trading, um só caminho, a nosso ver, se oferece para tentar-se tal: sua qualificação como crime de estelionato, que é um crime que abrange enorme gama de situações (...) Bento de Faria, citado por José Antonio Pereira Ribeiro em ‘Fraude e estelionato’, ao comentar o citado dispositivo, entende que o delito se configura pela ocorrência dos seguintes requisitos: a) que haja a obtenção ilegítima de uma vantagem, seja ou não econômica, visto como o objeto do delito é o conjunto de bens jurídicos suscetíveis de serem compreendidos no conceito genérico de propriedade; b) que tal ocorra mediante o uso de qualquer artifício ou ardil, com a possibilidade de induzir o sujeito passivo a erro ou engano; c) que a prestação feita por esse sujeito ativo seja voluntária, embora a consequência venha do engano; d) que a manobra fraudulenta tenha influência sobre a determinação da vítima; e) que o sujeito passivo tenha sofrido qualquer prejuízo. Do exposto, verifica-se que o insider trading existem todos esses requisitos” (PARENTE, N. J. *Aspectos jurídicos do insider trading*. Rio de Janeiro: superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, jun. 1978, Disponível em: http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf. Acesso em: 05 de setembro de 2018).

2. A norma penal sobre o uso de informação privilegiada no mercado de valores.

A repressão do crime de *insider trading* contempla semelhança em relação ao que se sucedeu em vários outros países, foi fortemente influenciada pela legislação norteamericana.

Como visto acima, a Lei 6.385/76 dispôs sobre o mercado de valores mobiliários e criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). No entanto, quando de sua elaboração não previu os denominados crimes contra os mercados de valores. A Lei 10.303/2001 alterou a Lei 6.385/76, e inseriu o capítulo VII-B acerca dos denominados crimes contra o mercado de valores, incluindo, entre outros, os tipos de manipulação de mercado e o uso indevido de informação privilegiada, o denominado “*insider trading*”, objeto deste estudo.

A Lei n. 13.506/2017, publicada no dia 14 de novembro de 2017, impôs novas regras relativas aos processos administrativos do Banco Central e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), além de alterar, significativamente, o crime de uso indevido de informação privilegiada, previsto no artigo 27-D da Lei n. 3.685/76.

Na redação anterior dada pela Lei 10.303/2001, a tipologia em exame previa como uso indevido de informação privilegiada:

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.

Em data mais recente, com a edição da Lei 13.506/2017, o artigo 27-D foi alterado, suprimiu-se do texto legal a expressão “da qual deva manter sigilo”, ampliando, significativamente, o âmbito de aplicação do artigo 27-D que passou a contar com a seguinte redação:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários.

Ademais, a Lei n. 13.506/2017 acrescentou dois outros parágrafos ao artigo 27-D, sendo que o §1º inclui no âmbito da incriminação aquele que repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança

com o emissor. E, por sua vez, o §2º do referido dispositivo legal, prevê causa de aumento de pena quando praticado por agente que tem o dever de manter sigilo sobre a informação de que tenha conhecimento.

A pena cominada ao delito é de um a cinco anos de reclusão e multa de até três vezes o valor da vantagem obtida em decorrência do crime.

3. O bem jurídico protegido no delito de uso de informação privilegiada no mercado de valores.

O Direito Penal como modalidade de controle social, agrega à função de controle social a proteção de bens jurídicos³⁴⁶. A delimitação do bem jurídico é questão chave quanto à figura típica do delito de uso indevido de informação privilegiada. Não há na doutrina consenso quanto a este ponto. Assim, a determinação quanto a este ponto condicionará a interpretação do tipo legal.

Nas últimas décadas, a doutrina europeia evoluiu significativamente quanto às construções acerca do bem jurídico protegido no delito de *insider trading*. Não obstante, talvez pela complexidade própria do sistema, diversos foram os bens jurídicos apontados como dignos de tutela quanto ao delito de uso indevido de informação privilegiada. Assim, ao mesmo tempo em que se identificaram os interesses patrimoniais dos investidores ou os interesses patrimoniais da empresa como possíveis bens jurídicos protegidos; considerou-se que a tipologia afetaria bem jurídico de caráter supraindividual, a exemplo do correto funcionamento do mercado de valores, da confiança dos investidores no mercado ou dos interesses econômicos financeiros de modo geral.

A questão a ser examinada está centrada na proteção dos bens jurídicos supraindividuais como merecedores da tutela penal, no sentido de que a proteção de tais bens jurídicos poderia ser alcançada por meio da tipificação de delitos patrimoniais individuais. Com efeito, diante da dimensão, generalizada e coletiva dos bens jurídicos supraindividuais, nem todos eles despertam a convicção da necessidade da intervenção do Direito Penal. Não obstante, atualmente existe considerável consenso quanto à aceitação da tutela penal dos bens

³⁴⁶ ROXIN, C. *Derecho Penal – Parte general. Fundamentos, la estructura de la teoría del delito. Tomo I*. Madrid: Civitas, 1997. Não obstante, diversas são as manifestações em sentido contrário, especialmente a expressada por Jakobs para quem o Direito Penal visa salvaguardar a vigência da norma, não se voltando à tutela de bens jurídicos (JAKOBS, G. *Qué protege el derecho penal: bienes jurídicos o la vigencia de la norma?* Mendonza: Cuyo, 2004). Acerca dessa discussão: HEFENDEHL, R. *La teoría del bien jurídico, Fundamento de legitimación del derecho penal o juego de abalorios dogmático?* Madrid: Marcial Pons, 2007; e GRECO, L. Princípio da ofensividade e crimes de perigo abstrato – uma introdução ao debate sobre o bem jurídico e as estruturas do delito. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, n. 49, 2004, pp. 89-147.

jurídicos supraindividuais que correspondam a denominados direitos sociais e econômicos de relevância constitucional, especialmente aqueles de titularidade compartilhada e indisponíveis para seus titulares individualmente considerados³⁴⁷.

O tema em questão produziu uma interessante discussão por parte da doutrina alemã, exposta por Gueerds que recopila várias opiniões a respeito. Para Grünwaldos bens jurídicos supraindividuais possuem uma superior qualidade, ainda que no fundo protejam bens jurídicos de caráter individual frente a ataques patrimoniais. Por outra parte, Lampe considera que os delitos econômicos somente lesionam de forma direta bens jurídicos individuais, e que contra os bens jurídicos coletivos somente é possível advertir perigo abstrato, supondo certa expansão do Direito Penal, o que colide com seu caráter fragmentário. Também, Schlüchter ao mesmo tempo que reconhece a existência de interesses coletivos, nega que os mesmos possam ser considerados como bens jurídicos penais, e, portanto, sejam dignos merecedores da tutela penal³⁴⁸.

Também, os integrantes da denominda escola de Frankfurt (Hassemer, Herzog, Prittiwitz), bem como Silva Sánchez, são contrários ao que se tem por criminalização difusa, defendendo a adoção de instrumentos jurídicos diferenciados para este âmbito, a exemplo do Direito Penal de duas velocidades³⁴⁹.

Diante das perspectivas expostas, considera-se acertado que os bens jurídicos supraindividuais comportam proteção penal, voltado à tutela de certos valores ou interesses fundamentais para a sociedade³⁵⁰. Em se tratando de criminalidade econômica, conforme já reafirmado ao longo deste trabalho, estar-se-ia referindo a interesses imprescindíveis para o correto desenvolvimento da economia.

³⁴⁷Oportuno realçar a posição de García Arán: “en principio no hay nada que objetar a la protección penal de bienes jurídicos colectivos que se corresponden con los denominados derechos sociales y económicos y que tienen relevancia constitucional. En relación a ellos, adquiere sentido la protección penal de los derechos de los trabajadores relativos a las condiciones de contratación o de seguridad e higiene, la protección del medio ambiente o la protección penal del medio histórico en cumplimiento de un mandato constitucional expreso contenido en el art. 46 CE” (GARCÍA ARÁN, M. Constitución y Derecho Penal, veinte años después. In: NIETO MARTÍN, A. *Homenaje al Dr. Marino Barbero Santos “In memoriam”*. Cuenca: Ediciones de la Universidad de Castilla-La Mancha, Ediciones de la Universidad de Salamanca, 2001. p. 290).

³⁴⁸GÓMEZ INIESTA, D. J.Op. cit. p. 262.

³⁴⁹SILVA SÁNCHEZ, J. M. Op. Cit. P. 124 e ss. Ainda sobre o tema: SILVEIRA, R. M. J. *Direito penal econômico como direito penal de perigo*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2006, p. 61 e ss.

³⁵⁰Para Mir Puig, o critério básico para a valoração dos bens jurídicos penais corresponde à consideração destes como valores fundamentais para a vida social. O autor expressa que a decisão de criminalizar determinado interesse deve cristalizar-se sobre este ponto. Não obstante, chama a atenção para a dificuldade de precisar quando o interesse é fundamental para a sociedade, eis que, reconhece se tratar de uma questão valorativa (MIR PUIG, S. Bien jurídico y bien jurídico-penal como límites del ius puniendi. *Estudios penales y criminológicos*. 1991, nº XIV. p. 209).

Neste sentido, ao mesmo tempo em que se reconhece a conveniência de admitir e proteger penalmente os bens jurídicos coletivos³⁵¹, não se pode deixar de considerar as difíceis questões apresentadas diante da falta de concreção da maioria dos bens jurídicos coletivos objeto da tutela penal. As consequências desta problemática estenderam-se ao conceito de bem jurídico, fazendo duvidar de sua validade como critério limitador e legitimador da intervenção penal³⁵².

Portanto, a tipificação de uma determinada conduta como delito deve atender aos critérios de merecimento e necessidade da pena, que, em coerência com os princípios da subsidiariedade de fragmentariedade, exigem um juízo de racionalidade a respeito dos valores que se pretende proteger. A intervenção penal justifica-se frente aos ataques especialmente graves ao bem jurídico, de modo que o Direito Penal como *ultima ratio*, somente deve intervir quando outros segmentos do ordenamento jurídico não respondam adequadamente à necessidade de proteção ao bem jurídico que se pretende tutelar³⁵³. Daí que a norma jurídica incriminadora nasça para preservar os interesses especialmente relevantes para uma sociedade.

Definitivamente, quanto ao uso indevido de informação privilegiada no mercado de valores parece possível afirmar que a necessidade da intervenção penal tem lugar em razão da

³⁵¹ Importante destacar que nem todos os bens jurídicos coletivos são merecedores da tutela penal, senão aqueles que correspondem às mesmas condições exigidas para os bens jurídicos penais individuais. Para Otto “en todo bien jurídico social se encuentra a la vez implícita la conexión con el individuo; en todo bien jurídico individual la conexión con la sociedad. La problemática de la protección de los bienes jurídicos es configurada mediante el equilibrio de estos intereses en el caso concreto, pero no mediante la problemática de bienes jurídicos sociales o delitos de peligro abstracto”. Conclui ainda que “su reconocimiento tampoco exime, por consiguiente, de la comprobación tanto del merecimiento como de la necesidad de la respuesta con una pena a la conducta sometida en el caso concreto a una sanción penal” (OTTO, H. El abuso de información privilegiada como delito de peligro abstracto. In: A.A.V.V. *Hacia un Derecho penal económico europeo. Jornadas en homenaje al Profesor Klaus Tiedemann*. Madrid: Consejo General del Poder Judicial, 1995, p. 4666).

³⁵² Hirsch aponta para uma crise acerca do conceito de bem jurídico em razão da ampliação constante do círculo de bens jurídicos universais, ao processo de “espiritualização” dos bens jurídicos, a tendência à “desmaterialização” do conceito de bem jurídico, que conduz à deslegitimação de tal conceito para a valorização do merecimento da tutela penal (HIRSCH, H. J. Acerca del estado actual de la discusión sobre el concepto de la discusión sobre el concepto del bien jurídico. In: AAVV. *Modernas tendencias en la ciencia del Derecho Penal y de en la Criminología*. Madrid: UNED. 2001, p. 381).

³⁵³ As limitações derivadas do princípio da *ultima ratio* foram afetadas pela proliferação de bens jurídicos coletivos no Direito Penal. Deste modo, alerta-se para o risco de ampliação excessiva da intervenção penal, já que não se trata de proteger aos interesses humanos concretos, senão a proteção de instituições sociais ou “unidades funcionais de valor”. Neste sentido: HASSEMER, W. Lineamentos de una teoría personal del bien jurídico. *Doctrina Penal: teoría y práctica en las ciencias penales*. 1989, v. 12, fascículo 45/48, p. 279. Entre nós, considera Prado que “(...) o juízo de valor sobre a relevância de determinado bem jurídico metaindividual – coletivo ou difuso – exige o reflexo na órbita individual ou social para a sua vulneração. Esse Estado não pode desconhecer a significação que por si mesma implica extensão social de um determinado interesse, mas, de outro lado, não pode prescindir de reclamar como mínima uma determinada gravidade na repercussão do bem jurídico coletivo ou difuso na esfera individual. Isso para se evitar a perigosa tendência que tem quase todo Estado social de hipertrofiar o Direito Penal através de uma administrativização de seu conteúdo, o que se verifica quando se prima em excesso pela ordem coletiva” (PRADO, L. R. Op. cit., p. 110).

importância dos interesses em jogo³⁵⁴, é dizer, diante da conveniência da proteção da transparência informativa das cotizações, fundamental para o bom funcionamento do mercado de valores, entendendo-se este como parte importante, para não dizer central, do modelo econômico atual; ou bem diante da necessidade de proteger ao investidor, assegurando a igualdade no acesso à informação, evitando enriquecimentos ou prejuízos provocados injustamente em razão pela atuação do *insider*, com base em sua vantagem informativa. Essas conclusões decorrem ainda dos princípios constitucionais regentes da ordem econômica.

3.1. Teorias acerca do bem jurídico protegido pelo crime de uso indevido de informação privilegiada.

Conforme já se afirmou, a doutrina não é pacífica quanto ao bem jurídico protegido pelo uso indevido de informação privilegiada, sendo vários os argumentos esgrimidos acerca deste ponto. Não há consenso no direito comparado. González Cussac, na linha do pensamento do penalista alemão Stratenwert, trabalhou os diversos fundamentos apontados pela doutrina sobre o bem jurídico tutelado pela tipologia. O primeiro argumento aponta que o bem jurídico protegido corresponderia aos interesses gerais concretizados no correto funcionamento do mercado de valores (Mignoli, Formoster). O segundo critério observado faz referência à lesão aos interesses patrimoniais do investidor, em razão da quebra de confiança no mercado de valores, diante da violação da igualdade de condições entre os investidores que operam no mercado (Herman, Alessi). Por último, cabe considerar a teoria da apropriação indevida (*misappropriation theory*), desenvolvida pela doutrina norte-americana, segundo a qual o bem jurídico afetado pelo delito de uso de informação privilegiada corresponde aos interesses empresariais transgredidos por seus empregados (Brudney)³⁵⁵. Não obstante, todos estes critérios isoladamente considerados são insuficientes para a elevação à categoria de bem jurídico penalmente tutelado. Por isso, a doutrina alemã, representada por Dingdeldey e Stratenwerh, sinaliza que o único caminho satisfatório parece ser a elaboração de um bem jurídico pluriofensivo que acolha tanto o interesse supraindividual, à medida que a ação

³⁵⁴ Neste sentido Elena Íñigo Corroza entende que “la estabilidad y subsistencia de la actividad económica de un país puede ser un bien merecedor de atención penal, puesto que la lesión de esta puede poner en peligro o lesionar la estabilidad social. Así y según entiendo, cuando el legislador habla de mercado se está refiriendo al lugar donde se desarrolla una política económica concreta, Por tantop, todo lo que afecte a esta política económica que se concreta en distintos aspectos según el tipo de mercado puede ser (y digo puede) objeto de protección penal” (CORROZA, E. I. La relevancia del fraude en los delitos de competencia en concreto: maquinaciones para elevar el precio de las cosas (art. 284 CP) y uso de información privilegiada (art. 285). In: SILVA SÁNCHEZ, J. M. (dir.). *Libertad económica o fraudes punibles? Riesgos penalmente relevantes e irrelevante en la actividad económico- empresarial*. Madrid: Marcial Pons, 2003, p. 290).

³⁵⁵ GONZÁLEZ CUSSAC, J. L. Op. cit. p. 140.

insider afeta consideravelmente o mercado de valores, quanto interesses particulares das empresas e dos investidores.

Conforme aponta Veja Gutierrez, a partir desta inicial delimitação, surgiram outras posições ou matizes dos critérios inicialmente empregados. Neste sentido, aponta-se como objeto de tutela da tipologia a proteção ao correto funcionamento do mercado de valores, também destaca-se que o objeto de proteção do *insider trading* seriam três aspectos essenciais do sistema bursátil previsto na regulação administrativa: a segurança das transações, a correta formação dos preços e a proteção do sistema bursátil. Outros autores enfatizam com algumas variações a confiança e a transparência informativa do mercado, a proteção ao patrimônio individual, a participação do investidor no mercado, além da proteção da justiça informativa das cotizações³⁵⁶.

Há quem entenda que o bem jurídico a que se pretende tutelar pela criminalização do *insider trading* corresponde a uma “realidade polifacetada ou poliédrica”³⁵⁷, pois, se por um lado pretende proteger a confiança dos investidores no correto funcionamento do mercado, por outro, tutela a decisão econômica individual de investimento, no sentido de assegurar a igualdade de informação para todos os potenciais investidores.

Não obstante, a doutrina majoritária sugere que a proteção expressada pela tipologia está pautada no correto funcionamento do mercado de valores, no qual se assegure a igualdade de oportunidades aos investidores, configurando um espaço de mercado transparente e merecedor da confiança de todos os operadores econômicos.

3.1.1. Os interesses patrimoniais dos investidores.

O primeiro aspecto a ser considerado no estudo do bem jurídico protegido em qualquer delito econômico refere-se ao patrimônio dos prejudicados pela conduta delitiva. Neste sentido, na hipótese de que os reais prejudicados pelo delito de uso indevido de informação privilegiada correspondam aos investidores que experimentaram perdas em consequência da ação do iniciado, estar-se-ia predeterminando o uso indevido de informação privilegiada como um delito patrimonial

Em algumas legislações o crime de *insider trading* está elencado entre os delitos contra o patrimônio, como é o caso do Código Penal Suíço, porém, tal fato não constitui fator decisivo para a determinação do bem jurídico. Neste sentido, Hurtado del Pozo considera que

³⁵⁶VEGA GUTIÉRREZ, Op. Cit., p. 104-105.

³⁵⁷COSTA, J. F e RAMOS, M. E. Op. cit. p. 37-38.

tanto o legislador suíço quanto a doutrina destacam que escassas vezes as operações de iniciados causam um dano patrimonial aos particulares, assinalando que a localização do delito no capítulo que trata dos delitos patrimoniais, decorre da oportunidade ou da comodidade da técnica legislativa³⁵⁸. Tudo isso serve para ilustrar o desacerto na associação do bem jurídico protegido pelo abuso de informação e a teoria dos interesses patrimoniais dos investidores.

O eventual dano patrimonial estimado como consequência de uma operação com base em informação privilegiada estaria determinado no caso de venda de valores e poderia ser atribuído pela diferença entre a cotização alcançada pelos títulos ao incorporarem ao mercado a informação privilegiada e, a cotização dos mesmos no momento em que foi realizada a operação. Conforme afirma Prieto del Pino nestes casos verifica-se um lucro cessante, já que ao invés de receber o preço correto, obtêm-se o preço determinado pelo mercado no momento da venda em conformidade com os dados conhecidos. Em contrapartida, nos supostos em que o investidor adquire determinado valor dos quais pretende se desfazer o iniciado, segundo a autora, caberia falar em dano emergente, integrado pela diferença entre o preço pago e o preço registrado pelo mercado ao conhecer a notícia que serviu de base para a atuação do *insider*³⁵⁹.

Assim, diante dos efeitos decorrentes das condutas realizadas pelos iniciados sobre o patrimônio dos investidores, pode-se considerar que os casos que derivam perdas decorrem da falta de informação. Portanto, parece evidente que o *insider trading* pode acarretar danos patrimoniais aos investidores. Parecer que não foi a proteção patrimonial do investidor o foco central de atenção do legislador ao criminalizar o uso indevido de informação privilegiada no mercado de valores, tanto que o dano patrimonial não se verifica em todos os casos, conforme conclui-se da análise das demais teorias acerca do bem jurídico protegido.

Por outra parte, imperioso reconhecer as dificuldades para a comprovação da lesão ao patrimônio dos investidores, dada a complexidade das operações envolvidas. Tratando-se das condutas desenvolvidas no mercado de valores, as características próprias deste âmbito, tais como o anonimato e o caráter impessoal das operações, dificultam a comprovação do dano. A determinação dos investidores efetivamente prejudicados pela conduta *insider* demandaria o estudo das operações efetuadas no mercado sobre o valor de referência no período entre a primeira operação do iniciado e a que desfizesse esta posição. Contudo, a impossibilidade e a

³⁵⁸ HURTADO POZO, J. El delito de explotación de información privilegiada en el Código Penal suizo. In: AAVV. *Hacia un Derecho penal económico y europeo*. Madrid: Boletín Oficial del Estado, 1995. p. 419.

³⁵⁹ PRIETO DEL PINO, A. M. Op. cit. p. 166.

dificuldade de demonstração do dano a ser ressarcido³⁶⁰ não parecem suficientes para justificar a inexistência do delito.

Por fim, ainda que se possa considerar que os interesses patrimoniais dos investidores integrem o bem jurídico protegido pelo crime de uso indevido de informação privilegiada, não se pode afirmar ser este o objeto único da tutela penal.

3.1.2. Os danos aos interesses da empresa.

A teoria que encampa a proteção dos interesses da empresa como fundamento do bem jurídico protegido no crime de uso indevido de informação privilegiada parte da necessidade de protegê-la das condutas dos *insiders*, o que implicaria na vulneração dos deveres de lealdade e confiança devidos por determinada pessoa em razão do cargo ou função que ocupada, além do dano à reputação da sociedade. Assim, a lealdade constitui elemento fundamental para o desenvolvimento interno da empresa.

Portanto, a questão central a ser considerada em se tratando dos interesses da empresa, está em se saber se as operações com base em informação privilegiada podem dar causa a um descrédito em relação à empresa, não somente para afetar o preço dos valores por ela negociados no mercado, senão também de modo a repercutir negativamente sua imagem e reputação, prejudicando seu funcionamento normal e prestígio no mercado. Neste sentido, cabe considerar que o acesso às informações reservadas utilizadas pelo agente *insider* seja factível em razão da posição que ocupa na empresa.

Este modelo, conhecido como a teoria do dever fiduciário (*fiduciary duty theory*), tem sua origem no ordenamento norte americano, e apregoa que diante da ausência de disposições específicas sobre a matéria, os tribunais aplicavam aos casos de abuso de informação privilegiada normas sancionadoras de fraude de direito comum. Assim, a vulneração do dever de lealdade converteu-se em elemento integrante da figura do *insider trading*. Em um primeiro momento, esta teoria foi aplicada somente a pessoas vinculadas diretamente à sociedade, porém mais tarde sua aplicação estendeu-se a pessoas externas à sociedade mercantil, porém contratualmente a ela vinculadas. A proteção dos interesses da empresa,

³⁶⁰Neste sentido, considera Monroy Antón que “la determinación de qué inversores han sido perjudicados requeriría tan sólo un estudio de las operaciones efectuadas en el mercado sobre el valor de referencia en el período entre la primera operación del iniciado y la que deshaga esa posición (ya que no ocurrir esto no habría un beneficio real, sino latente, y por tanto no habría delito). Es cierto que ese estudio requiere gran cantidad de trabajo, pero no se puede hablar de dificultad en sentido técnico, sino de capacidad de trabajo de los investigadores, algo a lo que no se puede renunciar si de verdad se desea perseguir este tipo de delito, de fácil encubrimiento precisamente por requerir mucho trabajo su investigación y contar con pocos medios los organismos encargados de vigilarlos” (MONROY ANTÓN, A. J. Op. cit. p. 54).

portanto, parte de que o iniciado viola os deveres de lealdade e confiança para com a sociedade a que se encontra vinculado, já que o acesso à informação reservada decorre do cargo ou função por ele ocupada, aproveitando-se da informação para atender interesse pessoal.

O sujeito que negocia sobre valores da empresa utilizando-se de informação privilegiada, descumprindo a relação fiduciária que lhe une a empresa, está sujeito à resolução contratual que a lei confere ao sujeito passivo prejudicado pela atividade do *insider*.

Além dos danos derivados da vulneração do dever de lealdade, os interesses da empresa podem ser afetados em razão dos danos patrimoniais derivados da operação do *insider*, bem como em decorrência da repercussão negativa à imagem comercial da empresa. Não obstante, cabe reconhecer que os possíveis danos imateriais da empresa são de difícil apreciação.

As posturas que assumem as teses relativas aos danos irrogados à empresa receberam importantes críticas por parte da doutrina. Strantenweth considera que o dano irrogado aos interesses societários é de difícil determinação, no sentido de identificar o interesse social diretamente violado pela conduta do *insider*. Estima que a vantagem econômica derivada de sua conduta não recai sobre a empresa a que se relaciona a informação, senão sobre os demais investidores do mercado, os quais se conhecedores da informação não haveriam negociado em um ou outro sentido. Além disso, considera o autor que o desprestígio da companhia não merece proteção penal, já que não existirá prejuízo enquanto não se identifique o autor do abuso e se demonstre seu vínculo com a sociedade³⁶¹.

De outra parte, sobre este aspecto, Seminara considera que o *insider trading*, por regra geral, não produz nenhum dano patrimonial ou moral para a sociedade. Do ponto de vista subjetivo, ressalta que o abuso de informação vincula-se a determinadas pessoas que guardam dever de sigilo em razão da posição ou função que ocupam na empresa. Portanto, aponta certa contradição: a legitimação ativa para a interposição de queixa, no caso de *insider trading* danoso aos interesses da empresa, corresponderia ao conselho de administração, ainda que paradoxalmente, sejam estes os sujeitos com maior probabilidade de realizar a conduta criminosa. Assim, somente em casos muito especiais, como na fase de liquidação da empresa, ou nos casos de toma de controle de uma companhia por outra, pode a sociedade perseguir a

³⁶¹STRATENWERTH, G. Zum Straftatbestand des Missbrauchs von Insiderinformationen. En: *Fs. Für F. Vischer*. Zurich, 1983. Apud PRIETO DEL PINO, A. M. Op. cit. p. 188.

seus próprios administradores a fim de exigir a restituição de valores alcançados, existindo sempre o risco de que não se possa recuperar o valor devido³⁶².

No plano objetivo, considerados os interesses da sociedade como bem jurídico lesionado pelo crime de uso indevido de informação privilegiada, conforme a argumentação de Seminara, a informação relevante teria que se referir a fatos internos da companhia, excluindo-se as informações sobre os fatos relevantes relacionados ao mercado (*market information*) ou com as diversas sociedades que integra o iniciado, como podem ser as sociedade coligadas ou a sociedade objeto e uma OPA³⁶³.

Por fim, não parece correto afirmar que a lesividade social do uso indevido de informação privilegia se radique na nocividade aos interesses da empresa, já que não constitui característica comum a todas as operações de iniciados. Assim, considerar que o bem jurídico penalmente tutelado pelo crime de uso indevido de informação privilegiada se esgota no prejuízo empresarial, implica na redução do âmbito de aplicação da tipologia, já que o dano à empresa não constitui característica comum a todas as operações de iniciados³⁶⁴.

3.1.3. A igualdade de oportunidades.

Segundo essa teoria, no momento em que os investidores realizam suas transações no mercado de valores, devem estar igualmente informados acerca dos valores cotizados no mercado, de modo que nenhum deles possa atuar com base em superioridade informativa, em detrimento dos demais investidores. O princípio da igualdade entre os investidores implica não somente na obrigação de informar por parte daquele que possui a informação reservada, senão também, pressupõe o direito a ser informado.

Assim, estima-se que protegendo a igualdade entre os investidores, evita-se que aqueles que disponham de informações privilegiadas, especializados ou não, enriqueçam em prejuízo daqueles que não possuem o mesmo tipo de informação. É dizer, a transparência do mercado resultaria protegida desde o momento em que a igualdade se traduz em real informação. Neste sentido Valenzuela Garach considera que a luta contra o *insider trading*

³⁶²SEMINARA, S. *Insider trading e diritto penale*. Milano: Giuffrè, 1989, p. 15-17.

³⁶³Idem. Op. cit. p. 16.

³⁶⁴Neste aspecto, Neves destaca que “há grande dificuldade em estabelecer um vínculo direto entre a ocorrência do dano à imagem da companhia e a utilização da informação privilegiada por uma pessoa a ela relacionada. Muitas vezes a conduta praticada pelo *insider* não é capaz de afetar a situação patrimonial da sociedade e, muito menos, de acarretar uma repercussão negativa à imagem da sociedade (NEVES, H. R. F. Bem jurídico protegido pelo crime de insider trading. *Boletim Instituto Brasileiro de Ciências Criminais*, São Paulo, v. 21, n. 252, p. 7. Também em: NEVES, H. R. F. *Direito administrativo sancionador e o crime de insider trading*. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2013).

encontra fundamento na ideia de total publicidade a fim de salvaguardar a igualdade dos investidores. Neste sentido, afirma que o fundamento desta luta contra as práticas de *insider trading* consiste em que não existam operadores, especializados ou não, que disponham de informação secreta ou privilegiada que possam utilizar como base de negociação, em benefício próprio ou de terceiros.

Trata-se de assegurar a oportunidade de negociar no mercado de valores em igualdade de condições por parte dos demais operadores do mercado³⁶⁵, o *fair play* que deve imperar no mercado, lastrado em uma base informativa que reflita, fidedignamente, os dados relacionados aos valores cotizados, propiciando a correta formação dos preços³⁶⁶.

É bem verdade que a isonomia real entre os investidores se revela utópica, conforme já examinado no capítulo segundo, não só em razão da inexistência de mercados perfeitos³⁶⁷, senão também pela diversidade entre os operadores do mercado. Isso porque, no jogo do mercado de valores, por sua própria natureza, é possível existam indivíduos melhor informados, ou que determinados sujeitos absorvam de forma mais eficiente as informações publicizadas, sendo tal fator parte integrante do risco das operações do mercado de valores. Assim, ainda que por um pequeno lapso temporal, compreendido entre o momento em que surge a informação reservada e sua divulgação ao público em geral, um grupo reduzido de pessoas têm acesso prioritário à informação em razão do exercício de sua atividade profissional, existirá uma inevitável desigualdade entre os investidores.

Parece mais acertado considerar a igualdade de acesso à informação, é dizer, a igualdade de oportunidades entre os investidores, já que a isonomia substancial parece ser inalcançável³⁶⁸, diante da existência de uma assimetria informativa inerente ao mercado de valores, pela presença de uma grande variedade de investidores (institucionais, intermediários financeiros, analistas econômicos, ente outros) que, em razão da atividade que desenvolvem

³⁶⁵VALENZUELA GARACH, F. Op. cit. p.198.

³⁶⁶Neste sentido: FARALDO CABANA, P. Op. cit. p. 5.

³⁶⁷O ideal de mercado perfeito corresponde àqueles mercados nos quais o grau de eficiência informativa verifica-se em seu grau máximo, é dizer, quando os preços expressam toda a informação relevante acerca dos valores cotizados. Conforme explicam Samuelson e Nordhaus, “eficiencia se utiliza en teoría financiera en un sentido diferente al de otras partes de la economía. Aquí significa que la información se absorbe rápidamente y no que los recursos generan máxima producción” (SAMUELSON, P. A. e NORDHAUS, W. D. *Economía*. 16ª ed. Madrid: McGraw- Hill, 1999, p. 481).

³⁶⁸Alguns autores consideram que, por si só o critério da igualdade constitui um objetivo de moralização do mercado. Andrea Bartalena considera este interesse pouco decisivo para reclamar ao Direito Penal a correção da desigualdade, quando o próprio sistema econômico a permite como demonstra a existência de monopólios que subtraem à livre concorrência (BARTALENA, A. *Insider trading*. In: *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale*. Vol. VII, UTET, 1992, p. 403; GONZÁLEZ CUSSAC, J. L. Op. Cit. p. 140-141). No mesmo sentido, Diego José Gómez Iniesta estima que a desigualdade entre os investidores torna impossível acudir à repressão penal, já que não é função do Direito Penal corrigir desigualdades (GÓMEZ INIESTA, D. J., Op. cit., p. 271).

no mercado e por sua especial capacidade técnica dispões de certa vantagem se comparados aos investidores comuns, seja porque podem aceder prioritariamente à informação, porque acompanham com maior acuidade as informações divulgadas ao mercado, seja em razão da especial capacidade de análise dos dados disponíveis acerca dos valores negociados.

Neste sentido, sobre a igualdade teórica no acesso à informação reservada pesam duas importantes limitações. Por um lado, a existência de privilégios informativos inerentes ao funcionamento e à estrutura do mercado de informação relevante para o mercado de valores atenua de maneira muito significativa o alcance do próprio conceito de igualdade; e, por outra parte, a igualdade no âmbito do mercado de valores somente se relaciona à informação que deve ser obrigatoriamente divulgada pelo emissor do valor, deixando de lado as informações relativas à entidade emissora que possam, igualmente, influenciar na cotização dos valores. Portanto, conclui Prieto del Pino que o dano presumido em razão operações de iniciado à igualdade no acesso dos investidores à informação somente poderia incidir, em todo caso, sobre uma igualdade *sui generis* e restrita³⁶⁹.

Por tanto, considerada a distinção entre a igualdade entre os investidores e a igualdade de oportunidades no mercado de valores, tem lugar a asserção formulada por Sánchez Guilarte e Tapia Hermida no sentido de que a confiança sobre a que se erige o mercado de valores requer certa transparência informativa que assegure ao investidor que a informação que lhe é disponível seja suficiente e veraz, sem que exista informação relevante à que não tem acesso que, por si só implicaria em vantagem informativa injustificável que alteraria a igualdade de oportunidades que deve existir entre todos os que tem acesso ao mercado de ações³⁷⁰.

Neste sentido Veja Gutiérrez toma a igualdade de oportunidades como ponto de partida para a concreção do bem jurídico protegido pelo crime de *insider trading*, considerando que a norma pretende proteger a igualdade de risco inerente às operações realizadas em bolsa, no sentido de que independentemente dos resultados alcançados em razão de tais operações (ganhos ou prejuízos), todos os participantes tenham assumido os mesmos riscos inerentes às operações realizadas no mercado de valores³⁷¹.

³⁶⁹PRIETO DEL PINO, A. M. Op. cit. p. 180.

³⁷⁰SÁNCHEZ GUILARTE, J. e TAPIA HERMIDA, A. Op. cit. p. 751.

³⁷¹VEGA GUTIÉRREZ, J. Z. *Mercado de Valores em Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursáril: insider trading*. Madri: Edisofer. 2013. p. 160.

3.1.4. A confiança dos investidores.

Talvez seja esta a posição mais difundida em relação à proteção do bem jurídico protegido no crime de uso indevido de informação privilegiada; o entendimento de que as operações com base em informação privilegiada menoscabam a confiança dos investidores no correto funcionamento do mercado de valores³⁷². Isso porque, a garantia da confiabilidade no sistema contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais, atraindo a ação dos investidores.³⁷³

A origem da teoria da confiança tem lugar na doutrina norteamericana, já que foi Herman quem a mencionou pela primeira vez, ao entender que o fato de que alguns investidores dispusessem de um melhor e mais rápido acesso à informação vulneraria a confiança dos demais, retraindo a demanda deste mercado determinado³⁷⁴. Porém, foi na Europa onde esta teoria encontrou ampla aceitação.

Para um setor da doutrina, a quebra da confiança dos investidores corresponde a um efeito negativo com repercussões econômicas estreitamente relacionadas à lesão da igualdade de oportunidades dos investidores no mercado de valores. Deste modo, a constatação por parte dos investidores da presença de *insiders* atuando acarreta o rechaço ao mercado de valores, com prejuízo próprio e para o sistema econômico em seu conjunto. A presença de indivíduos com certa vantagem informativa atuantes no mercado, o que lhes permitiria alcançar benefícios superiores à média, afasta aos investidores “não informados”, os quais tendem a dirigir suas economias a outros meios de poupança com menores riscos³⁷⁵.

Neste sentido, Arroyo Zapatero erige a confiança dos investidores no mercado de valores como bem jurídico a ser protegido pela tipologia na esfera administrativa e na via

³⁷²Entre nós, aderem a tal posicionamento: NEVES, H. R. F. Op. cit. p. 8; BITTENCOURT, C. R. e BRENDA, J. Crimes contra o sistema financeiro nacional & contra o mercado de capitais. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010, p. 368; PROENÇA, J. M. M. Op. cit. p. 322; SANCTIS, F. M. *Delinquência econômica e financeira*. Rio de Janeiro: Forense, 2015 p. 107; MIKALOVSKI, A. Crimes contra o mercado de capitais. Curitiba: Juruá. 2014, p. 14.

³⁷³PROENÇA, J. M. M. Op. cit., p. 45.

³⁷⁴HERMAN, E. S. Equity funding, inside information and the regulators. *UCLA LawReview*. 1974, n. 21, p. 1-28.

³⁷⁵Neste sentido: ARROYO ZAPATERO, L El abuso de información privilegiada en el Derecho español. En: ARROYO ZAPATERO, L eTIEDEMANN, K. *Estudios de Derecho Penal económico*. Cuenca: Ediciones de la Universidad de Castilla la Mancha, 1994, p. 45- 61; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, J. El abuso de información privilegiada. In: BACIGALUPO, E. *Derecho penal económico*. Buenos Aires: Hammurabi, 2000. p. 431-467; MUÑOZ CONDE, F. Delincuencia económica: estado de la cuestión y propuestas de reforma. En: AAVV. *Hacia un derecho penal económico europeo*. Madrid: Boletín Oficial del Estado, 1995, p. 275-276; SÁNCHEZ GUILARTE, eJ. TAPIA HERMIDA, A. Op.cit. p. 762.

criminal³⁷⁶. Na Europa, pode-se afirmar que este segmento da doutrina apoiou seu posicionamento na Diretiva 89/592/CE do Conselho, de 13 de novembro, sobre a coordenação das normas relativa às operações com informação privilegiada que, em seu preâmbulo considera:

“(…) que o bom funcionamento do mercado em questão depende em grande medida da confiança que inspire aos investidores (...) que essa confiança assenta, nomeadamente, na garantia dada aos investidores de que estão colocado num plano de igualdade e que serão protegidos contra a utilização ilícita da informação privilegiada, (...) que as operações de iniciados, em virtude de beneficiarem certos investidores relativamente a outros, podem por em causa essa confiança e dessa forma prejudicar o bom funcionamento do mercado”.

A tutela da confiança dos investidores está, portanto, relacionada à igualdade de nas relações econômicas e ao correto funcionamento do mercado de valores que, por sua vez, pautam os princípios orientadores a legislação atinente ao mercado de valores³⁷⁷. Para tal teoria, a confiança no correto funcionamento do mercado de valores constitui bem jurídico supraindividual a ser protegido pela normativa *anti-insider*, é aceitável somente se entendido seu conteúdo material, portanto, prefere-se afirmar diretamente a confiança dos investidores no mercado de valores como o bem mais valioso, concretizado como peça chave das relações econômicas.

Resumidamente, os que entendem a confiança dos investidores como bem jurídico diretamente afetado pela conduta do *insider*, partem de que a ruptura do princípio de igualdade de oportunidades quebra a confiança dos demais investidores no mercado de valores, até o ponto em que sejam prejudicadas as funções próprias que deve cumprir, especialmente, no que concerne à distribuição do investimento público dirigido ao setor privado. Esta posição alberga-se na concepção de bem jurídico defendido por Otto, para quem a proteção da confiança é elemento integrante da proteção de todos os bens jurídicos, assim, do ponto de vista funcional-personalista relaciona o funcionamento do sistema à confiança depositada no mercado³⁷⁸.

³⁷⁶ARROYO ZAPATERO, L. El abuso (...), p. 70. No mesmo sentido: RODRÍGUEZ MOURULLO, G. La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores ante el Derecho penal. *Poder Judicial*. 1989, nº Especial IX, p. 237-250.

³⁷⁷GÓMEZ INIESTA, D. J.Op. cit. p. 296.

³⁷⁸OTTO, H. Kozeptionun Grundsätzedes Wirtschaftsstrafrechts (einschliesslich Verbraucherschutz). Dogmastischer Teil I. *ZStW*, 96, 1984, FET 2, p. 344. *apud* PRIETO DEL PINO, A. M. p. 196.

3.1.5. O correto funcionamento do mercado de valores.

Diante de tudo o até aqui foi exposto, parece evidente que a informação constitui elemento fundamental no modelo econômico atual, como consequência da livre concorrência. Em uma economia de mercado, a ideia de livre concorrência está associada ao fato de que os preços se formam livremente, uma vez que coincidem com oferta e demanda, refletindo toda a informação relativa a um determinado valor. A existência de operações com base em informação privilegiada, supõe uma base informativa desconhecida por parte dos investidores, atingindo negativamente a eficiência do mercado, afetando a alocação dos recursos, já que a informação disponível ao investidor em geral resulta parcial, limitada e tardia.

Daí, para que o mercado de valores se desenvolva otimamente, demanda-se a comunicação de qualquer fato relevante que possa surgir em relação a determinado valor com a máxima brevidade, a fim de possibilitar ao investidor exercer o correto juízo acerca dos valores sobre os quais pretende dirigir seus investimentos, assim como para evitar práticas fraudulentas que possam obscurecer o funcionamento dos mecanismos econômicos de distribuição da informação e sua consequente incorporação ao mercado.

Tomando-se em conta o interesse supraindividual, que suscita a necessidade da intervenção penal, pode não ter fundamento em uma necessidade individual, o que permite distinguir do tradicional bem jurídico individual diante da amplitude da ofensa. Assim, o interesse difuso ou coletivo caracteriza-se por corresponder a uma pluralidade de interesses individuais. A capacidade difusa e indeterminada da utilização indevida de informação privilegiada no mercado de valores pode induzir a consequências socialmente negativas. Neste sentido, Palazzo chega a afirmar que uma turbacão grave do mercado de valores produz prejuízos não somente aos investidores, senão também ocasiona a dispersão da riqueza nacional capaz de condicionar a política econômica social³⁷⁹.

O autor aponta como característica geral do bem jurídico difuso ou coletivo o peculiar modo como o interesse individual, que constitui sua base, posiciona-se de forma homogênea, amalgamada ou estreitamente vinculada a um único interesse. Deste modo, partindo-se do correto funcionamento do mercado de valores como bem jurídico protegido nas operações de iniciados, pode-se considerar que os interesses individuais dos operadores do mercado estão acolhidos sob a instituição que lhes agrupa, como por exemplo a Bolsa de Valores. Assim, os

³⁷⁹Palazzo: “*si pensi, ad esempio, ad una grave turbativa del mercato mobiliare da cui derivi non solo il pregiudizio di una molteplicità di risparmiatori ma anche la dispersione di ricchezza nazionale in misura tale da condizionare programmi di politica economica o sociale*”(PALAZZO, F. C. I confini della tutela penale: selezione dei beni e critei di criminalizzazione. *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Penale*. 1992, Anno XXXV, p. 474).

interesses supraindividuais podem ser afetados pela intervenção de sujeitos que se aproveitem de sua posição individual para fazer uso de informação reservada, prejudicando, com isso, as condições de existência e funcionamento do mercado de valores como instituição³⁸⁰.

Não obstante, conforme considera parte da doutrina, tomar o correto funcionamento do mercado como a razão de ser da criminalização das operações de iniciados é solução demasiado simplista, posto que daria ensejo à intervenção ante qualquer disfunção, deteriorando a livre economia de mercado, especialmente, o mercado de valores e os princípios que o justificam³⁸¹. Por outra parte, argumenta-se que a consideração do correto funcionamento do mercado como bem jurídico tutelado deve ser recusado, na medida em que se refere a um conceito impreciso, que não está dotado de conteúdo próprio, senão que se define com base em outros conceitos a que está vinculado. Também, assinala-se que o correto funcionamento do mercado pode ser afetado através de outras condutas que não o *insider trading*, faltando, portanto, especificidade³⁸².

Não há dúvidas que o correto funcionamento do mercado de valores se vê alterado pela atividade dos *insiders*, na medida em que eles dispõem de posição preferente que lhes permite aceder a informações reservadas e delas fazer uso, obtendo benefícios, o que ademais de transtornar a livre formação dos preços, prejudica aos investidores que não tem acesso à mesma informação, impedindo, com isso, que o mercado cumpra suas funções. Não obstante, parece equivocado crer que tudo isso, por si só, possa ser considerado como bem jurídico para justificar a tutela penal, cabendo considerar, que outros instrumentos não penais poderiam cumprir tal função disciplinaria.

3.1.6. A vulneração da justiça informativa das quotizações.

Prieto del Pino identifica como o bem jurídico tutelado no crime de uso indevido de informação privilegiada o que denominou “justiça informativa das cotizações”, considerando que a justiça informativa das cotizações constitui um interesse geral cuja salvaguarda resulta necessária em um sistema econômico inscrito em um Estado social e democrático de Direito³⁸³. A autora parte da premissa de que a informação é fundamental no processo de formação dos preços de qualquer produto, pois os investidores realizam uma análise adequada

³⁸⁰Idem. Op. cit. p. 474.

³⁸¹GONZÁLEZ CUSSAC, J. L. Op. cit. p. 140.

³⁸²PRIETO DEL PINO, A. M. Op. cit. p. 214.

³⁸³PRIETO DEL PINO, A. M. Op. cit. p. 219.

acerca do investimento que desejam realizar, e isto tem especial relevância em se tratando do mercado de valores.

Feita esta colocação, considera que somente quando todos os investidores contem com os dados relevantes para a cotização dos valores negociados, estes poderão participar na formação dos preços em condições igualitárias, respeitando-se ao princípio da livre concorrência. Assim, considera que “en un Estado ajustado a ese modelo organizativo, la integración de todos en el sistema económico es un elemento necesario para lograr el establecimiento de una democracia real”³⁸⁴.

Consequentemente, entende que são informativamente justas as cotizações formadas a partir de informação que tenha sido divulgada publicamente, Portanto, estima que a vantagem que possam ter aqueles investidores mais preparados é uma questão inerente ao mercado que não pode ser eliminada do sistema econômico, porém, segundo o seu entendimento, os investidores ainda que informativamente “desiguais” partem da mesma matéria prima, é dizer, a informação pública disponível, o que assegura a livre concorrência na medida em que proporciona a “equiparação de armas informativas”³⁸⁵.

3.1.7. Bem jurídico polivalente.

Diante das considerações até agora projetadas, parece possível sustentar que a criminalização do *insider trading* busca salvaguardar o correto funcionamento do mercado de valores, assegurando igualdade de oportunidades aos investidores, com o esforço pela garantia de um espaço transparente e merecedor da confiança de todos os operadores econômicos que ali intervenham. Mas não é só. O tipo penal também salvaguarda a proteção dos interesses patrimoniais dos investidores e das companhias emissoras de valores, protegendo-os das investidas dos detentores de informação privilegiada.

Conforme apurado nos capítulos preliminares, parece correto afirmar que a norma está orientada à profilaxia do mercado, por meio da ampla e completa informação ao público. Isso porque, o sujeito adequadamente informado tem condições pautar de forma idônea suas decisões de investimento.

A transparência informativa das cotações também permite assegurar, em última análise, a eficiência do mercado e a confiança dos investidores, levando-se em conta que os preços dos valores negociados no mercado refletem o conjunto de informações disponíveis. A

³⁸⁴Idem.

³⁸⁵Ibidem. Op. cit. p. 200-201.

proteção da transparência informativa parece ser coerente com a proteção constitucional da livre concorrência (Constituição da República, art. 170). Não fosse assim, tanto os países desenvolvidos como aqueles em desenvolvimento, perderiam uma importante fonte captação de recursos, essencial para a manutenção das economias atuais.

Para além da tutela penal dos interesses supraindividuais como bem jurídico protegido pelo delito de uso indevido de informação privilegiada³⁸⁶, não se pode perder de vista a outra dimensão acima mencionada, atinente à proteção dos interesses patrimoniais dos investidores e das companhias, pois o grau de transparência do mercado é diretamente proporcional à liquidez dos valores nele negociados.

Por outro lado, face o processo de globalização que colocou em marcha a integração do mercado financeiro em geral, a tendência que se verifica com relação às normas, especialmente, àquelas do setor bancário e do mercado de valores, vai no sentido da estandardização das regras que regem esses mercados, bem como o cumprimento de certos princípios, dirigidos a facilitar as transações que se operam nestes âmbitos. A similitude entre as regras bancárias e as concernentes ao mercado de valores adotadas por diversos países, justifica-se não somente diante da mobilidade do dinheiro e das transações transnacionais, ou das regras emanadas de organismos transnacionais que afetam aos países a eles subordinados, senão também pelo fato de que as grandes instituições bancárias e de investimento estão presentes nas mais variadas zonas geográficas do mundo.

De modo que, também, desde a perspectiva da internacionalização dos mercados a transparência informativa recobra especial importância, não somente por determinar o preço devido aos valores cotizados, senão também por implicar certa estabilidade quanto às regras de mercado.

O tráfico de informação privilegiada em determinado mercado pressupõe a vulneração da transparência informativa necessária para a correta formação dos preços dos ativos e, conseqüentemente, para o correto funcionamento do mercado. Em última análise, implica na quebra da igualdade no acesso às informações quanto aos valores negociados, e no rompimento da confiança que os investidores depositam no mercado, diante da frustração de suas expectativas de investimento pela presença de investidores injustamente, melhor

³⁸⁶ FOFFANI, L. Delitos bancarios y bursátiles. En: TIEDEMANN, K. *Eurodelitos. El Derecho Penal económico en la Unión Europea*. Cuenca: Universidad Castilla la Mancha, 2004. p.113.

informados. Tudo isso, definitivamente, prejudica a função econômica e social desempenhada pelo mercado de valores, afetando o sistema financeiro em geral.

4. Tipo objetivo.

4.1. Sujeito ativo.

A alteração legislativa mais significativa introduzida pela Lei n. 10.506/2017 diz respeito ao sujeito ativo do crime de *insider trading*. Antes dela, figuravam como sujeitos ativos da tipologia em exame os agentes que utilizassem para operar no mercado de valores de informação relevante, não divulgada ao mercado, respeito a qual devessem guardar sigilo.

O círculo de sujeitos ativos compreendido pela norma anterior, portanto, era mais restrito, posto que se exigia do sujeito ativo o dever fiduciário a fim de garantir o sigilo da informação relevante no período crítico entre o momento de seu surgimento e o de sua divulgação ao mercado. Tratava-se a tipologia em exame de crime especial próprio, diante da especial condição exigida do sujeito ativo.

A menção expressa à quebra do dever de sigilo dirigia a incriminação àquelas pessoas que em razão de sua atividade profissional, cargo ou função tivessem à informação reservada, não divulgada ao mercado. O acesso ao objeto material do delito derivava, portanto, do desempenho de determinadas funções dentro do sistema econômico. Assim o círculo de sujeitos ativos estava restritos aos denominados *insiders* primários³⁸⁷, é dizer àqueles sujeitos que tem acesso direto à fonte de informação, integrantes da estrutura do emissor.

A supressão da expressão “da qual deva manter sigilo” retira elemento essencial até então exigido para a configuração do tipo penal em exame. Deste modo, a exclusão da especial condição do agente amplia largamente o círculo de possíveis sujeitos ativos quanto ao *insider trading*, pois a conduta incriminada pode ser realizada por qualquer pessoa que negocie sobre valores mobiliários com base em informação privilegiada.

A nova redação dada ao artigo 27-C afastou a exigência do dever legal de sigilo até então exigido, estendendo o âmbito da incriminação aos *insiders* secundários, até então

³⁸⁷São considerados *insiders* primários aqueles que acedem diretamente à informação privilegiada em razão de sua especial relação com a sociedade, diferenciando-se em: *insiders* institucionais (*corporate insiders*), e, *temporary insiders*. Os primeiros correspondem àqueles que integram a estrutura do emissor, como o presidente, membros do conselho de administração, diretores, conselheiros delegados, entre outros, e, os últimos (*temporary insiders*) correspondem aos sujeitos que não integram o corpo social, porém tem acesso direto à fonte de informação, a exemplo dos agentes de câmbio e bolsa, operadores financeiros, advogados, contadores, economistas, auditores, entre outros. Na definição de Rider e Ashe *temporary insiders*: “*These people, whilst being outsiders, may gain access to information by virtue of their position. Typically, those included will be lawyers, accountants, merchant bankers and other professionals with whom companies and other issuers deal*” (RIDER, B. A. K e ASHE, M. *Insider crime. The new law*. Bristol: Jordan, 1993, p. 41).

responsabilizados somente no âmbito administrativo³⁸⁸. Na terminologia inglesa, os iniciados secundários, denominados *insiders at second hand* ou *tippees*, correspondem aos sujeitos que conhecem a informação privilegiada por meio de um *insider* primário³⁸⁹, é dizer, são pessoas que tem acesso à informação privilegiada por meio de pessoas pertencentes à sociedade ou que, em razão de sua atividade, tem o dever legal de guardar sigilo³⁹⁰. Entre os tipos de *insiders* secundários identificam-se os *aiders*, ajudantes ou cúmplices; *abettors*, os indutores; e os *tippees*, os informantes.

Assim, a partir da Lei n. 13.506/2017, o crime de *insider trading* foi ampliado significativamente, podendo ser realizado por qualquer pessoa que, com base em informação relevante, ainda não divulgada ao mercado, da que tenha conhecimento, venha a negociar sobre valores mobiliários.

Além disso, a Lei n. 13.506/2017, no §1º do artigo 27-D insere no âmbito da incriminação aqueles sujeitos que repassam a informação sigilosa relativa a fato relevante, que tenha conhecimento em razão de seu cargo ou posição no âmbito da sociedade emissora de valores, ou da atividade comercial, profissional ou relação de confiança que mantenha com o emissor³⁹¹.

O novo tipo penal cria, portanto, hipótese punitiva severa, alcançando o mero repasse de informação. Assim, abre-se o leque de hipóteses passíveis de caracterização do crime de *insider trading*. Quanto ao repasse de informação, a lei não faz qualquer distinção se o sujeito que a recebe é um terceiro ou se pertence à organização possuindo dever de sigilo. Atente-se que, muitas vezes o repasse da informação relevante no âmbito da empresa resulta necessário, para o próprio tratamento e gestão do negócio.

O dever de guardar sigilo, embora não mais constitua elemento do tipo, foi considerado legislador como causa de aumento de pena (§2º do artigo 27-D) quando o crime é

³⁸⁸ A mudança legislativa, vinha sendo defendida pela Comissão de valores mobiliários, uma vez que a atuação dos denominados *insiders* secundários é igualmente nociva ao mercado. O Globo. CVM quer punição para os casos de insider trading. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/cvm-quer-estender-punicao-criminal-para-casos-de-insider-trading-21504127>. Acesso em: 30 de setembro de 2018.

³⁸⁹ Díaz Maroro e Villarejo consideram os denominados ‘*insiders secundarios*’ o ‘*tippees*’ corresponden a “terceros a los que el *insider* comunica la información para que sean ellos los que la utilicen” (DÍAZ-MAROTO e VILLAREJO, J. Op. cit. p. 164-165). Igualmente, Martínez Flórez se refere aos iniciados secundários como “aquellos que adquieren la información privilegiada, directa o indirectamente, de los que, a su vez, la han obtenido por su condición de miembro de los órganos del emisor, por su participación en el capital de éste o por tener acceso a tal información debido al ejercicio del trabajo de la profesión o de las funciones” (MARTÍNEZ FLÓREZ, A. Sobre los destinatarios de la prohibición de usar información privilegiada. *Revista de Derecho Mercantil*. 2001, nº 240, abril-junio, p. 530).

³⁹⁰ LOPEZ BARJA DE QUIROGA, J. El abuso de información (...), p. 439.

³⁹¹ § 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.

praticado por quem tem o dever de manter sigilo sobre a informação relevante de que tenha conhecimento³⁹². É dizer, o legislador sancionando com maior severidade, aumentando em 1/3 (um terço) a pena aplicada, o sujeito que tem o dever fiduciário e acesso à informação de forma direta.

A aplicação da especial causa de aumento, quando da dosimetria da pena, passa pela análise da condição do sujeito, competindo-lhe examinar o dever de manter sigilo. A questão não apresenta maiores dificuldades quando o sujeito compõe a estrutura do emissor, a exemplo do presidente, membros do conselho de administração, membros da alta diretoria, entre outros; porém pode apresentar certa dificuldade quanto a afirmação do dever de guardar sigilo em se tratando de agentes externos, é dizer, pessoas que desenvolvam atividade profissional fora do âmbito do emissor, porém relacionado a ele. Ou, ainda, em se tratando de empregados da empresa que não integram o alto escalão da empresa, porém podem ter acesso, em razão da função desempenhada à informação privilegiada. A determinação do dever de sigilo, nestes casos, pode ser de difícil determinação. Neste aspecto, vale tomar em conta a observação de Prieto del Pino ao considerar que o exercício da atividade desenvolvida pelo sujeito deve abarcar o manejo da informação privilegiada, e que o acesso à notícia tenha ocorrido em razão de tal atividade³⁹³.

4.2. Objeto material.

A determinação do objeto material do delito do uso indevido de informação privilegiada no mercado de valores é questão prioritária para a análise do tipo penal³⁹⁴. Da denominação da tipologia em exame é possível deduzir que a informação privilegiada corresponde ao objeto material sobre o qual recai a proibição de maniqueísmo.

Da redação do artigo 27-D da Lei 6.385/76 extrai-se os elementos caracterizadores da informação privilegiada capazes de configurar o tipo penal: que a informação seja relevante, não tenha sido divulgada ao mercado e que seja capaz de propiciar vantagem, mediante negociação sobre valores mobiliários.

Não obstante, trata-se de norma penal em branco, pois sua interpretação remete a conceitos extrapenais consubstanciados na Lei 6.404/76, que trata das Sociedades Anônimas, e na Lei 6.385/76 que dispõe acerca do mercado de valores.

³⁹²§ 2º A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no **caput** deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo.

³⁹³PRIETO DEL PINO, A. M. Op. cit. p. 312.

³⁹⁴BARTULLI, A. Op. cit. p. 162-185.

4.2.1. Informação relevante.

A informação relevante constitui parâmetro objetivo a ser considerado para a verificação da aptidão para lesionar o bem jurídico tutelado pelo crime de *insider trading*. Nesse passo, assume importante papel no regular funcionamento do mercado de valores, bem como para a proteção dos interesses dos investidores, revelando-se fator essencial na determinação do preço dos cotizados dos valores negociados no mercado.

A referência a informação relevante contida no artigo 27-D da Lei 6.385/76 compõe elemento normativo jurídico (ou normativo impróprio) do tipo, posto que remete a conceitos contidos em outras normas jurídicas penais³⁹⁵.

O artigo 155 da Lei das S.A, em seu §1º, apresenta a noção fundamental sobre o que se deva entender por informação relevante, ao referir-se como àquela que “ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cartão e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários”. A primeira definição legal de fato relevante encontra-se no §4º, do artigo 157 da Lei 6.404/76, segundo o qual fato relevante seria aquele “que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”.

Posteriormente, o conceito de informação relevante foi especificado na Instrução CVM 358/2002 que, no seu artigo 2º, delinea o que deve ser entendido como tal, nos seguintes termos:

Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia 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:

³⁹⁵ Como bem pondera Alamiro Velludo Salvador Netto, a diferença entre elementos descritivos e normativos, do ponto de vista do respeito ao princípio da proibição de leis indeterminadas, não é qualitativa, mas, sim, de grau. A circunstância de a regra penal incriminadora se valer de conceitos de outros ramos jurídicos não fere, de modo geral, a legalidade, consistindo na decorrência natural da acessoriedade do direito penal em determinados setores. A ofensa à legalidade se configura apenas quando a abertura semântica das expressões utilizadas na construção da regra é tamanha que vem a configurar um “não tipo”. Exemplo disso, na visão do autor, tem-se no delito de gestão temerária (Lei n. 7.492/86, art.4º, §único), no qual tal é a vagueza da descrição da conduta que o tipo serve apenas como “ponte”, transferindo a discussão sobre a caracterização do típica para o âmbito das normas administrativas reguladoras do sistema financeiro nacional (SALVADOR NETTO, A. V. Tipicidade penal e princípio da legalidade: o dilema dos elementos normativos e a taxatividade. *Revista Brasileira de ciências criminais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 18, n. 85, jul-ago. 2010, p. 232-234).

- 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.

Todos esses fatores estão relacionados ao processo de formação dos preços dos valores negociados nos mercados de valores e são passíveis de serem influenciados pelo conhecimento da informação relevante. É dizer, o conhecimento acerca de tais fatos pode alterar a decisão do investidor acerca de suas ações de investimento.

O parágrafo único do artigo 2º da Instrução CVM 358/2002 elenca, a título exemplificativo, em seus incisos (I a XXII) fatos potencialmente relevantes, como a mudança no controle da companhia (II), fechamento de capital, incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas (VII), renegociação de dívidas (XI), alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários de sua emissão (XIII), divulgação de lucro ou prejuízo (XVI), descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou recursos da companhia (XX) ou a modificação de projeções por ela divulgadas (XXI).

Assim, para que se configure o delito de *insider trading*, necessário que algum fato ou ato resulte em informação relevante no âmbito da companhia emissora. E, ainda, seja suficientemente concreta de modo a se diferenciar do mero rumor do mercado³⁹⁶.

A precisão é uma qualidade da natureza da informação. Uma notícia será concreta sempre e quando os dados que a compõem sejam precisos, fazendo menção a elementos pontuais. Exclui-se, portanto, do âmbito da proibição as simples impressões ou rumores³⁹⁷, sendo sua atipicidade fundamentada no princípio da idoneidade³⁹⁸.

³⁹⁶Neste sentido Valle Muñiz considera que se trate de informação de caráter concreto e preciso, “equivale a descartar los meros rumores, las especulaciones informativas o las informaciones difusas sobre la coyuntura bursátil” (VALLE MUÑIZ, J. M.; e, MORALES PRATS, F. Op. cit., p.1.422). Também: LOPEZ PELEGRIN, M. C., Op. cit., p. 438.

³⁹⁷Neste sentido considera Ferrarini que “*il rumours, quindi, non sono compresi in quanto rappresentano discorsi generici di dubbia accuratezza*” (FERRARINI, G. La nuova disciplina europea dell’abuso di mercato. *Rivista delle Società*. 2004, fascículo 1º, p. 52). Também Hernandez Sainz assevera que “la necesidad de concreción de la información hace que queden excluidos los rumores propios del mercado, sin los cuales el funcionamiento de éste sería impensable” (HERNÁNDEZ SAINZ, E. La nueva regulación penal (...), p. 195). De outra parte, a legislação inglesa requer expressamente que a informação seja específica ou precisa, sendo que a palavra específica se refere a que informação seja exata sobre um dado certo, muito embora não tenha que compreender todos os seus aspectos (por exemplo: se a informação indica que se produzirá um aumento significativo do valor do título, não precisa especificar em que medida se produzirá esse aumento (RIDER, B. A. K e ASHE, M. *Insider crime*.(...), p. 32).

³⁹⁸Neste sentido, destaca Seminará que o caráter essencialmente dinâmico do conceito de informação permite distinguir, em relação a sua utilização na especulação em Bolsa e, *hard*, *soft* e *verysoft*, enquanto a última não

Cabe considerar, ainda, na linha do que adverte Seminara que a exigência de precisão quanto à informação poderia dar lugar à banalização do problema das operações de iniciados, à medida que implica não poder tomar em conta dentro do âmbito típico das informações que servem de base para tais operações, precisamente, as que se encontram em fase de formação ou maturação, carecendo de certo grau de concretude ou maturação para a sua divulgação³⁹⁹.

Portanto, um acontecimento de grande transcendência relacionado ao emissor, ainda que de materialização incerta e suscetível de fracassar, poderia ser idôneo para influenciar a cotização dos valores ou instrumentos financeiros relacionados. Neste sentido o entendimento de Prieto del Pino para quem o critério essencial que se deve seguir para identificar, na prática, as informações de natureza precisa, deve referir-se a sua aptidão para incidir sobre as cotizações se publicadas fossem⁴⁰⁰.

Quanto a este ponto, considerando o crime de *insider trading*, sustenta Faria da Costa e Ramos que nos processos que envolvem negociação diferida no tempo, a exemplo dos processos de fusão e de oferta pública de ações, permitem questionar o momento em que a informação atinge o patamar da precisão. Consideram os autores que os processos negociais complexos, via de regra, envolvem uma fase pré-negocial antes de chegar a sua maturação. A questão apontada está em determinar, nestes contextos, a partir de quando a informação deve ser considerada privilegiada, no sentido de que se trata de informação precisa. Para responder a tal questionamento tomam por referência a doutrina civilística quanto à responsabilidade pré-negocial, que diferencia a fase preliminar (pré-contratual) em uma fase negociatória e uma fase decisória. A primeira corresponde aos contatos iniciais da negociação, representando

corresponde ao conceito de informação privilegiada, já que a repressão da denominada *informed speculation* conduz à total ineficiência do mercado de valores; ao contrário extremamente superiores com respeito às informações caracterizadas como *hard* que, por sua difusão, ainda que em âmbito restrito, não pode ser objeto de exploração no mercado. Assim, destaca a questão do trabalho do analista financeiro que, a partir de dados públicos elabora informação que serve de base para a realização de operações no mercado de valores, gerando benefícios. Assim, considera que “non sussiste alcuna incertezza intorno all alicietà della condotta dell’analista il quale elabora la sua valutazione sulla base di informazioni ufficialmente rilasciate dalle società o riportate da giornali o da riviste specializzate o comunque utilizza dati pubblicamente disponibili”(SEMINARA, S. Op. cit. p.183).

³⁹⁹Considera Seminara “è empiricamente dimostrato che l’aggiustamento dei corsi dei titoli con frequenza anticipa sensibilmente la divulgazione di rilevanti informazioni, ciò che dimostra come l’insider trading si realizza già durante la fase di “formazione” delle notizie” (SEMINARA, S. Riflessioni in margine al disegno di legge in tema di insider trading. *Rivista Italiana di diritto e procedura penale*. 1990, ano XXXIII, fascicolo 2, p. 553).

⁴⁰⁰PRIETO DEL PINO, A. M. Op. cit. p. 341. Sobre este tema Wymmersch destaca o momento em que uma informação em desenvolvimento se considera madura para determinar que tal informação deva ser considerada, destacando que para os *markettraders*, o importante não é o momento em que se faz pública a informação de uma próxima OPA, senão que a abertura das negociações ou a construção de um ponto de apoio na companhia objeto (WYMEERSCH, E. The insider trading prohibition in the EC Member States: a comparative overview. In: HOPT, K. J. e WYMEERSCH, E. *European insider dealing. Law and practise*. London: Butterworths, 1991, p. 114).

estágio embrionário da vontade e que, por isso, suscetível a arrependimentos, reformulações ou consolidações. Na fase decisória, por sua vez, as partes emitem a proposta ou a aceitação da negociação.

Concluem os autores que:

(...) o acordo entre as partes representa um grau de consolidação e de “cristalização que permite, em sede de informação privilegiada, afirmar que o conhecimento de tal acordo constitui informação precisa. Contudo, pensamos que a intencionalidade do crime de abuso de informação autoriza-nos a sustentar que, no decurso de um processo negocial, a informação atinge o grau de consolidação ou de cristalização tipicamente relevante para efeitos de crime de abuso de informação quando a probabilidade de o acordo não se fechar for ínfima ou irrisória.

Assim, os autores realçam que exigir determinado grau de maturidade do processo negocial para que a informação dele derivada se caracterize como precisa, atende a tutela do correto funcionamento do mercado, punindo as condutas efetivamente lesivas da confiança dos investidores ao mesmo tempo em que circunscreve as margens da punibilidade⁴⁰¹. Não se trata de banalizar a aplicação da hipótese típica do *insider trading*, senão de afastar do âmbito da incriminação a informação meramente especulativa, a mera intenção não baseada em fatos concretos.

4.2.2. Informação não divulgada ao mercado.

A informação de que trata o artigo 27-D da Lei 6385/76 há de ser, além de relevante, sigilosa, caracterizando-se, como tal, pelo fato de não ter sido divulgada ao mercado, restando restrita ao âmbito da empresa. É justamente a não divulgação ao mercado da informação relevante que a torna privilegiada. A vantagem informativa de um número reduzido de sujeitos, via de regra, relacionados à sociedade emissora, torna a informação privilegiada.

Pode-se afirmar, portanto, que o *insider trading* está relacionado ao momento da negociação, ou, em outros termos, o período no qual foi a negociação realizada⁴⁰². Isso porque, publicada a informação relevante, cessa o seu caráter privilegiado e, conseqüentemente, não

⁴⁰¹COSTA, J. F. e RAMOS, M. E. Op. cit. p. 50.

⁴⁰²Neste sentido Eizirik ao tratar do *insider trading*, antes da alteração legislativa operada em 2017, considerava que este compreendia “a utilização de informações sobre uma companhia aberta, por parte de pessoas que, por força de seu exercício profissional, estão “por dentro” de seus negócios, transacionando com os valões mobiliários de emissão da companhia antes que tais informações sejam de domínio público” (EIRIZIK, N. *A instrução CVM/84 e a regulamentação do “insider trading”*. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro. 1984. v. 55, p. 170).

alcançam relevo as condutas que incorporem tal informação nas suas decisões de investimento.

Isso porque, para afirmar privilegiada a informação torna-se relevante considerar o momento de sua divulgação ao mercado, mantendo-se nesta condição desde o seu surgimento até o momento de sua divulgação. Exemplificando, a informação acerca de uma Oferta Pública de Aquisição de Valores (OPA) constitui informação privilegiada desde o momento em que se concerta a operação até o momento de sua divulgação ao mercado. Neste período as negociações sobre valores das empresas envolvidas na operação podem caracterizar o crime de *insider trading*.

A Instrução CVM 358/2002, dispõe em seu artigo 3º acerca da divulgação de ato ou fato relevante por parte das companhias que operam no mercado de valores. Deste modo, prevê que cumpre ao Diretor de Relações com Investidores enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico 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.

O dispositivo determina ainda que a divulgação do ato ou fato relevante seja feita simultaneamente à veiculação da informação por qualquer meio de comunicação, inclusive informação à imprensa, ou em reuniões de entidades de classe, investidores, analistas ou com o público selecionado. E, ainda, que ocorra por meio de jornais de grande circulação utilizados habitualmente pela companhia ou, pelo menos, por um portal de notícias com página na rede mundial de computadores, de acesso gratuito, no qual se disponibilize a informação em sua integralidade. O nível de divulgação da informação exigido pelo requisito da publicidade, é o mais elevado possível.

Vale considerar o disposto nos artigo 5º da Instrução CVM 358, ao determinar que a “divulgação ao mercado de ato ou fato relevante deve ocorrer, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação”. Nos casos em que os valores de que trate a informação venham a ser negociados em mercados de diferentes países, a divulgação deverá ocorrer, sempre que possível,

simultaneamente, antes do início ou após o encerramento dos negócios em ambos os países⁴⁰³. E, caso seja imperativo que a divulgação da operação ocorra durante o horário de negociação, o §2º do artigo 5º prevê a possibilidade de que o Diretor de Relação com os Investidores solicite a suspensão da negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta pelo tempo necessário à adequada disseminação da informação relevante⁴⁰⁴.

Para a configuração do crime de *insider trading*, o critério adotado pela legislação brasileira quanto ao momento em que a informação perde o caráter privilegiado está relacionado com sua publicação ao mercado, sem importar o efetivo conhecimento da informação pela massa dos investidores ou a sua efetiva incorporação ao preço dos valores negociados, sendo suficiente sua publicação, no sentido de que acessível aos investidores⁴⁰⁵.

Não obstante, nos casos em que a divulgação da informação ocorra nos moldes do previsto no artigo 5º da Instrução CVM 358, considerar-se-á o momento de divulgação da informação, a fim de afastar a incidência da norma penal, o momento posterior ao lapso temporal determinado pela CVM quanto à suspensão dos valores mobiliários.

Em se tratando da Oferta Pública de Valores, o ofertante deverá divulgar a informação imediatamente após a deliberação acerca da oferta pública⁴⁰⁶, conforme dispõe o artigo 9º da

⁴⁰³ Art. 5º-A divulgação de ato ou fato relevante deverá ocorrer, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação.

§1º Caso os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação simultânea em mercados de diferentes países, a divulgação do ato ou fato relevante deverá ser feita, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios em ambos os países, prevalecendo, no caso de incompatibilidade, o horário de funcionamento do mercado brasileiro.

⁴⁰⁴“§ 2º Caso seja imperativo que a divulgação de ato ou fato relevante ocorra durante o horário de negociação, o Diretor de Relações com Investidores poderá solicitar, sempre simultaneamente às bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado, nacionais e estrangeiras, em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, a suspensão da negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, ou a eles referenciados, pelo tempo necessário à adequada disseminação da informação relevante, observados os procedimentos previstos nos regulamentos editados pelas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado sobre o assunto”.

⁴⁰⁵ IZQUIERDO, M. IZQUIERDO, M. Op. p. 144. Neste particular, Solimena afirma que “*la conoscenza dell’informazione da parte di un certo numero di operatori determina normalmente l’adeguamento dei prezzi che da tale informazione può derivare, neutralizando così la aposizione di vantaggio di chi possiede l’informazione privilegiata. In questo caso – in relazione all’effetto che l’informazione ha determinato sui prezzi – la stessa dovrebbe considerarse “disponibili al pubblico” anche se, ad esempio, non sia stata oggetto di particolari forme di pubblicizzazione ovvero non sia stata effettivamente conosciuta dall’investitore*” (SOLIMENA, L. Op. cit. p. 1.055).

⁴⁰⁶ Art. 9º-Imediatamente após deliberar realizar oferta pública que dependa de registro na CVM, o ofertante deverá divulgar a quantidade de valores mobiliários a serem adquiridos ou alienados, o preço, as condições de pagamento e demais condições a que estiver sujeita a oferta, nos termos do art. 3º desta Instrução.

§1ºO disposto no *caput* não se aplica ao procedimento de análise preliminar confidencial para pedidos de registro de distribuição pública de valores mobiliários, nos termos da regulamentação em vigor.

§2ºCaso a realização da oferta pública esteja sujeita ao implemento de condições, fica o ofertante obrigado a divulgar aviso de fato relevante, sempre que tais condições se verificarem, esclarecendo se mantém a oferta, e em que condições, ou se ela perderá sua eficácia.

Instrução CVM 358. Note-se que o dispositivo é expresso no sentido da deliberação para realizar a oferta.

Via de regra a informação perde seu caráter privilegiado quando se torna pública por meio de sua divulgação pelos canais oficiais; porém seu vazamento de forma irregular pode fazer cair seu caráter sigiloso, desde que se torne de conhecimento efetivamente público, afastando-se, neste caso, o delito de *insider trading*⁴⁰⁷.

Neste sentido, precedentes da CVM confirmam, solidamente, que não se verifica a hipótese de *insider trading* quando evidenciado o que a informação sigilosa já circulava no mercado com grau mínimo de robustez, valendo destacar trecho de voto da Relatora Diretora Norma Jonssen Parente no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 06/2003:

Quanto ao sigilo, são menores as dificuldades em caracterizá-lo. Havendo sigilo quando a informação não puder ser obtida por meios acessíveis ao público em geral. Via de regra, a informação deixará de ser sigilosa através da publicação imediata que deve ser promovida pelos administradores. Contudo, se por qualquer outra razão ela vier a perder seu caráter confidencial, já não se prestará ao *insider trading*. A informação disseminada ainda que de forma irregular e por mais relevante que seja, já ser+ a informação de mercado, que , portanto, presume-se refletiva nas expectativas dos agentes.

(...)

Desse modo, sendo a informação de domínio público, não h+a como considerá-la privilegiada e, por consequência, é impossível cogitar acerca do suposto uso indevido desta informação⁴⁰⁸.

4.2.3. Informação capaz de propiciar vantagem na negociação com valores mobiliários.

Para a configuração típica da *insider trading*, necessário que a vantagem informativa decorrente do conhecimento de fato ou ato relevante tenha potencial para gerar vantagem pecuniária indevida em proveito daquele que a utilize ou venha a repassá-la a terceiros.

A informação relevante a que se refere o tipo penal equivale àquela capaz de influir na flutuação dos preços dos valores cotizados, para tanto deve ser, simultaneamente, potencial e atual. Conforme explica Sánchez Guilarte e Tapia Hermida, a informação deve ser potencial porque se fosse publicamente conhecida influenciaria na cotização e, atual porque sua reserva implica na influência distorcida sobre a cotização ideal hipotética⁴⁰⁹.

§3ºA distribuição pública primária ou secundária de valores mobiliários somente deverá ser divulgada, em conformidade com o disposto no *caput*, quando esta que se enquadrar em uma das hipóteses previstas nos incisos I a III do art. 2º.

⁴⁰⁷MÜSSNICH, F. A. M. Op. cit. p. 40.

⁴⁰⁸PAS CVM n. RJ 06/2003, julgado em 14.9.2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. (Caso Itaú BBA).

⁴⁰⁹SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. e TAPIA HERMIDA, A. Op. cit. p. 774.

Os fatos relevantes listados, exemplificativamente, no parágrafo único do artigo 2º da instrução CVM 358 constituem informação potencialmente relevante que podem influir sensivelmente na decisão de investimento no âmbito do mercado de valores. Conforme destaca Seminara, a informação suscetível de exploração em Bolsa pode recair sobre fatos gerais relacionados à sociedade, a sua situação administrativa ou patrimonial, ou sobre fatos externos à sociedade que possam influenciar a variação dos títulos negociados no mercado de valores. O primeiro caso corresponde às denominadas *inside* ou *corporate information* e o segundo as denominadas *outside* ou *market information*.

Quanto à idoneidade da informação para influenciar a cotização dos preços dos valores negociados no mercado de valores, talvez, a questão mais significativa está em determinar o momento em que se deve valorar a informação. Desde uma perspectiva *ex ante*, parte-se do momento quando o iniciado faz uso da informação, isto é, quando a informação apresenta natureza capaz de modificar, substancialmente, com a sua divulgação, a cotização do título. Por outro lado, o juízo *ex post* implica a consideração do espaço temporal posterior à divulgação da informação, no sentido de determinar o impacto por ela produzido, considerando-se a correlação da variação do título e a resposta do mercado no momento imediatamente posterior à revelação da informação.

A doutrina quase unânime é favorável a valoração *ex ante*⁴¹⁰ da informação, já que uma vez tornada pública pode não provocar efetivo impacto na cotização dos valores⁴¹¹ em

⁴¹⁰SCHAWARZE, H. J. The European insider dealing Directive and its impact on the Member States, particularly Germany. En: HOPT, K. J. e WYMEERSCH, E. *European insider dealing. Law and practise*. London: Butterworths, 1991, p. 156, “since we always know after the event what influence a particular news item has had, one will have to avoid using a post hoc analysis”. También son favorables a la adopción de la perspectiva ‘*ex ante*’: SEMINARA, S. Op. cit. p. 202-203; BARTALENA, A. *L' abuso di informazioni privilegiate*. Milano: Giuffrè, 1989, p. 126; BARTULLI, A. Op. cit. p. 1005; FARALDO CABANA, P. Op. cit. p. 96; Gómez Iniesta, D. J. Op. cit. p. 405; MARTÍNEZ-BUJÁN PEREZ, C. *Derecho penal económico. Parte especial* (...), p. 139, y, MARTÍNEZ-BUJÁN PEREZ, C. Comentario al artículo 285 del Código Penal (...), p. 1384-1385.

⁴¹¹Neste sentido Ferrarini considera que “la conoscenza dei prezzi formati a seguito della pubblicazione dell’informazione è importante, ma non decisiva, visto che altre circostanze possono aver interferito con il processo di formazione del prezzo” (FERRARINI, G. La nuova disciplina europea dell’abuso di mercato. *Rivista delle Società*. 2004, fascicolo 1º, p. 54). Além disso ressalta que todas as variáveis do mercado são suscetíveis de influenciar nos instrumentos financeiros, devem ser consideradas na valoração *ex ante* do impacto da informação sobre o preço. Também observa Prieto del Pino que “las razones por las que una noticia idónea para afectar al precio de un valor una vez difundida, puede no llegar a ejercer influencia alguna sobre el mismo, o bien no incidir en la medida correspondiente a su aptitud, es, precisamente, que dicha información haya sido utilizada por iniciados para la realización de compras o ventas masivas, como consecuencia de las cuales el precio ha llegado ya a ajustarse a su nuevo valor fundamental o a aproximarse bastante al mismo. En tales supuestos la adopción de una perspectiva *ex post* conduciría siempre a la – paradójica y hasta a veces absurda – conclusión de que la noticia, incluso cuando fue utilizada por primera vez, era inidónea para influir sobre el precio” (PRIETO DEL PINO, A. M., Op. cit. p. 327). Igualmente Seminara aponta que a informação possa ter sido transmitida ao título como consequência de uma fuga de informação que pode ter antecipado a aproximação do preço ao seu valor real, ou também por outros fatores (como

razão de fatores diversos⁴¹². Assim, o que se toma em conta não é o impacto dos acontecimentos sobre o mercado, senão o efeito que possa ter sobre o mercado o anúncio da informação.

Assumida a perspectiva *ex ante* para a valoração acerca da capacidade da informação de influenciar os valores cotizados, questiona-se o modo pelo qual deve ocorrer tal valoração, podendo ou bem partir da análise direta da informação, quanto ao impacto que sua difusão possa produzir no mercado; ou avaliar a capacidade da informação para influenciar a decisão de um “investidor tipo”⁴¹³. Este critério, adotado pela doutrina norte-americana considera o *reasonableman* ou *reasonable investor* quando da tomada de decisão quanto aos seus investimentos⁴¹⁴, parte da doutrina europeia acolheu tal critério⁴¹⁵. Em sentido contrário, diante da diversidade dos investidores que operam no mercado de valores, argumenta-se que a aceitação do critério do investidor médio está condenado ao fracasso⁴¹⁶.

Pinto considera que para determinar se uma informação possui as características necessárias para influir sensivelmente na cotização ou no preço dos valores no mercado, pode-se aplicar o mesmo raciocínio utilizado para determinar se uma conduta é perigosa para um bem jurídico, concretamente por meio de um juízo de previsibilidade sobre os efeitos que a revelação da informação pode alcançar. Deste modo, se a informação, mediante juízo de

previsões políticas ou fiscais ou notícias concernentes à reputação da sociedade emissora), neutralizando, portanto, o valor da informação (SEMINARA, S.Op. cit. p. 208). Também, Wymeersshc, “*there is no doubt that the absence of any real effect on prices on later disclosure of the information cannot be considered decisive*” (WYMEERSCH, E.Op. cit. p. 117).

⁴¹²Corsetti considera que dependendo da velocidade com que os boatos circulem no mercado, e em razão do volume negociado com as ações de determinada empresa, poderá haver uma variação no preço dos ativos antes mesmo da divulgação da informação, aproximando-se do valor que o mercado consideraria justo. Assim, o impacto sobre o preço dos valores pode antecipar-se à publicação (CORSETTI, M. Op. cit. p. 119).

⁴¹³SEMINARA, S., Op. cit., p. 203.

⁴¹⁴Neste sentido Bergmans: “*The informations must affect the behaviour of a “reasonable” investor with general professional knowledge. If a piece of information is only material to an investor or investment analyst on the basis of this unique expertise and/or research, it is not material to a reasonable investor in the market place*” (BERGMANS, B. Op. cit. p. 19). Na Espanha, a Carta Circular 14/1998, de 28 de dezembro, emitida pela CNMV (Memoria 2000 da CNMV, p. 17 e 18), sobre o conceito de fato relevante dispõe que resulta difícil estimar quais fatos são passíveis de influir sensivelmente na cotização dos valores. Por isso, recorre a critérios subjetivos de razoabilidade, de modo que uma informação será relevante quando se estime que seu conhecimento afetaria à decisão de um investidor razoável de comprar ou vender as ações emitidas pela sociedade e, em razão disso, ao preço das ações no mercado. Neste sentido, todo fato ou decisão relevante, incluindo qualquer informação sobre a marcha futura do emissor que possa modificar ou tenha modificado a rentabilidade ou solvência do emissor, pode afetar a decisão de investimento ou desinvestimento e produzir uma alteração no preço dos valores emitidos, deve ser considerado relevante.

⁴¹⁵WYMEERSCH, E. Op. cit. p. 117; HERNÁNDEZ SAINZ, E. *La nueva regulación penal* (...), p. 195-196.

⁴¹⁶Conforme observa Seminara: “*Dinanzi ad una così complessa ed eterogenea relatà. Caratterizzata da innumerevoli fattori capaci di influenzare i processi decisionali nelle scelte di investimento borsistico, il tentativo di rinvenire un comune denominatore attraverso la spersonalizzazione e l’oggettivazione della figura di un investitore variamente definito come “ragionevole” o “mediamente prudente” appare fatalmente destinato all’insuccesso*” (SEMINARA, S. Op. cit. p. 205).

previsibilidade, analisada *ex ante* fosse capaz de gerar maior compra ou venda de ativos, seria ela idônea para influenciar a evolução das cotizações. Nos casos em que as alterações previsíveis das cotizações fossem sensíveis, a informação seria privilegiada⁴¹⁷.

Assim, a informação relevante para a cotização dos valores a que corresponda é aquela que *ex ante* e objetivamente seja idônea para produzir uma alteração apreciável no preço do título, conectando-se com o bem jurídico a que se pretende proteger através da criminalização do *insider trading*⁴¹⁸.

Em conclusão, a conduta prevista no artigo 27-D da Lei 6.375/76 não exige a efetiva obtenção de vantagem indevida, bastando que a informação privilegiada que serve de base para a operação seja *ex ante* potencialmente capaz de acarretar benefício econômico ao sujeito. Isso porque, a operação realizada pelo *insider* pode produzir resultado diverso daquele por ele pretendido, em razão de outras operações concomitantes realizadas, que fogem ao seu controle⁴¹⁹.

5. Comportamentos incriminados pelo artigo 27-D da Lei n.6375/76.

O tipo penal em exame está direcionado pelo verbo “utilizar”. Assim, a ação típica compreendida envolve a utilização de informação relevante de que se tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, paravoltada à negociação de valores mobiliários. Portanto, ações positivas que implique o emprego, uso ou proveito

A alteração promovida pela Lei 13.506/2017 incluiu no âmbito da incriminação a punição da conduta de repassar a informação sigilosa relativa a fato relevante de que tenha conhecimento em razão de sua atividade profissional, empresarial ou, ainda, da relação de confiança mantida com o emissor. Assim, para além do agente que se utiliza da informação

⁴¹⁷PINTO, F. L. C. *O Novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2000, p. 78.

⁴¹⁸Faraldo Cabana realça a exigência de que uma informação seja relevante para a cotização não supõe que no caso concreto tenha ocorrido a efetiva alteração da cotização, considerando que a dicção da norma espanhola permite interpretação neste sentido, na medida que alude à potencialidade da informação para influenciar sobre a cotização dos valores, de forma que não se exige a verificação de uma alteração significativa na cotização. Neste sentido, estima que “la concurrencia de esta característica de la información reservada se debe determinar, en fin, desde una perspectiva *ex ante*, que permita valorar la idoneidad de la información para influir en la cotización de uno o varios valores” (FARALDO CABANA, P. Op. cit. p. 95-96). Compartilham deste entendimento: PRIETO DEL PINO, A. M. Op. cit. p. 331, e, SÁNCHEZ GUILARTE, J. e TAPIA HERMIDA, A. Op. cit. p. 774.

⁴¹⁹Neste sentido explica Lucchesi que “pelo dinamismo que envolve o mercado financeiro, muito embora o *insider* possa representar a obtenção de uma vantagem, esta pode não vir a ser obtida, em virtude de outras operações realizadas, o que foge do controle do autor. Se a informação obtida, caso utilizada por meio de uma operação bursátil, tenha potencial lucrativo para o autor ou para terceiro, admite-se a imputação” (LUCCHESI, g. B. *O objeto de tutela penal no delito de insider trading. Uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea*. Revista Brasileira de Ciências Criminais. V. 19, 2011. São Paulo: p. 150.).

privilegiada para negociar sobre valores mobiliários, a tipologia inclui os sujeitos que, apenas e tão somente, repassam a informação relevante.

A fórmula utilizada pelo legislador brasileiro cria a possibilidade de punição do sujeito pela simples transmissão da informação, independente da realização de negociação no mercado. Não se depreende do texto do §1º do artigo 27-D que o sujeito que recebe a informação reservada deva realizar operação no mercado para a punição do *insider* primário. Pune-se, portanto, o mero vazamento da informação, sem exigir que o receptor da informação faça uso dela no mercado de valores⁴²⁰.

Pode-se concluir, então, que a incriminação da mera transmissão da informação revela conteúdo moralizante cuja finalidade essencial é promover a ética no mercado de valores, porém parece estar desconectada do conteúdo real do bem jurídico tutelado⁴²¹. Em outras palavras, dispensa a efetiva negociação com base em valores mobiliários para a sua configuração.

Assim, se um sujeito que detém conhecimento de informação privilegiada, repassa a informação a um terceiro que não negocia sobre os valores abarcados pela informação, não a repassa a outra pessoa, não atua com base na informação recebida, aquele que repassa a informação incide no crime de *insider trading* na modalidade prevista no §1º do artigo 27-D da Lei 6.385/76.

A partir dos comportamentos e capitulação do *insider trading*, a doutrina ainda alude ao *insider non trading*, ou seja, a hipótese em que o sujeito, valendo-se de informação privilegiada, decide não realizar dada operação que havia planejado fazer⁴²². Parte da doutrina espanhola analisou o *insider non trading* sob a perspectiva do comportamento comissivo por omissão⁴²³. Duas são as situações a serem consideradas: (i) quando, com base em dados reservados que confirma o acerto da decisão inicial, o sujeito não cancela uma ordem de compra ou de venda de valores, que estava pendente de confirmação; e, (ii) como

⁴²⁰Ao analisar a hipótese de repasse de informação prevista pelo Código Penal espanhol, Prieto del Pino, A. M., considera que o único modo de dotar o repasse de informação de um conteúdo de lesividade capaz de satisfazer os requisitos do princípio de proporcionalidade, passa por exigir que o receptor da informação faça uso dela no mercado de valores, de maneira que o comportamento incriminado seja constitutivo de uma cooperação necessária autonomamente sancionada (PRIETO DEL PINO, A. M. Op. cit. p. 379).

⁴²¹Conforme considera Vega Gutiérrez suficientes seriam sanções administrativas para os casos de repasse de informação (VEGA GUTIÉRREZ, Z. Op. cit. p. 57).

⁴²²Nas palavras de Rossi o “*insider non-trading* cioè di chi avvalendosi di notizie riservate evita di vendere titoli sul mercato, considerando che i profitti derivanti delle mancate vendite degli insiders sono assai superiori a quelli procurati dalle vendite” (ROSSI, G. L’informazione societaria al bivio. Rivista delle Società. 1989, anno 31, fascicolo 3º. p. 1.090).

⁴²³HERNÁNDEZ SAINZ, E. La nueva regulación penal (...), p. 193; GONZÁLEZ CUSSAC, J. L. Op. cit. p. 143; MUÑOZ CONDE, F. *Derecho Penal. Parte Especial*.(...), p. 521

consequência do acesso à informação privilegiada, deixa de efetuar uma operação previamente projetada.

Considera Prieto del Pino que a característica comum dos comportamentos abarcados pelo denominado *insider non trading* reside em não executar determinada operação envolvendo valores mobiliários a partir do acesso à informação privilegiada de que se tenha conhecimento⁴²⁴. Assim, o caso clássico de *insider non trading* pressupõe a não realização de operação sobre valores a que se refere à informação.

Conforme ressaltado, segmento considerável da doutrina espanhola analisou tais casos sob a perspectiva da comissão por omissão. Entretanto, Prieto del Pino considera equivocada tal percepção do *insider non trading* a partir do viés da comissão por omissão, argumentando que a punição da negociação somente tem lugar como possibilidade, partindo-se da base de que o *insider* se serve das informações para orientar suas decisões, não guarda relação com o bem jurídico protegido.

Os casos em que não ocorra negociação, é dizer, o sujeito não realiza a operação em razão de informação privilegiada, não se equiparam à conduta ativa. Isso porque, por meio da compra ou venda de ativos o sujeito participa do processo de formação da cotização do valor sobre o qual recai a informação, hipótese que não se confunde com o não atuar. Ademais, a proibição do *insider trading* impõe ao agente o dever de se abster de realizar operações com informação privilegiada, porém não abarca o dever de negociar.

Por outro lado, aquele que tenha emitido uma ordem de compra e logo a cancela ou modifica, com base em informação privilegiada, estaria fazendo uso da informação. Neste sentido o cancelamento da ordem supõe um atuar positivo que guarda nexos de causalidade com o conhecimento da informação relevante e o mesmo ocorre com a modificação da ordem⁴²⁵.

6. Tipo subjetivo.

Por ausência de previsão legal da modalidade culposa, o delito de uso indevido de informação privilegiada é punível se praticado com dolo. Consoante a definição contemporânea, o dolo deve ser compreendido como a vontade livre e consciente de realizar o

⁴²⁴PRIETO DEL PINO, A. M. Op. cit. p. 374.

⁴²⁵VEJA GUTIÉRREZ, Z. *Problemas de tipicidade em las modalidades de insider trading*. La Ley Penal: revista de derecho penal, processal y penitenciário. Madrid, v.8, n.84. p. 56

tipo objetivo de dado delito. Portanto, dois são os elementos a serem considerados: consciência (elemento intelectual) e vontade (elemento volitivo)⁴²⁶.

O elemento intelectual corresponde ao conhecimento da realidade em que está inserido o agente no momento da realização de sua conduta, enquanto que o elemento volitivo corresponderia à pretensão do sujeito diante da realidade considerada.

Nesta linha, sustenta Cavalli que ao dolo basta o conhecimento, sendo irrelevante a vontade no sentido psicológico, bastando ao agente que represente a realidade que o cerca e decida praticar a conduta descrita na lei, independentemente de se perquirir se queria atingir o resultado ou se aceitava o risco de sua ocorrência⁴²⁷. Na síntese de Greco: “dolo é o conhecimento de que a ocorrência do resultado é algo provável”⁴²⁸.

A verificação do elemento subjetivo do tipo exige que o autor do delito de *insider trading* tenha consciência acerca dos elementos do fato típico, bem como da conduta típica que está realizando, já que o dolo engloba os elementos descritivos e normativos do tipo. Assim, considerando que *insider trading* remete a elementos normativos para a sua caracterização, o sujeito deve ter consciência acerca da representação dos fatos juridicamente valorados.

Vale dizer, o sujeito deve ter conhecimento de que realiza determinada operação sobre valores mobiliários com base em informação privilegiada, desconhecida dos demais *players*, o que lhe possibilitará auferir vantagem por meio de negociação no mercado de valores⁴²⁹. É dizer, o que interessa para a determinação do dolo é verificar o autor do delito de *insider trading* deve ter consciência acerca dos elementos do fato típico, bem como da ação típica que está realizando.

A consumação do crime previsto no caput do artigo 27-D da Lei 6.385/76, portanto, ocorre com a negociação de valores mobiliários com base em informação relevante de que tenha conhecimento o sujeito, objetivando alcançar vantagem indevida, não sendo necessária

⁴²⁶SANTOS, J. C. Direito Penal: parte geral. 3ed. Curitiba: ICPC: Lumen Juris, 2008, p. 134-136. Quanto ao ponto: BUSATO, P. C. *Direito Penal. Parte Geral*. São Paulo: Atlas, 2013. p. 412.

⁴²⁷Marcelo Consternaro Cavalli considera o autor que “não há porque interpretar o significado de “assumir o risco” como “concordar a possível ocorrência do resultado”, como sói fazer a doutrina quando examina o dolo eventual. Assumir o risco significa apenas reconhecer que o resultado pode ser produzido” (CAVALLI, M. C. *Fundamento e limites da repressão penal da manipulação do mercado de capitais: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado*. Tese de doutorado apresentada na Universidade de São Paulo, 2017, p. 273).

⁴²⁸GRECO, L. Dolo sem vontade? In: DIAS, A. S. (coord). *Liber Amicorum de José de Souza e Brito*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 902.

⁴²⁹Segundo Breda “o agente somente agirá com dolo desde que conheça esses dois aspectos (relevância e sigilo), utilizando a informação em negociação, em nome próprio ou de terceiros, com a inequívoca intenção de obter vantagem indevida”. (BITTENCOURT, C. R. e BREDA, J. Op. cit. pp. 381-395).

a ocorrência de um resultado, consubstanciado na percepção de ganho econômico. Em se tratando da conduta prevista no §1º do artigo 27-D, o delito consuma-se com o mero repasse da informação privilegiada pelo *insider* primário a terceiro.

Neste sentido a percepção de Sanctis, no sentido de que o *insider* constitui-se em delito de perigo abstrato e que, portanto a tarefa do Ministério Público restringe-se a demonstrar a conduta realizada (utilização em negociação de informação relevante), sendo ela capaz de beneficiar o próprio agente ou terceiro⁴³⁰.

Trata-se, portanto de crime formal⁴³¹, em que para a conformação da tipologia basta a ação típica “capaz de propiciar” vantagem indevida mediante a negociação de valores mobiliários⁴³² ou, no caso da conduta prevista no §1º ocorra o simples repasse da informação a outrem, sem a necessidade de que o sujeito informado opere no mercado com base na informação recebida.

7. Consequências jurídicas da infração

A pena cominada ao crime de *insider trading* corresponde a pena de reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos e multa de até 3 vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

A pena prevista no caput do artigo, aplicada à modalidade de uso da informação, também se aplica ao §1º que descreve o mero repasse da informação privilegiada outrem por parte do sujeito que tenha conhecimento da informação em razão de cargo ou posição no

⁴³⁰SANCTIS, F. M. Op. cit., p.113.No mesmo sentido: LEITE FILHO, J. *Notas ao crime de uso de informação privilegiada*. Revista Brasileira de Ciências Criminais, v.60. São Paulo: RT, 2006, p.84.

⁴³¹Costa, Pinhão e Alonso, concluem que, em decorrência da utilização pelo legislador do termo “capaz de propiciar” vantagem indevida, trata-se de crime formal, “não sendo necessária a ocorrência de um resultado, consubstanciado no ganho econômico” (COSTA, H. R. L.; PINHÃO, M. e ALONSO, L. *Dos crimes contra o mercado de capitais*. Revista Literária de Direito. X, v. 53. São Paulo: Del Rey, 2004, p. 33). Neste exato sentido: TÓRTIMA, J. C. Crimes contra o mercado de capitais. In: Discursos Sediciosos. n.12. Rio de Janeiro: Revan, 2002 e TÓRTIMA, José Carlos. *Crimes contra o sistema financeiro nacional*. 3. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.

⁴³²Em sentido contrário, Eizirik, Gaal, Parente e Henriques, entendem que o crime de *insider trading* é delito material, exigindo para a sua consumação a realização do resultado, consubstanciado na vantagem indevida obtida com a utilização de informação privilegiada (EIZIRIK, N; GAAL, A. B.; PARENTE, F. e HENRIQUES, M. F. *Mercado de Capitais: Regime jurídico*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008). Também, Bottino e Oliveira entendem o uso indevido de informação privilegiada como crime de resultado, no sentido de que se consuma se o insider obtiver vantagem patrimonial decorrente da valorização das ações em seguida à divulgação da informação que ele detinha no momento em que realizou as operações (BOTTINO, T. e OLIVEIRA, E. Op. cit. p.165). Igualmente: Castellar entende que “trata-se de delito material, pois o resultado dependerá da vantagem que o agente venha a perceber com a negociação da informação no mercado” (CASTELLAR, J. C. Op. cit. p. 119). Há quem entenda, muito embora se trate de crime formal, devesse operar alteração legislativa com vistas a instituir a necessidade de um resultado, um prejuízo concreto ao mercado de capitais, para que se tenha por caracterizada lesão ao bem jurídico tutelado pela norma incriminadora (BAKER, M. G. *O delito de insider trading: aspectos gerais e estudo comparativo das legislações espanhola e brasileira*. Revista Brasileira de Ciências Criminais. São Paulo, v. 20, n. 94, 2012, p. 490).

âmbito do emissor, ou em decorrência de relação comercial, profissional ou de confiança com ele mantida. A pena aplicada nesta hipótese não exige a efetiva negociação sobre valores mobiliários para a configuração da tipologia, sendo a mesma aplicada à conduta descrita no caput, muito embora, não se exija a efetiva negociação sobre valores mobiliários para a configuração da conduta, e, por isso, possa se questionar acerca de sua proporcionalidade.

A partir da alteração legislativa operada com o advento da Lei 13.506/2017 ampliou-se o círculo de sujeitos ativos em razão da exclusão do texto legal da expressão “da qual deva manter sigilo”. Não obstante, incluiu causa de aumento de pena, aumentando em 1/3 (um terço) a pena cominada ao agente que realiza a conduta descrita no caput do artigo tem o dever de fidúcia.

O artigo 27-D prevê ainda a aplicação de pena de multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. E, o artigo 27-F reforça o previsto quanto à pena de multa, e dispendo, em seu parágrafo único, que nos casos de reincidência, a multa pode ser de até o triplo dos valores fixados.

Cabe considerar ainda a possibilidade de proibição de exercício de profissão, atividade ou ofício que dependam de habilitação especial, de licença ou autorização do poder público, conforme previsão do artigo 47, inciso II do Código Penal, a ser aplicada sempre que o crime seja cometido com violação dos deveres que lhe são inerentes (art. 56 do Código Penal). No entanto, nas hipóteses em que a conduta típica for realizada por agente que tenha o dever guardar sigilo, passível a aplicação de pena de interdição temporária de direitos, como equivalente à proibição do exercício de profissão, atividade ou ofício que dependam de habilitação especial, de licença ou autorização do poder público.

CONCLUSÃO

1. O mercado de capitais desempenha papel de extrema importância no desenvolvimento da sociedade e da economia, de modo que a eficiência de suas funções deve ser assegurada pelo ordenamento jurídico.

2. O processo de globalização experimentado nas últimas décadas, ao tempo em que permite novos canais para o desenvolvimento das economias de mercado, também possibilita novas práticas criminosas, que ganharam contorno diante dos espaços abertos pela flexibilização dos mercados.

3. Nesse contexto, diante das novas formas de criminalidade, especialmente aquelas relacionadas ao âmbito econômico, a intervenção penal passa a incidir sobre setores tradicionalmente tutelados civil e administrativamente. A necessidade de tutela penal destes novos âmbitos, entre os quais se inclui o mercado de valores, é questionada por parte da doutrina que considera excessiva a intervenção penal. Não obstante, especificamente quanto à tutela do mercado de valores, com especial referência ao insider trading, entende-se legitimada a repressão penal neste âmbito, diante do fundamental papel das economias de mercado, amparado na ordem constitucional.

4. A eficiência do mercado é diretamente proporcional à sua capacidade em incorporar toda a informação disponível quanto aos preços dos valores nele negociados. A regra da informação plena (*full disclosure*) acolhida pelo ordenamento brasileiro, muito embora não supere por completo a assimetria informativa inerente ao próprio mercado, constitui garantia da igualdade de oportunidades, reduzindo os riscos assumidos pelos participantes do mercado, o caminho para alcançar o seu ótimo funcionamento e preservação de suas funções.

5. A mais recente alteração legislativa quanto ao tema do insider trading ampliou, muito significativamente, o círculo de sujeitos ativos atinente à incriminação. Na esteira do que vem ocorrendo em várias outras experiências legislativas estrangeiras, afastou-se a condição especial até então exigida ao sujeito ativo, não mais se exigindo o dever de guardar sigilo quanto à informação reservada, para a caracterização da conduta. Não obstante, manteve-se punição mais gravosa para os sujeitos que possuam dever fiduciário como forma de especial de aumento de pena.

6. Com respeito às condutas incriminadas pela tipologia em exame, a alteração operada em 2017 incluiu, ao lado da utilização da informação privilegiada, o seu mero repasse por parte daquele que deveria manter sigilo a seu respeito. Deste modo, esta última modalidade típica não exige para a sua configuração a efetiva negociação sobre valores mobiliários, nem qualquer outra ação por parte daquele que a recebe. Neste sentido, parece correto concluir que, com a punição do mero vazamento da informação sem qualquer outra consequência, se está protegendo os interesses envolvidos, sem olvidar pelo dever de *fidúcia* devido pelo *insider*.

7. Quanto às características da informação exigidas para a caracterização do tipo penal em comento, a legislação brasileira alinha-se a várias outras soluções legislativas, em especial às adotadas pelos países europeus, orientados pelas diretrizes emanadas pela União Europeia. Assim, a informação de que trata o artigo 27-D da Lei 6.385/76 há de ser relevante, concreta, não divulgada ao público e capaz de influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores em comprar ou vender valores mobiliários.

8. A questão relacionada ao bem jurídico que se pretende proteger com a previsão criminal não encontra consenso na doutrina, sendo diversos os interesses apontados como objeto da tutela penal. Apesar do dissenso, parece correto afirmar que se trata de delito pluriofensivo, dirigido à proteção de bem jurídico de caráter “poliédrico” ou “multifacetado”, abrigando ainda, para além do interesse supraindividual, consubstanciado no correto, regular e eficiente funcionamento do mercado de valores, interesses patrimoniais dos investidores e das companhias que operam em dito mercado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.

- AGUADO CORREA, T. *El principio de proporcionalidad en Derecho penal*. Madrid: Edersa, 1999.
- AKASHI, T. *La regulación del insider trading en Japón*. Cuadernos de Política exterior. n. 16.
- ALCOCK, A. Insider information. In: RIDER, B.A.K; e, ASHE, M. *The fiduciary, the insider and the conflict*. A compendium of essays. Dublin: Brehon/Sweet and Maxwell, 1995, pp. 83-91.
- ALEXANDER, R. C. H. *Insider dealing and money laundering in the EU: Law and Regulation*. Hampshire: Ashgate, 2006.
- ANDERSON, P. Balanço do neoliberalismo, In: SADER, E.e GENTILI, P. (coord). *Pós-neoliberalismo: as políticas sociais e o estado democrático*. 6ª ed. São Paulo: Paz e Terra. 2003.
- ANDRE, T. A. *Insider trading: misappropriation doctrine extended to journalists*. Company Lawyer. 1986, v. 7, n. 06.
- ARROYO ZAPATERO, L El abuso de información privilegiada en el Derecho español. In: ARROYO ZAPATERO, TIEDEMANN, K. *Estudios de Derecho Penal económico*. Cuenca: Ediciones de la Universidad de Castilla la Mancha, 1994.
- _____. El abuso de información privilegiada en el derecho penal español vigente y en el proyecto del Código penal. In: AAVV. *Hacia un derecho penal económico europeo*. Madrid: Boletín Oficial del Estado, 1995, pp. 45-61.
- ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas no direito comparado*. Campinas: Bookseller. 2001.
- ASHE, M. Insider dealing. *The Company Law*. 1990, v. 11, n. 7.
- _____. The Directive on Insider Dealing. *Company Lawyer*. 1992, v. 13, n. 1. pp. 15-19.
- AUGER LIÑAN, C. Delitos bursátiles. *Poder judicial*. 1989, n.. Especial IX, p. 227-236;
- BAINBRIDGE, S.M., *Securities laws. Insider trading*. New York: Foundation Press. 1999.
- BAJO FERNÁNDEZ, M. Uso de información privilegiada. In: CEREZO MIR, J; SURÁREZ MONTES, F.; ANTONIO BERTISTAIN, I e CASABONA, C. M. R. *El nuevo Código Penal: presupuestos y fundamentos. Libro Homenaje al Profesor Doctor Don Ángel Torío López*. Granada: Comares, 1999, pp. 637-650.
- BAJO, M.; e BACIGALUPO, S. *Derecho penal económico*. Madrid: Centro de Estudios Ramón Aceres, 2001.

- BAKER, M. G. *O delito de insider trading: aspectos gerais e estudo comparativo das legislações espanhola e brasileira*. Revista Brasileira de Ciências Criminais. São Paulo, v. 20, n. 94, 2012, pp. 459-493.
- _____. El delito de insider trading: aspectos generales y estudio comparativo de las legislaciones española, brasilera y peruana. *Criminología/ política Criminal*. n.38, Ago., 2017, pp. 327-354.
- BARTALENA, A. *L' abuso di informazioni privilegiate*. Milano: Giuffrè, 1989.
- _____. Insider trading. In: *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale*. V. VII, UTET, 1992.
- _____. Insider trading. In: COLOMBO, G. E.; E PORTALE, G. B. *Trattato delle società per azioni. Società per azioni e mercato mobiliare*. Torino: UTET, 1993.
- BARTULLI, A. Profiti penalistici dell'insider trading. In: RABITTI BEDOGNI, C. *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*. Milano: Guiffrè, 1992.
- BECK, U. *La sociedade del riesgo: hacia una nueva modernidad*, trad. Jorge Navarro, Daniel Jiménez e Maria Rosa Borrás, Barcelona: Paidós, 1998.
- BENY, L. N. The Political Economy of Insider Trading Legislation and Enforcement International Evidence. Harvard Law and Economics Discussion Paper n.348. 2002, Disponível em: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/corporate_governance/papers/No348.02.Beny.pdf.
- BERGMANS, B. *Insider trading and securities trading: a legal and economic analysis of the foundations of liability in the USA and the European Community*. London: Graham & Trotman, 1991.
- BHATTACHARYA, U. Y DAOUK, H. The world price of insider trading. *Journal of Finance*. V. 57. 2002, pp. 75-102.
- BITTENCOURT, C. R. e BREDA, J. Crimes contra o sistema financeiros nacional & contra o mercado de capitais. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010.
- BLANCO CORDERO, I. El Derecho penal y el primer pilar de la Unión Europea. *Revista Electrónica de Ciencia Penal y Criminología*. 2004, n. 06-05, p. 05:1 – 05:26. Disponible en: <http://criminet.urg.es/recpc/06/recpc06-05.pdf>.
- BONIN A., *La riforma europea degli abusi di mercato*. Tesi di Laurea Magistrale, Università di Siena, Economia e gestione degli intermediari finanziari. MAR/MAD II, Siena, 2015.
- BORDIEU, Pierre. *Contrafogos: táticas para enfrentar a invasão neoliberal. 14º Texto: A precariedade está hoje por toda a parte*, Rio de Janeiro: Jorge Zahar Editor, 1998.

- BORON, Afílio. A sociedade civil depois do dilúvio neoliberal, *In Pós-neoliberalismo: as políticas sociais e o estado democrático*, 6ª ed., Organizadores Emir Sader e Pablo Gentili, São Paulo: Paz e Terra, 2003.
- BOTTINO, T. e OLIVEIRA, E. Seletividade do sistema penal nos crimes contra o mercado de capitais. *In: BOTTINO, T. e MALAN, D. Direito penal e economia*. Rio de Janeiro: Elsevier-FGV, 2012, pp. 147-175.
- BOTTKE, W. Criminalidad económica y Derecho criminal económico en la República Federal de Alemania. *Revista Penal*. 1999, n. 4, julio, p. 21-29.
- BUOMPADRE, Jorge Eduardo. Algunas reflexiones sobre el delito de abuso de información privilegiada em la reciente reforma penal argentina. *Revista de derecho penal y procesal penal*. Buenos Aires. n. 5, mai., 2012, pp. 781-784.
- BUSATO, P. C. *Direito Penal. Parte Geral*. São Paulo: Atlas, 2013.
- CARBONE, P. *Tutela civile del mercato e insider trading*, v. 2 (profili di comparazione), Milano. 1993.
- CAROLI-CASAVOLA, G. G. *Responsabilita' civile da insider trading nel diritto statunitense: profili comparatistici*. Tesi: Dipartimento di Giurisprudenza, LUISS Guido Carli: Libera Università' internazionale degli studi sociali, 2012.
- CARVALHOSA, M. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 6ª ed. v.3 São Paulo: Saraiva, 2014.
- CASTELLAR, J. C. *Insider Trading e os novos crimes corporativos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris. 2008.
- CAVALLI, M. C *Fundamento e limites da repressão penal da manipulação do mercado de capitais: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado*. Tese de doutorado apresentada na Universidade de São Paulo, 2017, p. 273).
- CÓDIGO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – Companhias abertas. Grupo de Trabalho Interagentes; Coord. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC, 2016.
- COLE. M. After dinner remarks at Cambridge Symposium on economic crime. *Speech in the 26th International Symposium on Economic Crime (3 September 2008)*. 2008. Disponible en: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2008/0901_mc.shtml. Acceso en: 18.10.2008.
- _____. Insider dealing in the City. *Speech in the London School of Economics (17 March 2007)*. 2007. Disponible en: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2007/0317_mc.shtml. Acceso en: 19.10.2008.
- COLEMAN, J. W. *The criminal elite. Understanding white-collar crime*. New York: St. Martin's Press, 1998.

- COMPARATO, Fábio Konder. Insider trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais, *In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 2, 1971, pp. 319-330.
- CONVENTION ON INSIDER TRADING. *European Treaty Series*, n. 130, Strasbourg, 20. IV. 1989.
- CORROZA, E. I. La relevancia del fraude en los delitos de competencia en concreto: maquinaciones para elevar el precio de las cosas (art. 284 CP) y uso de información privilegiada (art. 285). *In: SILVA SÁNCHEZ, J. M. (dir.). Libertad económica o fraudes punibles? Riesgos penalmente relevantes e irrelevante en la actividad económico-empresarial.* Madrid: Marcial Pons, 2003, pp. 283-306.
- CORSETTI, M. *Insider trading: informação privilegiada - o uso indevido no mercado de capitais*, Curitiba: Juruá, 2013.
- CORTEZ, Rita de Cássia S. Flexibilização - uma análise crítica. *In Globalização, neoliberalismo e direitos sociais*, Rio de Janeiro: Destaque, 1997.
- COSTA, H. R. L.; PINHÃO, M. e ALONSO, L. *Dos crimes contra o mercado de capitais*. Revista Literária de Direito. X, v. 53. São Paulo: Del Rey, 2004.
- COSTA, J. F. e RAMOS, M. E. *O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading)*. Coimbra: Coimbra, 2006.
- CRUZ SANTOS, C. M. *O crime de colarinho branco. Da origem do conceito e sua relevância criminológica à questão da desigualdade na administração da justiça penal*. Coimbra: Coimbra, 2001.
- CUNHA RODRIGUES, J. N. Os senhores do crime. *In Revista Portuguesa de Ciência Criminal*. 1999, ano 9, n. 1, p. 7-29, jan./março.
- Curso de processo civil completo / Eduardo Cambi ... [et. al.]*, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2017.
- DAMASCENO, V. Novo Desafio para o Compliance, como a lei que criminalizou o insider secundário impacta as companhias. *Capital aberto*. 28 de setembro de 2018. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/legislacao-e-regulamentacao/compliance-contra-o-insider-trading/#.W9xXoTFRe00>. Acesso em: 01.10.2018.
- DE ANGELIS, D. Il "Financial Services Act" e la riforma del diritto dei valori mobiliari nel Regno Unito. *Rivista delle Società*. 1989, n. 1. Pp. 401-448.
- DE TOLEDO e UBIERTO, E. O. Función y límites del principio de exclusiva protección de bienes jurídicos. *Anuario de Derecho Penal y Ciencias Penales*. Tomo 43, fascículo 1, enero-abril, 1990, pp. 5-27.
- Decisão do *Conselho Constitucional* n. 89.200, de 28 de julho de 1989, J. O., de 1º de agosto de 1989, p. 9.676).

- DEL BRIO, E. B. *La rentabilidad del insider trading*. Estudios Empresariales. 2002/3, n. 110, pp. 38-43.
- DÍAZ-MAROTO e VILLAREJO, J. Los delitos societarios en la reforma penal. In: AAVV. *Hacia un derecho penal económico europeo*. Madrid: Boletín Oficial del Estado, 1995, pp. 151-166.
- DONINI, M. L'armonizzazione del diritto penale nel contesto globale. *Rivista Trimestrale di Diritto Penale dell'Economia*. 2002, ano XV, n. 3.
- DUPAS, G. *Economia global e exclusão social*. São Paulo: Paz e Terra 1999.
- D'URSO, L. F. B. Proteção penal dos mercados financeiros: a tipificação do insider trading. In: COSTA, J. F. e SILVA, M.A.M. *Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais: visão luso-brasileira*, São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 785-801.
- EIZIRIK, N; GAAL, A. B.; PARENTE, F. e HENRIQUES, M. F. *Mercado de Capitais: Regime jurídico*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.
- _____. *A instrução CVM/84 e a regulamentação do "insider trading"*. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro. 1984. v. 55, pp. 170-174.
- ENTRENA RUIZ, D. B. *El empleo de información privilegiada en el mercado de valores. Un estudio de su régimen administrativo sancionador*. Madrid: Thomson-Civitas, 2006.
- FARALDO CABANA, P. Algunos aspectos del delito de uso de información reservada en el mercado de valores en el proyecto del Código penal de 1994. *Estudios Penales y Criminológicos*. 1995, n. 28. p. 45-121.;
- FARIA, J. E. Introdução. In: FRAIA, J. E. (org.). *Direito e globalização: implicações e perspectiva*. São Paulo: Malheiros, 1996.
- FERNÁNDEZ ATELA, G. Insider trading: evolución, doctrina y regulación en los Estados Unidos de América. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. 1988, n. 31 julio-septiembre, p. 561-591.
- FERRARINI, G. La nuova disciplina europea dell'abuso di mercato. *Rivista delle Società*. 2004, fascicolo 1º, pp. 43-76.
- FERREIRA, R. R. A. *Insider trading: a repressão penal do uso de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra: Coimbra, 2014.
- FINDLAY, M. Crime as a force in globalization. *Journal of Financial Crime*. 1998, V. 6, n. 2.
- FLICK, G. M. Insider trading: problema sostanziali. In: CENTRO NAZIONALE DI PREVENZIONE E DIFESA SOCIALE. *Mercato finanziario e disciplina penale*. Milano: Giuffrè Ed., 1993.

- FOFFANI, L. Delitos bancarios y bursátiles. En: TIEDEMANN, K. *Eurodelitos. El Derecho Penal económico en la Unión Europea*. Cuenca: Universidad Castilla la Mancha, 2004. p. 109-117.
- FORTUNA, E. L'insider trading: l'esperienza del mercato. In: RABITTI BEDOGNI, C. *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*. Milano: Giuffrè, 1992. p. 142).
- GAILLARD, E. *Insider trading. The laws of Europe, the United States and Japan*. Doventer-Boston: Kluwer Law and Taxation Publishers, 1992.
- GALLI. Insider trading: l'accoglimento da parte della Supreme Court federale statunitense della misappropriation theory. Alcune conseguenti riflessioni sulla condotta di "trading" vietata; come definita nel cosiddetto "Testo unico Draghi"- Parte Seconda. *Giurisprudenza Commerciale*. 1998, pp.712-735.
- GARCÍA, C. R. Globalización y delito. Rasgos y tendencias apreciables de la delincuencia internacional. *Cuadernos de Política Criminal*. Segunda Época. Ed. CESEJ. n. 93, 2007. pp. 213-230.
- GARCÍA ARÁN, M. Constitución y Derecho Penal, veinte años después. In: NIETO MARTÍN, A. *Homenaje al Dr. Marino Barbero Santos "In memoriam"*. Cuenca: Ediciones de la Universidad de Castilla-La Mancha, Ediciones de la Universidad de Salamanca, 2001, pp. 285-297.
- GARCÍA ARIAS, J. *Economía política de la estabilidad cambiaria. Una perspectiva desde la teoría de los bienes públicos*. Madrid: Consejo económico social, 2002.
- GARCÍA PALOMINOS, Gonzalo. Modelo de protección en normas administrativas y penales que regulan el abuso de información privilegiada en la legislación chilena. *Política Criminal: Revista Electrónica Semestral de Políticas Públicas en Materias Penales*. v. 8, n. 15. Jul. 2013, 63p.
- GARRIDO, J. M. La regulación de los mercados financieros en Inglaterra. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. 1990, n. 39, julio-septiembre.
- GIDDENS, A. *The consequences of modernity*. Cambridge: Polity Press, 2000.
- GISPER PASTOR, M. T. La protección de la inversión mobiliaria en Gran Bretaña. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. 1982, n. 5, p. 9-75.
- Globalization, growth, and poverty: building an inclusive world economy*, V. 1. Documento del Banco Mundial disponible en: <http://econ.worldbank.org>.
- GÓMEZ INIESTA. D.J. *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*. Madrid: Mc Graw-Hill, 1997.

- GONZÁLEZ BLANCO, R. e MAESSO CORRAL, M. ¿Queda espacio para la globalización económica? In: GONZÁLEZ LAXE, F. e SEQUEIROS TIZÓN, J. G. *Orden económico mundial. Globalización y desarrollo*. A Coruña: Netbiblo, 2003, pp. 245-262.
- GONZÁLEZ CUSSAC, J. L. El abuso de información privilegiada. *Cuadernos de política criminal*. 1989, n. 37, pp. 119-153.
- GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, S.; MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J. La globalización de los mercados financieros. *Noticias de la Unión Europea*. n. 179, año XV, mayo, 1999., pp. 25-38.
- GONZÁLEZ RUS, J. J. El abuso de información privilegiada en el mercado de valores, In: *Compendio de derecho penal español (parte especial)*, Madri: Marcial Pons., 2000.
- GRAY, J. *Falso amanecer: os equívocos do capitalismo global*, Rio de Janeiro: Record, 1999.
- GRECO, L. Dolo sem vontade? In: DIAS, A. S. (coord). *Liber Amicorum de José de Souza e Brito*. Coimbra: Almedina, 2009, pp. 885-903.
- GRECO, L. Princípio da ofensividade e crimes de perigo abstrato – uma introdução ao debate sobre o bem jurídico e as estruturas do delito. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, n. 49, 2004, pp. 89-147.
- GREEN, G. S. *Occupational crime*. Chicago: Nelson-Hall Publishers, 1996.
- GUERRERO GUERRERO. P. El Mercado unico y la bolsa. *Noticias de la Unión Europea*. 1990, n. 63, pp. 11-14.
- GUZMÁN, N. El nuevo delito de abuso de información privilegiada en el mercado de capitales (insider trading). *Revista de derecho penal y procesal penal*. Buenos Aires, n. 4, Abril, 2013, pp. 688-715.
- HASSEMER, W. Lineamentos de una teoría personal del bien jurídico. *Doctrina Penal: teoría y práctica en las ciencias penales*. 1989, v. 12, fascículo 45/48, pp. 275-285.
- HASSEMER, W. Rasgos y crisis del Derecho penal moderno. *Anuario de Derecho Penal y Ciencias Penales*. 1992, Tomo 45, fascículo 1, enero-abril, pp. 235-249.
- _____.Perspectivas del Derecho penal futuro. *Revista Penal*. 1998, año 1, n. 1. p. 37-41.
- HEFENDEHL, R. *La teoría del bine jurídico, Fundamento de legitimación del derecho penal o juego de abalorios dogmático?* Madrid: Marcial Pons, 2007.
- HELD, D. Globalización: tendencias y opciones. In: CID BARAÑANO, M. *La globalización económica. Incidencia en las relacione sociales y económicas*. Madrid: Consejo general del poder judicial, 2002.
- HELD, D.; MC GREW, A.; GOLDBLATT, D. e PERRATON, J. *Global transformations. Politics, economics and culture*. Cambridge: Polity Press. 2000.

- HERMAN, E. S. Equity funding, inside information and the regulators. *UCLA LawReview*. 1974, n. 21, pp. 1-28.
- HERNÁNDEZ SAINZ, E. La prohibición de los abusos de información privilegiada en el Derecho del mercado de valores francés. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. 1998, n. 71, pp. 747-812.
- La nueva regulación penal de los abusos de información privilegiada. *Actualidad Penal*. 1997, n. 9/24, febrero-marzo, pp. 173-216.
- HIRSCH, H. J. Acerca del estado actual de la discusión sobre el concepto de la discusión sobre el concepto del bien jurídico. In: AAVV. *Modernas tendencias en la ciencia del Derecho Penal y de en la Criminología*. Madrid: UNED, 2001, pp. 371-387.
- HIRSHI, T; e, GOOTFREDSON, M. Cuases of white-collar crime. *Criminology*. 1987. V. 25, n. 4, pp. 949-974.
- HIRST, P. Q. e THOMPSON, G. *Globalization in question: the international economy and the possibilities of governance*. 2 ed. Cambridge: Polity Press, 1999.
- HURTADO POZO, J. El delito de explotación de información privilegiada en el código penal suizo. In: AAVV. *Hacia un Derecho penal económico y europeo*. Madrid: Boletín Oficial del Estado, 1995, pp. 4111-439.
- HURTADO POZO, J. El delito de explotación de información privilegiada en el código penal suizo. In: *Estudios penales: libro homenaje al profesor Luis Alberto Bramont Arias*, Lima: Editora San Marcos, 2003.
- IANNI, O. *A sociedade global*. 5ª ed. Rio de Janeiro: Civilização brasileira. 1997.
- IZQUIERDO, M. *Los mercados de valores en la CEE (Derecho Comunitario y adaptación al Derecho Español)*. Madrid: Civitas, 1992.
- JAKOBS, G. *Qué protege el derecho penal: bienes jurídicos o la vigência de la norma?* Mendonza: Cuyo, 2004.
- KEYNES, J. M. *The general theory of employment interest and money*. London: Macmillanand.Co., 1942.
- KRONKE, H. Connected and global securities markets- UIT or without conflict of laws? In: BAUMS, T; HOPT, K. J.; HORN, N. *Corporations, capital markets and business in the law (Liber amicorum Richard M. Buxbaum)*.Hague: Kluwer Law International, 2000, pp. 363-374.
- KÜMPEL, Siegfried. *Direito do mercado de capitais: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro. Uma introdução*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.
- LANGEOVOORT, D. C. Managing the "Expectations Gap" in investor protection: the SEC and the Post-Enron Reform Agenda. *Villanova University Law Review. Symposium Issue:*

- Lessons from Enron, How did corporate and securities law fail?* 2003, v. 48, n. 4. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=474721>.
- LAURELL, Ana Cristina. Avançando em direção ao passado: a política social do neoliberalismo, *In Estado e políticas sociais no neoliberalismo*, 3ª ed., Asa Cristina Laurell (org.); revisão técnica de Amélia Cohn; tradução de Rodrigo Leon Contrera, São Paulo: Cortez, 2002.
- LEÃES, L. G. B. Mercado de Capitais & insider trading. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.
- LEHN, K. Gli aspetti economici dell'insider trading. *In: RABITTI BEDOGNI, C. Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*. Milano: Guiffrè, 1992.
- LEITE FILHO, J. *Notas ao crime de uso de informação privilegiada*. Revista Brasileira de Ciências Criminais, v.60. São Paulo: RT, 2006, pp.
- LEITE, J. C. P. A internacionalização da economia. *In: Globalização, neoliberalismo e direitos sociais*, Rio de Janeiro: Destaque. 1997.
- LEVITT. B. K. Sarbanes-Oxley Insider trading prohibitions affect insiders outside the US. *International Company and Commercial Law Review*. 2003, v. 14, n. 9. pp. 293-299.
- LEVMORE, S. Securities and secrets: Insider trading and the law of contracts. *Virginia Law Review*. 1982, V. 68, PP. 117-160.
- LIMA, Abili Lázaro Castro de. *Globalização econômica, política e direito: análise das mazelas causadas no plano político-jurídico*, Porto Alegre: Fabris, 2002.
- LOPEZ BARJA DE QUIROGA, J. El "insider trading". *Anuario de derecho penal y ciencias penales*. 1993, Tomo 46, fascículo 3, septiembre-diciembre, pp. 1031-1060.
- LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, J. El abuso de información privilegiada. *In: BACIGALUPO, E. Derecho penal económico*. Buenos Aires: Hammurabi, 2000, pp. 431-467.
- LUCCHESI, G. B. O objeto de tutela penal no delito de insider trading. *Uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea*. Revista Brasileira de Ciências Criminais. V. 19, São Paulo, 2011, pp. 137-161.
- MANGIONE, A. Mercato finanziari e criminalità organizzata: spunti problematici sui recenti normativi di contrasto al riciclaggio. *Rivista Italiana di diritto e procedura penale*. 2000, anno 18, fascículo 3, luglio-settembre.
- MANNE, H. G. Insider trading and the law professors. *Vanderbilt Law Review*. 1970, v. 23, pp.547-590.
- MANNE, H. G. *Insider trading and the stock market*. New York: Free Press, 1966.

- MARTÍNEZ DE AZAGRA, L.; e, JEBE HERRERA, C. D. La organización económica y los problemas derivados de la globalización. *In: GONZÁLEZ LAXE, F. Y SEQUEIROS TIZÓN, J. G. Orden económico mundial. Globalización y desarrollo.* A Coruña: Netbiblo, 2003.
- MARTÍNEZ FLÓREZ, A. Sobre los destinatarios de la prohibición de usar información privilegiada. *Revista de Derecho Mercantil.* 2001, n. 240, abril-junio, pp. 495-591.
- MARTÍNEZ GONZÁLEZ-TABLAS, A. *Economía política de la globalización.* Barcelona: Ariel, 2000.
- MARTÍNEZ-BUJÁN PEREZ, C. Instrumentos jurídicos frente a la globalización de los mercados [En el ejemplo del blanqueo de capitales]. *In: ZÚÑIGA RODRÍGUEZ, L.; MÉNDEZ RODRÍGUEZ, C.; e DIEGO DÍAZ-SANTOS, M. R. El Derecho Penal ante la Globalización.* Madrid: Colex, 2002, pp. 85-107.
- MC COY, K.A. The 'misappropriation' of section 10b's language. *Company Lawyer.* 1997b, v. 18, n. 03, pp. 335-336.
- MC COY. K.A. Supreme Court affirms second theory of liability for insider trading. *Company Lawyer.* 1997a, v. 18, n. 10, pp. 94-96.
- MÉNDEZ RODRÍGUEZ, C. La corrupción en el marco del *Corpus Juris*. *In: ZÚÑIGA RODRÍGUEZ, L.; MÉNDEZ RODRÍGUEZ, C. Y DIEGO DÍAZ-SANTOS, M. R. El Derecho Penal ante la Globalización.* Madrid: Colex, 2002, pp. 109-133.
- MERCADO PACHECHO, P. El “Estado comercial abierto”. La forma de gobierno de una economía desterritorializada”. *In: CAPELLA HERNÁNDEZ, J. R. Transformaciones del Derecho en la mundialización.* Madrid: Consejo General del Poder Judicial, 1999, pp. 125-158.
- MIKALOVSKI, A. Crimes contra o mercado de capitais. Curitiba: Juruá. 2014.
- MIR PUIG, S. Bien jurídico y bien jurídico-penal como límites del ius puniendi. *Estudios penales y criminológicos.* 1991, n. XIV. pp. 205-215).
- MOCCIA, S. Dalla tutela di beni a lla tutela di funzioni: tra illusioni postmoderne e riflussi illiberali. *Rivista Italiana di Diritto e Procedura Penale.* ano XXXVIII, fasc. 2, 1995.
- MONROY ANTÓN, A. J. El bien jurídico protegido en el delito de abuso de información privilegiada. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil.* 2005, ano XXIV, n. 98, abril-junio, pp. 35-81.
- MORA DEL RÍO, F. J. El “insider trading”, delito con la nueva bolsa. *Boletín de Estudios Económicos.* 1988, V. XLIII, n. 133, abril. p. 87-99;
- MORAES ROCHA, J. L. Crime transnacional. *Revista Portuguesa de Ciência Criminal.* 2003, ano 13, n. 1, jan./mar., pp. 79-104.

- MORILLAS CUEVA, L. Reflexiones sobre el Derecho penal del futuro. *Revista Electrónica de Ciencia Penal y Criminología*. 2002, n. 4. Disponible en: http://criminet.ugr.es/recpc/recpc_04-06.html.
- MUÑOZ CONDE, F. Delincuencia económica: estado de la cuestión y propuestas de reforma. En: AAVV. *Hacia un derecho penal económico europeo*. Madrid: Boletín Oficial del Estado, 1995, pp. 265-283.
- MUÑOZ CONDE, F. Los nuevos delitos del tráfico de influencia, revelación de secretos e informaciones e uso indebido de información privilegiada: comentarios a la Ley orgánica 9/1991, de 22 de marzo, por la que se reforma el código Pena. (Apêndice a: MUÑOZ CONDE, F. *Derecho penal, parte especial*. 2ª ed. Valencia 1990). Valencia: Tirant lo blanch, 1991.
- MUÑOZ CONDE, F. e GRACÍA ARÁN, M. **Derecho Penal. Parte General**. 6ª ed. Valencia: Tirant lo blanch, 2004.
- MÜSSNICH, F. A. M. *O insider trading no direito brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017.
- NAYLOR, J.M. The use of criminal sanctions by UK and US authorities for insider trading: how can the two systems learn from each other? Part 1. *Company Lawyer*. v. 11, n. 3. pp. 83-91.
- NEVES, H. R. F. Bem jurídico protegido pelo crime de insider trading. *Boletim Instituto Brasileiro de Ciências Criminais*, São Paulo, v. 21, n. 252, pp. 7-8.
- NEVES, H. R. F. *Direito administrativo sancionador e o crime de insider trading*. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2013
- OEHLER, D. L'importanza del diritto penale económico nella nuova Europa. *Rivista Trimestrale di Diritto Penale dell'Economia*. 1991, anno IV, pp. 29-50.
- OHMAE, K. *The borderless world*. Collins: London, 1990.
- OHMAE, Kenichi. *O fim do estado-nação – a ascensão das economias regionais*, Rio de Janeiro: Campus, 1996.
- OTTO, H. El abuso de información privilegiada como delito de peligro abstracto. En: A.A.V.V. *Hacia un Derecho penal económico europeo. Jornadas en homenaje al Profesor Klaus Tiedemann*. Madrid: Consejo General del Poder Judicial, 1995, pp. 453-468.
- PAINTER, W. H. *Federal regulation of insider trading*. Charlottsville: The Michie Co, 1968.
- PALAZZO, F. C. I confini della tutela penale: selezione dei beni e criteri di criminalizzazione. *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Penale*. 1992, Anno XXXV, pp. 453-482.

- PARENTE, N. J. *Aspectos jurídicos do insider trading*. Rio de Janeiro: superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, jun. 1978, Disponível em: http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf. Acesso em: 05 de setembro de 2018.
- PAS CVM n. RJ 06/2003, julgado em 14.9.2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. (Caso Itaú BBA).
- PATERNITI, C. Quale disciplina penale peri l mercato di borsa? *Rivista Trimestrale di Diritto Penale dell'Economia*. 1990, anno 2, pp. 943-955.
- PERES, J.J. V. O delito de “insider trading” e a obrigação de informação. In BASTO, J. G. X. et. al. *Problemas societários e fiscais do mercado de valores mobiliários*. Lisboa: Fisco, 1992.
- PEROSSA, M.L.; WALDMAN, P. e UBERMAN, D. S. D. Reglamentación y uso de información privilegiada en el mercado norteamericano de valores. *Revista Academia y virtualidad*, v. 8, n. 1. 2015, pp. 111-120.
- PINTO, F. L. C. *O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Ed. Almedina, 2000.
- PINTO, F. L. C. A supervisão no novo código dos valores mobiliários. *Conferência apresentada no Colóquio promovido pela CMVM*, Porto, 09 de novembro de 1999.
- PRADO PURGA, A. Acerca del concepto de información privilegiada en el mercado de valores chileno: su alcance, contenido y límites. *Revista Chilena de Derecho*. v. 30, n. 02, 2003, pp. 237-269.
- PRADO, L. R. *Bem jurídico penal e constituição*. 3ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003.
- PRIETO DEL PINO, A. M. *El derecho penal ante el uso de información privilegiada en el mercado de valores*. Elcano- Navarra: Thompson- Aranzadi, 2004.
- _____. Una contribución al estudio de la delincuencia económica: el sistema económico diseñado por la constitución española. *Revista de Derecho Penal y criminología*. 2ª época, n. 12, 2003, pp.95-139.
- PROENÇA, J. M. M. *Insider trading. Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 225.
- _____. Repúdio ao insider trading. In: SOUZA JUNIOR, F. S. (Coord). *Direito, gestão e prática: mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2013.
- RAMONET, I. *Geopolítica do caos*, 2ª ed., Petrópolis: Vozes, 1998.
- REAÑO PESCHIERA, J. L. *Derecho penal bursátil. El delito de abuso de información privilegiada*, Lima: Gráfica Horizonte, 2002.

- REYNA ALFARO, L. M. El tratamiento del 'insider trading' en el Derecho penal iberoamericano. In: REYNA ALFARO, L. M. *Nuevas tendencias del derecho penal económico y de la empresa*. Lima: ARA, 2005, PP. 781-821.
- RIDER, B.A.K. *Insider trading*. Bristol: Jordan and Sons, 1983.
- RIDER, B. A. K.; e ASHE, M. *Insider crime. The new law*. Bristol: Jordan, 1993.
- RIDER, B. A. K.; e LINKLATER, A. *Market abuse and insider trading*. London: Butterworths, 2002.
- RODRÍGUEZ CARRIÓN, A. J. El Nuevo Derecho Internacional: la cuestión de la autodeterminación y la cuestión de la injerencia. In: CAPELLA HERNÁNDEZ, J. R. *Transformaciones del Derecho en la mundialización*. Madrid: Consejo General del Poder Judicial, 1999, pp. 159-127.
- RODRÍGUEZ DE RIVERA, J. Observaciones sobre la globalización desde el enfoque de la sistemática de Niklas Luhmann. In: BLANCH, A. *Luces y sombras de la globalización*. Madrid: Universidad de Comillas, 2000, pp. 1779-202.
- RODRÍGUEZ MORULLO, G. La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores ante el Derecho penal. *Poder Judicial*. 1989, n. Especial IX, p. 237-250;
- _____. La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores ante el derecho penal. *Derecho y sociedad*. Revista editada por estudiantes de la Facultad de Derecho da Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima, 1998.
- RODRÍGUEZ PRADA, G. Globalización, crisis financieras y dolarización. In: DÍAZ MIER, M. A. *La globalización: un estudio interdisciplinario*. Alcalá de Henares: Universidad de Alcalá, 2003.
- ROSSI, G. L' informazione societaria al bivio. *Rivista delle Società*. 1989, anno 31, fascicolo 3°.
- ROTSCH, T. *Criminal Compliance*. 2012, n.01. In Dret: Barcelona.
- ROXIN, C. *Derecho Penal – Parte general. Fundamentos, la estructura de la teoría del delito. Tomo I*. Madrid: Civitas, 1997.
- ROXIN, C. El desarrollo del Derecho penal en el siguiente siglo. *Dogmática penal y Política criminal*. 1998.
- RUÍZ RODRIGUEZ, L. R. *Protección penal del mercado de valores (infidelidades en la gestión de patrimonios)*. Valencia: Servicio de Publicaciones de la Universidad de Cádiz, 1997.
- SALVADOR NETTO, A. V. Tipicidade penal e princípio da legalidade: o dilema dos elementos normativos e a taxatividade. *Revista Brasileira de ciências criminais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 18, n. 85, jul-ago. 2010, p. 219-335.

- SAMUELSON, P. A. e NORDHAUS, W. D. *Economía*. 16ª ed. Madrid: McGraw- Hill, 1999.
- SÁNCHEZ BLANCO, J. Mercados financieros y globalización. In: BLANCH, A. *Luces y sombras de la globalización*. Madrid: Universidad de Comillas, 2000. p.166.
- SÁNCHEZ CALERO, F. Evolución del Derecho europeo hacia una mayor transparencia de las sociedades cotizadas ante la pretensión del funcionamiento en la UE de un mercado único de valores. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. 2003, n. 89, pp. 419-423.
- SÁNCHEZ GUILARTE, J.; e TAPIA HERMIDA, A. El abuso de información privilegiada (“insider trading” y operaciones de iniciados). *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. 1987, n. 28, ano VII, octubre-diciembre, p. 751-792.
- SANTIAGO, A. F. A repressão administrativa e penal do abuso de informação privilegiada no Brasil: direito penal simbólico? *Revista Magister de Direito Penal e Processual Penal*. Porto Alegre: Magister. 2004. ano VIII, Número 46, PP. 48-73.
- SANCTIS, F. M. *Delinquência econômica e financeira*. Rio de Janeiro: Forense, 2015.
- SANCTIS, F. M. *Punibilidade no sistema financeiro nacional*. Campinas: Millenium, 2003.
- SANTOS, A. P.; OSÓRIO, F. M.; e, WELLISCH, J. S. M.. *Mercado de capitais*, São Paulo: Saraiva, 2012.
- SANTOS, J. C. *Direito Penal: parte geral*. 3a ed., Curitiba: ICPC: Lumen Juris, 2008.
- SANTOS, M.. *Por uma outra globalização: do pensamento único à consciência universal*, 10ª ed., São Paulo/Rio de Janeiro: Record, 2003.
- SCALZILLI, J. P. e SPINELLI, L. F. A racionalidade econômica do combate ao insider trading: assimetria de informação e dano ao mercado. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. 2007, v. 147, São Paulo, pp. 42-53.
- SCHABERG, M. Globalization and financial systems: policies for the new environment. In: BAKER, D., EPSTEIN, G. e POLLIN, R. *Globalization and progressive economic policy*. Cambridge: University Press, 1999.
- SCHAWARZE, H. J. The European insider dealing Directive and its impact on the Member States, particularly Germany. En: HOPT, K. J. e WYMEERSCH, E. *European insider dealing. Law and practise*. London: Butterworths, 1991.
- SEMINARA, S. *Insider trading e diritto penale*. Milano: Giuffrè, 1989.
- _____. Riflessioni in margine al disegno di legge in tema di insider trading. *Rivista Italiana di diritto e procedura penale*. 1990, ano XXXIII, fascicolo 2, pp. 545-572.
- _____. El nuevo delito de insider trading en el ordenamiento jurídico italiano. In: FARALDO CABANA, P. e VALEJE ÁLVAREZ, I. (coord.). *I Congreso hispano-italiano de derecho penal económico*. 1998, pp. 414-158.

- SHAPIRO, S. *Collaring the crime, not the criminal: Reconsidering the concept of white-collar crime*. *American Sociological Review*. 1990, V. 55, n. 3, jun. pp. 346-365.
- SILVA FRANCO, A. Globalização e criminalidade dos poderosos. *In Revista Portuguesa de Ciências Criminais*. 2000, ano 10, fasc. 2º, Abril-junho, pp. 183-228.
- SILVA SÁNCHEZ, J. M. *La expansión del derecho penal. Aspectos de la política criminal en las sociedades postindustriales*. 2 ed. Madrid: Civitas, 2001.
- _____. El derecho penal ante la globalización y la integración supranacional. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. 1998, ano 6, n. 24, outubro-dezembro., pp. 65-78.
- SILVEIRA, Renato de Mello Jorge; e, SAAD-DINIZ, Eduardo. *Compliance, direito penal e lei anticorrupção*, São Paulo: Saraiva, 2015.
- _____. *Direito penal econômico como direito penal de perigo*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2006.
- SILVEIRA, R. J. M. e ORTIZ, M. T. *Em tema de insider trading: anotação ao primeiro julgamento condenatório perante o TRF da 3 Região*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. 2013. v. 16, n. 61, pp. 325-352.
- SOLIMENA, L. La directiva sull'insider trading. *Giurisprudenza Commerciale*. 1989, n. 16.6., pp. 1054-1066.
- SOUZA, L. A. *Direito penal econômico: fundamentos, limites e alternativas*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.
- STEINBERG, M. I. International financial market and insider trading selective comparative disclosure issues. *Essays in international financial & economic law*. 2001, n. 32.
- SUTHERLAND, E. H. White-collar criminality. *American Sociological Review*. 1940, v. 5, n. 1, february, pp. 1-12.
- _____. Is "White-collar crime" crime? *American Sociological Review*. 1944, V. 10, n. 2, Annual meeting papers. pp.137-138.
- _____. *White collar crime*. New Haven, London: Yale University Press, 1993.
- TAPIA HERMIDA, A. El desarrollo de la Directiva 2003/6/CE sobre el abuso de mercado por el Reglamento (CE) núm. 2273 y las Directivas 2003/124/CE y 2003/125/CE de la Comisión. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. 2004, n. 94, pp. 269-271.
- _____. La Directiva 2003/6/CE sobre el abuso de mercado. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. 2003, n. 91, pp. 332-336.
- TERRADILLOS BASOCO, J. M. Globalización, Administrativización y expansión del Derecho penal económico. *In: TERRADILLOS BASOCO, J. M. e ALCALÉ SANCHEZ, M. Temas de derecho penal económico: III Encuentro hispano-italiano de derecho penal económico*. Madrid: Trotta, 2004, pp. 219-240.

_____. *Empresa y derecho penal*. Buenos Aires: Ad-Hoc . 2001.

TÓRTIMA, J. C. Crimes contra o mercado de capitais. *In: Discursos Sediciosos*. n.12. Rio de Janeiro: Revan, 2002.

_____. *Crimes contra o sistema financeiro nacional*. 3. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011

URETA DOMINGO, J.C. Las instituciones del Mercado Financiero: brokers y dealers. Las agencias y sociedades de valores y bolsa. *In: SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J. L. (dir.) Curso de Bolsa I*. Barcelona: Ariel, 1992, pp. 305-327.

VALENZUELA GARACH, F. *La información en la sociedad anónima y el mercado de valores*. Madrid: Civitas, 1993.

VALENZUELA GARACH, F. e PEINADO GRACIA, J. I. La utilización abusiva de informaciones confidenciales y privilegiadas en los mercados de valores. Especial consideración de las disciplinas CEE y española. *Noticias de la Unión Europea/CEE*. 1991, n. 81.

VEGA GUTIÉRREZ, J. Z. *Mercado de Valores em Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursáril: insider trading*. Madri: Edisofer. 2013. p. 160.

_____. *Problemas de tipicidade en las modalidades de insider traing. La Ley Penal: revista de derecho penal, processal y penitenciário*. Madrid, v.8, n. 84,jul/ago, 2011, pp. 44-70.

VIEIRA, L. *Cidadania e globalização*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Record. 1997.

VOLD, G. e BERNARD, T. *Theoretical Criminology*. Oxford: Oxford University Press, 1986.

VOLK, K. Sistema penale e criminalità economica. I rapportitra dogmatica, politica criminale e processo. Napoli: Edizioni scientifiche italiane, 1998.

WU, H-K. An economist looks at section 16 of the Securities Exchange Act of 1934. *Columbia law review*. 1968, V. 68, pp. 260-269.

WYMEERSCH, E. The insider trading prohibition in the EC Member States: a comparative oweview. *In: HOPT, K. J. Y WYMEERSCH, E. European insider dealing. Law and practise*. London: Butterworths, 1991, pp. 65-128.

ZAFFARONI, E. R. La globalización y las actuales orientaciones de la política criminal. *Nueva Doctrina Penal*. 1999.

ZUÑIGA RODRÍGUEZ, L. *Política criminal*. Madrid: Colex, 2001.

_____. *Bases para un modelo de imputación de responsabilidad penal a las personas jurídicas*. 2ª ed. Elcano-Navarra: Thomson-Aranzadi, 2003.

ZURITA e SÁENZ DE NAVARRETE. J. El Derecho Europeo sobre el mercado de valores y su repercusión en el ordenamiento español. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. 1986, n. 21, pp. 13-48.