

**FELIPE DRUMOND COUTINHO DE SOUZA**



# PUC

**DEPARTAMENTO DE DIREITO**

---

## **A CRIMINALIZAÇÃO DO *INSIDER TRADING* NO DIREITO BRASILEIRO**

**por**

**FELIPE DRUMOND COUTINHO DE SOUZA**

**ORIENTADOR(A): CARLOS RAYMUNDO CARDOSO**

**2010.1**

---

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

RUA MARQUÊS DE SÃO VICENTE, 225 - CEP 22453-900

RIO DE JANEIRO - BRASIL

# **A CRIMINALIZAÇÃO DO *INSIDER* *TRADING* NO DIREITO BRASILEIRO**

**por**

**FELIPE DRUMOND COUTINHO DE SOUZA**

Monografia apresentada ao  
Departamento de Direito da Pontifícia  
Universidade Católica do Rio de  
Janeiro (PUC-Rio) para a obtenção do  
Título de Bacharel em Direito.

Orientador(a): Carlos Raymundo  
Cardoso

**2010.1**

*Aos meus fabulosos pais, Carlos Mário e Dulce,  
amores eternos, incontestes e incondicionais.*

*À minha família (sanguínea e por eleição),  
razão do meu viver.*

## **Agradecimentos**

Meus agradecimentos são devidos a pessoas que tiveram e têm elevadíssima importância em minha trajetória acadêmica, que encerra um etapa inicial com este momento de arguta felicidade.

Em primeiro lugar, agradeço aos meus amados pais por todo o suporte e amor que sempre dedicaram a mim;

Ao meu orientador Prof. Carlos Raymundo Cardoso, exemplo de homem probo e digno, por sua elevada compreensão e a quem devo meu fascínio pelas ciências criminais desde as primeiras lições na faculdade;

À Prof<sup>a</sup>. Agnes Christian, pelas oportunidades e suporte oferecidos, pela compreensão e pelo carinho dedicado a mim;

Agradeço também ao “irmão que a vida me deu”, André Perecmanis, por sua fiel amizade e por demonstrar, diuturnamente, o quão virtuoso e válido é batalhar pela realização de justiça para aqueles que, muitas vezes, são alvos das pedras de cegas revoltas sociais;

Ao amigo e companheiro de luta por um espaço na honrosa classe da advocacia criminal, Carlos Ribeiro Wehrs, carinhosamente chamado pelos queridos de “Bolinha”;

Agradecimentos também são devidos ao amigo, e sempre fonte de socorro jurídico, Carlos Frederico Escocard, o Fred, a quem, não tenho dúvidas, os caminhos da vida reservam a magistratura;

À querida amida e excepcional “criminalista” Fernanda Djahjah, por ser, nos meus recentes momentos de angústia, apenas ela, Fernanda Djahjah;

Ao meu amado e saudosíssimo Tio Juarez, por ter me mostrado o quão fascinante é amar a leitura e quem, apesar da ausência, nunca deixei de trazer comigo;

Agradeço, por fim, a Deus, por permitir que nenhum objetivo seja demais em minha vida.

## RESUMO

A presente monografia busca analisar a criminalização da prática do *insider trading* no Brasil por meio do estudo dos seus principais aspectos doutrinários.

O objetivo deste trabalho, no entanto, não foi esgotar o assunto, mas proporcionar uma contribuição para o estudo e o debate, ainda incipientes no país, acerca da figura criminosa do *uso indevido de informação privilegiada*, *nomen juris* atribuído ao crime de *insider trading* no ordenamento jurídico pátrio.

Para realizar essa tarefa, primeiro buscamos analisar o entendimento doutrinário hoje destinado ao ramo das ciências jurídicas denominado Direito Penal Econômico, gênero do qual é espécie o Direito Penal do Mercado de Capitais.

Posteriormente, procuramos demonstrar o surgimento e a evolução do tratamento legal dado ao *insider trading* no direito comparado, para, *a posteriori*, analisarmos como se deu o desenvolvimento da legislação brasileira sobre o tema, culminando com a criminalização do *uso indevido de informação privilegiada*. Nesse ponto, nos dedicamos a estudar as mais relevantes discussões doutrinárias acerca de tal figura criminosa.

Por fim, foi possível chegar a conclusões acerca das principais divergências apresentadas e contestar a real necessidade da manutenção da criminalização do *insider trading* no Brasil como instrumento de regulação do mercado de capitais.

Palavras-chave: *insider trading*; uso indevido de informação privilegiada; crimes contra o mercado de capitais; Direito Penal Econômico.

# SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....	8
CAPÍTULO 1 – APONTAMENTOS GERAIS SOBRE O DIREITO PENAL ECONÔMICO .....	
1.1– Breve histórico global sobre o Direito Penal Econômico .....	12
1.2 – A evolução do Direito Penal Econômico no Brasil .....	19
1.3 – Conceito de Direito Penal Econômico .....	23
CAPÍTULO 2 – O SURGIMENTO E A EVOLUÇÃO DAS NORMAS SOBRE <i>INSIDER TRADING</i> NO DIREITO COMPARADO .....	
2.1 – O <i>insider trading</i> na legislação norte-americana .....	32
2.1.1 – A seção 16 (b) da <i>Securities Exchange Act</i> , de 1934 .....	33
2.1.2 – A Regra ( <i>Rule</i> ) 10 b-5, de 1942 .....	35
2.1.3 – A Regra ( <i>Rule</i> ) 14 e-3, de 1982 .....	40
2.1.4 – A recente evolução da Legislação dos Estados Unidos da América .....	41
CAPÍTULO 3 – A EVOLUÇÃO DO <i>INSIDER TRADING</i> NO DIREITO BRASILEIRO E A IMPORTÂNCIA DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM) .....	
3.1 – Breve intróito sobre o Mercado de Capitais e sobre a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) .....	46
3.1.2 – A Comissão de Valores Mobiliários e suas atribuições .....	49
3.2 – A evolução legislativa sobre <i>insider trading</i> no Brasil .....	52
3.2.1 – A Lei nº 6.404/76 .....	55
3.2.1.1 – O dever de diligência .....	57
3.2.1.2 – O dever de lealdade .....	59
3.2.1.3 – Fato Relevante .....	61
3.2.2 – A Lei nº 10.303/2001 e as alterações inseridas nas Leis nºs 6.404/76 e 6.385/76 .....	64



CAPÍTULO 4 – O CRIME DE USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA – ART. 27-D, DA LEI Nº 6.385/76 .....	68
4.1 – O bem jurídico tutelado .....	69
4.1.1 – O bem jurídico enquanto tutela patrimonial dos investidores .....	70
4.1.2 – O bem jurídico como tutela da igualdade entre os investidores .....	71
4.1.3 – O bem jurídico enquanto tutela dos interesses da sociedade emissora.....	75
4.1.4 – O bem jurídico enquanto tutela do correto funcionamento do mercado de valores mobiliários .....	76
4.1.5 – O bem jurídico enquanto tutela da confiança dos investidores .....	77
4.2 – Elemento objetivo do tipo .....	80
4.3 – Elementos normativos do tipo .....	82
4.4 – Elemento Subjetivo do Tipo .....	87
4.5 – Sujeito ativo e sujeito passivo .....	88
4.6 – Da classificação do crime de uso indevido de informação privilegiada.....	91
4.7 – Consumação e tentativa .....	96
4.8 – Pena e Ação Penal .....	98
CONCLUSÃO.....	99
BIBLIOGRAFIA.....	104

## INTRODUÇÃO

A humanidade tem vivido, na história contemporânea, uma época de ampliação do horizonte penal que suscita diversas indagações a respeito dessa nova faceta que vem sendo dada às ciências criminais.<sup>1</sup> Com isso, novos bens jurídicos são propostos, as teorias sobre a necessidade das tutelas supraindividuais passam a ganhar contornos mais expressivos e o Direito Penal Econômico se afirma como importante vertente dos estudos da dogmática penalística.

O fenômeno da globalização, como amplamente conhecido, encurta distâncias e abranda fronteiras, anteriormente mais amplas, consistentes e definidas, entre os mercados estatais. Assiste-se a um vertiginoso crescimento econômico mundial e a um inegável fomento às atividades produtivas. Os conglomerados industriais e as companhias com atuação em diversos lugares do planeta encontram terreno propício ao seu desenvolvimento.

Como consequência, percebe-se, também, grande evolução e incremento nas transações negociais nos mercados de capitais. O crescimento de companhias de expressão e a possibilidade do surgimento de novas sociedades anônimas de capital aberto criam fomento para o próprio mercado de valores mobiliários, onde essas instituições buscam financiamento para suas atividades e expõem à negociação os papéis por elas emitidos.

Nota-se, de igual maneira, e de forma cada vez mais intensa, uma ascendente interdependência dos mercados de capitais nacionais que, progressivamente, vão perdendo suas fronteiras virtuais. Os nichos de

---

<sup>1</sup> SILVEIRA, Renato de Mello Jorge; NETTO, Alamiro Velludo Salvador. A tutela penal do mercado de capitais e o *Sarbanes-Oxley Act*: novas considerações: In: FILHO, Antonio Ruiz, *et al*

investimento e negociações de valores mobiliários vão, cada vez mais, passando a se comportar como um grande e único organismo, que, quando abalado em algum de seus órgãos, acaba, em algum momento, por sentir os reflexos de tal abalo nas suas demais estruturas.

Assim é que, na história recente, quando nos deparamos com alguma notícia de grave crise na bolsa de valores ou em algum setor do mercado de capitais de um determinado país, não é raro observamos, logo em seguida, previsões de especialistas acerca dos eventuais efeitos da crise nos demais mercados mundiais e das medidas profiláticas que podem e devem ser adotadas com o fim de impossibilitar ou minimizar os males dos seus efeitos.

É nesse contexto que vozes são elevadas no sentido de se buscar uma regulação mais enérgica e uma proteção mais contundente para o ordenamento econômico dos países. Sustentam alguns, assim, que o recurso ao direito penal deve ser visto como necessário para que este assumam um papel de instrumento garantidor dos sistemas de produção, da comercialização de bens, dos investimentos internos e externos, enfim, da evolução econômica e, portanto, do desenvolvimento dos Estados.

É dessa forma que, como antes mencionado, ganha ininterruptamente mais corpo o Direito Penal Econômico, que, apesar de ser um ramo do Direito Penal clássico, reveste-se, também, da qualidade de gênero de algumas espécies mais esmiuçadas, tais como o Direito Penal Tributário, o Direito Penal Financeiro e o Direito Penal do Mercado de Capitais, dentre outros.

Especificamente com relação ao mercado de valores mobiliários, essa *onda* de apelo à repressão penal como instrumento de proteção foi consideravelmente incentivada, na última década do século passado, por escândalos mundialmente disseminados, gerados por fraudes empresariais estratosféricas, tal como ocorrido em casos como os da *Enron* e da *WorldCom*.

A resposta à sensação global de vulnerabilidade decorrente desse fato foi, nos Estados Unidos, a criação do *Sarbanes-Oxley Act* e, no Brasil, a edição da Lei nº 10.303/2001, que incorporou o artigo 27-D à Lei nº 6.385/76, norma penal que passou a incriminar o *insider trading*<sup>2</sup> no Brasil.

Em que pese a figura típica em referência já integrar o ordenamento jurídico brasileiro há aproximadamente nove anos, a produção doutrinária pátria ainda é bastante incipiente, com poucas obras especificamente elaboradas para tratar do tema. Além disso, segundo se tem notícia, existe, até hoje, apenas um caso em que uma transação efetuada no mercado de capitais deu origem a uma denúncia ofertada pelo Ministério Público com o fim de instaurar ação penal.<sup>3</sup>

De tal sorte, vê-se a necessidade de que sejam produzidos mais estudos doutrinários sobre o tema, especialmente diante da situação da mais absoluta ausência de qualquer entendimento jurisprudencial acerca das polêmicas vicissitudes do crime de uso indevido de informação privilegiada.

---

<sup>2</sup> Como será elucidado ao longo do trabalho, no Brasil a figura criminosa que cuida da repressão à prática do *insider trading* foi pela Lei chamada de *uso indevido de informação privilegiada*.

<sup>3</sup> DEL CID, Daniel. Uso indevido de informação privilegiada: a (re)descoberta de um novo crime. *Boletim do Instituto Brasileiro de Ciências Criminais*. ano 17. nº 203. Outubro, 2009. O caso mencionado se refere à acusação formulada contra dois ex-executivos da Sadia e um do Banco ABN-Amro. Segundo o *Parquet*, eles teriam usado informações privilegiadas obtidas em São Paulo, na bolsa de valores de Nova Iorque, papéis, relativas à oferta da Sadia pelo controle acionário da concorrente Perdigão, em julho de 2006. O processo, sob segredo de justiça, foi distribuído à 6ª Vara Federal Criminal da Subseção Judiciária de São Paulo sob o nº 2009.61.81.005123-4.

Com a finalidade de contribuir para esse objetivo, o presente trabalho se propõe a fazer, primeiramente, uma breve análise do entendimento doutrinário que tem sido destinado a esse ramo do direito tão em voga nos dias de hoje, denominado Direito Penal Econômico. Seguindo seu propósito, pretende analisar o surgimento e a evolução do *insider trading* no direito comparado, haja vista que, muitos dos princípios e institutos hoje utilizados no Brasil tiveram seu nascedouro no direito alienígena. Por fim, analisar-se-á o surgimento e a evolução da legislação *anti-insider trading* no Brasil até a sua criminalização, quando serão expostos e discutidos os seus aspectos mais relevantes e polêmicos.

# **CAPÍTULO 1 – APONTAMENTOS GERAIS SOBRE O DIREITO PENAL ECONÔMICO**

Reveste-se de destacada importância para o desenvolvimento deste trabalho a exposição da evolução do Direito Penal Econômico ao longo da história. Como será tratado no momento oportuno, os crimes contra o mercado de capitais, em que se insere a modalidade da figura criminosa objeto do presente estudo, qual seja, o uso indevido de informação privilegiada (artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976), comumente chamado de *insider trading*, são espécies do gênero, mais amplo, do Direito Penal Econômico.

De tal sorte, um apanhado sobre as origens e o avanço histórico da criminalidade econômica contribui para o melhor entendimento do atual panorama brasileiro e para análises críticas mais elaboradas sobre o tema.

## **1.1– Breve histórico global sobre o Direito Penal Econômico**

O Direito Penal Econômico, como sugere a própria semântica do termo, diz respeito à proteção da ordem econômica<sup>4</sup>. Assim, segundo Joyce Roysen<sup>5</sup>, sua forma embrionária pode ser percebida desde as origens da vida em sociedade na história da humanidade, quando, então, já começavam a se delinear algumas práticas comerciais e, portanto, um princípio de atividade econômica.

Nas palavras da advogada paulistana:

---

<sup>4</sup> D'URSO, Luiz Flávio Borges. Proteção penal dos mercados financeiros: a tipificação do *insider trading*. In: COSTA, José de Faria *et AL* (Org.). *Direito Penal Especial, Processo Penal e Direitos Fundamentais*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

<sup>5</sup> ROYSEN, Joyce. Histórico da criminalidade econômica. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. São Paulo, n. 42, 2002. Disponível em <[www.revistasrtonline.com.br](http://www.revistasrtonline.com.br)>. Acesso em 07 mai. 2010.

Sem entrar na longa discussão doutrinária a respeito dos conceitos de delito econômico e direito penal econômico, podemos dizer que a criminalidade ligada à atividade econômica, entendida em sentido amplo, como as atividades de produção e trocas sociais, existe desde que o homem é homem e vive em sociedade. A criminalidade é tratada com maior ou menor formalidade conforme o período histórico sobre o qual nos debruçamos e refletirá em suas disposições os valores e a cultura da época e do povo que o produziu.<sup>6</sup>

De tal maneira, conforme assenta João Carlos Castellar<sup>7</sup>, no Código de Hamurabi<sup>8</sup>, datado de 1728-1686 a.C., já podiam ser encontradas referências expressas à tutela da ordem econômica existente à época, consubstanciadas na preocupação do legislador antigo em combater a cobrança de juros exorbitantes.

Também a Roma Antiga contribuiu para a formação da matéria sob comento, ainda que de maneira incipiente. Nessa época, pode ser destacado o *jus civile* (*Corpus Jûris*), que se trata do direito civil romano que, entretanto, era aplicado somente àqueles considerados cidadãos. Consequentemente, os escravos e camponeses viviam à margem da legislação então vigente, uma vez que não gozavam da titulação de cidadãos romanos. Todavia, em que pese a inexistência de isonomia no tratamento legal aos indivíduos que habitavam a antiga Roma, no direito romano foram contempladas questões atinentes ao comércio e à

---

<sup>6</sup> *Ibid.*

<sup>7</sup> CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os novos crimes corporativos*. Rio de Janeiro: Lúmen Juris, 2008.

<sup>8</sup> Art. XVII.

§ L. Se um mercador emprestou um grão com juros: ele tomrá por 1 GUR de grão... como juros. Se ele emprestou prata com juros: ele tomará por um siclo de prata como juros 1/6 de siclo e seis grãos.

§ M. Se um *awilum*, que tem uma dívida, não tem prata para restituir, mas tem grão: o mercador tomará como juros o correspondente em grão de acordo com as prescrições do rei. De o mercador exigiu juros mais do que por 1 GUR de grão ou 1/6 de siclo e seis grãos [por um siclo de prata] perderá tudo o que emprestou.

§ O. [Se um mercador emprestou a juros grãos ou prata e não recebeu o capital, mas recebeu os juros do grão ou da prata], e ou não descontou o grão [ou a prata] que recebeu e não redigiu uma nova tábua ou adicionou os juros ao capital: esse mercador restituirá em dobro todo o grão ou prata que tomou.

§ P. Se um mercador emprestou a juros grão ou prata e (se) quando emprestou a juros ele deu a prata em peso pequeno ou o grão em um sûtum pequeno e quando o recebeu ele quis receber prata em peso [grande] ou o grão [em um sûtum grande]: [esse mercador] perderá [tudo o que tiver emprestado].

propriedade privada, bem como eram abordadas definições sobre preço, moeda, compra e venda, mercadorias e demais institutos ligados às práticas comerciais.

Na Idade Média, a partir do século XI, em razão do crescimento demográfico, nota-se uma notável elevação da oferta de mão-de-obra, o que leva a um consequente aumento na produção, especialmente da indústria têxtil, que passa a ter um papel fundamental na economia da época. Como desdobramento desse aumento produtivo e das trocas comerciais subsequentes, tem início o sistema bancário e os primeiros instrumentos de crédito, de modo que passam a surgir, naquela época, elementos próprios da economia moderna.

O direito canônico, refletindo o posicionamento da Igreja com relações a questões econômicas, também se ocupou de tratar do assunto. De acordo com Mauricio Schaun Jalil, diversos textos, como o *Summa Thaelogica e Summa Contra Gentiles*, de Tomás de Aquino, Nicolau Oresmo e Antonio de Florença, retratavam o ponto de vista escolástico sobre a regulação das atividades econômicas.

Na dicção do referido autor:

Tais pensadores preocupavam-se com a utilização da propriedade privada, de um sistema de preços justos, o comércio, os salários, condenando a usura e demais abusos negociais, além da livre iniciativa e das concorrências, tendo em vista que somente os mais poderosos obteriam êxito nos negócios. As idéias e demonstrações cotidianas embrionárias acerca da empresa capitalista (a qual já minava as bases feudais) eram veementemente criticadas, máxime, àqueles referentes a alta especulação do capital e de mercadorias<sup>9</sup>.

---

§ Q. Se um [mercador] emprestou a juros [grão ou prata] sem testemunhas [nem contrato]: ele perderá tudo o que tiver emprestado.

<sup>9</sup> JALIL, Mauricio Schaun. *Criminalidade Econômica e as novas perspectivas de repressão penal*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 18.



Com o passar do tempo, o direito continuou a regular as práticas comerciais e as atividades econômicas como um todo. Na medida em que as transformações sociais ocorriam no transcorrer da história, o tema passava a ter tratamentos diversos, de acordo com o momento que se vivia e as características predominantes da sociedade que se propunha regular atos típicos da vida comercial.

Como consequência, novos ilícitos passavam a ser incorporados nos diversos ordenamentos jurídicos existentes e, cada um, à sua maneira, dispunha sobre como punir civil e criminalmente eventuais lesões aos bens jurídicos eleitos como destinatários de proteção penal.

Com o advento da Revolução Industrial, passou-se a ter destacada influência a chamada Escola Liberal, que reúne renomados pensadores, tais como Adam Smith, John Stuart-Mill, Thomas Robert Malthus, David Ricardo, entre outros. As teorias liberais disseminavam a tese segundo a qual deveria se privilegiar o desenvolvimento econômico de acordo com as leis naturais, de modo que o mercado deveria ser tratado como um ente que teria vida própria, repudiando-se, dessa forma, a intervenção do Estado na economia. Segundo Jalil, o liberalismo econômico tinha as seguintes características:

[...] o entendimento da existência no domínio econômico de uma ordem natural, que seria estabelecida espontaneamente, contanto que os indivíduos ficassem livres para agir, inspirando-se em seus próprios interesses; essa ‘ordem natural’ é a melhor e mais capaz de assegurar a prosperidade e riqueza das nações, infinitamente superior do que qualquer fórmula artificial criada pela intelectualidade humana; os interesses individuais e gerais concordam entre si, portanto não há antagonismos, formando um (*sic*) verdadeira harmonia econômica.

Assim, para eles, o papel do Estado na economia deveria ser reduzido drasticamente: o indivíduo é que deveria ser o único agente econômico, dotado de maior liberdade para agir e realizar e o mercado, portanto, seria regido pela ‘**mão invisível**’<sup>10</sup>.

Conquanto as características básicas da época fossem, consoante esposado anteriormente, de ausência da intervenção estatal na economia, Joyce Roysen nos lembra que, mesmo nesse momento histórico, de crença absoluta na liberdade e na concorrência, importantes países do cenário liberal global adotaram legislações que criminalizavam as especulações comerciais, tais como o fizeram a França (Código Penal de 1810), a Bélgica (Código Penal de 1867), a Itália (Código Penal de 1899) e até mesmo os Estados Unidos da América, onde foi assistida uma proliferação de legislações antitruste, que têm como marco, até a contemporaneidade, o *Sherman Act* (1890)<sup>11</sup>.

No entanto, apesar de podermos identificar regulamentações legislativas e formulações jurídicas no tocante a questões comerciais e econômicas desde os tempos da antiguidade, foi a partir das duas Guerras Mundiais e após a grande depressão de 1930, ocasionada em decorrência da quebra da Bolsa de Valores de Nova Iorque em 1929, que passou a existir o Direito Penal Econômico da forma como se conhece hodiernamente.

A destruição causada pelos eventos mencionados nas economias tanto dos países desenvolvidos quanto de todos os demais atores do cenário internacional, levou à necessidade dos Estados superarem os ideais disseminados pelas teorias liberais e passarem a intervir em suas economias.

Além disso, a demanda por preparação bélica por parte dos Estados determinava que estes alargassem suas atribuições na economia, de modo que, segundo Jalil,

[...] percebemos a substituição do liberalismo econômico para o estatismo, caracterizado pela economia dirigida, controlada, organizada, capitalismo

---

<sup>10</sup> Ibid.

<sup>11</sup> ROYSEN, Joyce. Op. Cit.

regulamentado, assim como nos primórdios o neo-capitalismo, neo-mercantilismo.

[...]

Surge, pois, o ‘*Welfare State*’, ou o ‘Estado do Bem-Estar Social’, com o incremento descomunal do intervencionismo estatal para reorganizar a sociedade, regular relações antes submetidas às ‘leis de mercado’ e ao ‘capitalismo selvagem’, desorientada ante a decadência do Estado Liberal que vigorou em diversos países<sup>12</sup>.

Dentro desse contexto histórico, o Direito Penal assume um papel de importante instrumento na proteção das economias fragilizadas dos estados centrais na primeira metade do século XX e, posteriormente, passa a ser visto como um mecanismo de endereçamento da reestruturação das economias abaladas.

É assim que na Alemanha surgem, segundo Joyce Roysen<sup>13</sup>, legislações pioneiras, a exemplo do decreto contra o abuso de poder econômico (KVO, de 1923) e diversas normas de caráter administrativo. Destaca, ainda, a autora, que apenas com relação à especulação, surgiram mais de quarenta mil disposições penais no período das duas guerras, o que culminou com o surgimento de um direito penal econômico administrativo ou de mera ordenação social, que foi precursor do sistema eleito pelos alemães (*Ordnungswidrigkeitengesetz*, de 1952) e pela França (Lei Penal da Economia, de 1949).

Nos Estados Unidos da América, por sua vez, em 27 de dezembro de 1939, Edwin H. Sutherland, ao proferir palestra para a Sociedade Americana de Sociologia intitulada *White Collar Criminality* (Criminalidade do Colarinho Branco – tradução livre) e, um ano mais tarde, com a edição de seu livro, levou a público sua novel concepção acerca do delito classificado como “um crime praticado por uma pessoa respeitável e

---

<sup>12</sup> JALIL, Mauricio Schaun. Op. Cit., p. 23.

<sup>13</sup> ROYSEN, Joyce. Op. Cit.

portadora de um alto *status* social no exercício de sua atividade profissional”<sup>14</sup>.

No lado oposto, nos países de orientação socialista, nos quais os meios de produção se encontravam sob o monopólio do Estado, há, também, o desenvolvimento do Direito Penal Econômico, conquanto de caráter diametralmente diferenciado. Nesses Estados, o tutela penal estatal no tocante à atividade econômica visava garantir os poderes estatais sobre a propriedade e a produção, com o fito de afastar, dessa forma, eventuais tentativas de usurpação ou ameaça.

Segundo Jalil, em decorrência dessa diferenciação de abordagem do tema entre países capitalistas e socialistas passaram a existir, do lado destes, normas criminais econômicas inseridas em codificações penais sistematizadas, e junto àqueles, em razão da forma de regulamentação da economia, o Direito Penal Econômico assumiu uma faceta mais instável e dinâmica, de modo que suas normas passaram a existir de maneira esparsa, em leis extravagantes, o que acaba, inclusive, dificultando o estudo do tema e influenciando “de maneira menos intensa e eficaz na consciência coletiva”<sup>15</sup>.

Atualmente, em razão da obtusa intensificação das atividades empresariais e da maior interligação entre os mercados nacionais, que aos poucos vão deixando de apresentar barreiras limítrofes virtuais, além do incremento de diversos recursos tecnológicos, não são poucos os países que têm produzido reformas em suas legislações penais econômicas com o fito de adequar o seu arcabouço legislativo à contemporaneidade. Contudo, as normas penais incriminadoras não devem ser inovadas apenas no sentido de estarem aptas a tipificarem novas condutas e práticas desenvolvidas nos

---

<sup>14</sup> SUTHERLAND, Edwin H., *White Collar Criminality*. American Sociological Review, V, fev. 1940.

<sup>15</sup> JALIL, Mauricio Schaun, Op. Cit., p. 31.

diversos mercados ao redor do mundo. Deve-se prestar especial atenção nas penas impostas às condutas violadoras do preceito primário da norma penal. Nesse sentido, encontra-se a valiosa lição da já citada advogada Joyce Roysen:

Assim, apesar das modificações por que vêm passando as legislações brasileira e estrangeira no âmbito do Direito Penal Econômico, vários desafios ainda se apresentam em decorrência das profundas e aceleradas transformações que ocorreram nas duas últimas décadas – e têm se dado, dia-a-dia – na ordem social mundial.

Do mesmo modo, o repertório de penas do direito penal, fruto de importantes reformas humanistas dos séculos XVIII e XIX, não parece ser compatível com estes novos contornos dos delitos econômicos contemporâneos. A questão não está apenas nos agentes a serem responsabilizados, mas também nos tipos de penas a serem aplicadas<sup>16</sup>.

## 1.2 – A evolução do Direito Penal Econômico no Brasil

Entre nós, de acordo com o magistério de Joyce Roysen<sup>17</sup> e João Carlos Castellar<sup>18</sup>, as primeiras linhas penais legislativas versando sobre condutas vinculadas a atividades econômicas surgiram no Livro Quinto das Ordenações do Reino de Portugal<sup>19</sup>, o Código Filipino, que por aqui vigeu por mais de três séculos, em que havia previsão para delitos como roubo ou apropriação indébita de aves e escravos – que à época eram tratados como mercadorias. Ademais, eram também previstas modalidades criminosas tais como a burla, a quebra, a falsificação de moedas, de mercadorias, o uso de pesos falsos, entre outros.

---

<sup>16</sup> ROYCEN, Joycen. Op. Cit.

<sup>17</sup> Ibid.

<sup>18</sup> CASTELLAR, João Carlos. Ob. Cit. p. 14

<sup>19</sup> Título XII – Dos que fazem moeda falsa, ou a despendem, e dos que cerceam a verdadeira, ou a desfazem

Título LVII – Dos que falsificam mercadorias

Título LVIII – Dos que medem ou pesam com medidas, pezos (*sic*) falsos

Título LIX – Dos que molhão (*sic*), ou lançam terra no pão, que trazem ou vendem

Título LXV – Dos burlões e inilçadores, e dos que se levantão (*sic*) com fazenda alheia (*sic*)

Posteriormente, com a edição do Código Criminal do Império<sup>20</sup>, editado no ano de 1830, foram mantidos os delitos mencionados e incluídos alguns outros, de maneira que são destacadas as previsões para as condutas de falsificações de moedas, contrabando, furto, roubo, banca-rotas e também estelionato. Todavia, à essa altura, faz-se mister ressaltar que a legislação brasileira já sofria visível influência do iluminismo e, portanto, das teorias de Cesare Beccaria. Com isso, eram cominadas penas mais brandas, proporcionais ao dano causando, que iam desde multa, até a prisão e o encarceramento com trabalho.

O Código Penal pátrio de 1890<sup>21</sup>, por sua vez, ampliou a lista de fatos típicos previstos, passando a incluir o crime de falência, àquela época muito semelhante às disposições anteriores acerca da “Banca-Rota”. Demais disso, foram também incluídas tipificações para os delitos de abuso de confiança e atividade fraudulenta, além de ter sido elaborado um capítulo direcionado aos crimes contra a propriedade imaterial.

Da estrutura acima mencionada, posteriormente foi elaborada a Consolidação das Leis Penais, datada de 1932, em que já se pode destacar a presença da previsão para o crime de concorrência desleal<sup>22</sup>.

Anos depois, em decorrência da Constituição de Weimar e como fruto do entendimento de que o papel do Estado na economia não deveria ser limitado ao mero acompanhamento do livre jogo de forças de mercado, as Constituições de 1934 – em seus artigos 115 a 143 – e de 1937 – entre os

---

<sup>20</sup> A título de exemplo são citados os seguintes dispositivos do Código Penal do Império:

Moeda falsa – artigos 173 a 176;

Contrabando – artigo 177;

“Banca-Rota” – artigo 263.

<sup>21</sup> Da falência (*sic*) – artigos 173 a 176; contrabando – artigo 177; “banca-rotas” – artigo 263; fraudes – artigos 338 a 341; Dos crimes contra a propriedade literária, artística, industrial e commercial – artigos 342 a 355; Da violação dos direitos da propriedade literária e artística – artigos 342 a 355; Da violação dos direitos das patentes de invenção e descobertas – artigos 351 a 352; Da violação dos direitos de marcas de fabrica e commercio (*sic*) – artigos 353 a 355.

<sup>22</sup> Dos crimes de concorrência desleal – artigo 196.

artigos 135 a 155 – inauguraram capítulo versando sobre a regulamentação, em sede constitucional, da ordem econômica.

Já no Código Penal editado em 1940 – que, relembre-se, permanece como o diploma repressivo brasileiro em vigor, muito embora tenha sofrido inúmeras modificações – foram incluídas relevantes modificações em sua Parte Geral, mormente no que diz respeito à sistematização das penas, e foi notadamente ampliado o rol dos crimes econômicos, tais como as infrações relativas à administração das sociedades anônimas (artigo 177), as condutas referentes à propriedade imaterial (artigos 184 a 196) e as diversas modalidades de estelionato (artigo 171).

Anos depois, com a promulgação da Carta Magna de 1946, pela primeira vez o ordenamento jurídico brasileiro passou a refutar explicitamente, em sede constitucional, o abuso de poder econômico.

De acordo com as lições do eminente jurista Miguel Reale Júnior:

Graças à insistência do Deputado Agamenon Magalhães, a Constituição de 1946 estatuiu, no art. 148, como um dos objetivos à consecução de uma ordem econômica justa, reprimir-se o abuso do poder econômico. A legislação ordinária pertinente, todavia, veio a lume, tão só, dezesseis anos após a promulgação da Constituição, durante a vigência do sistema parlamentarista de governo, em 1962, época das mais profícuas em matéria legislativa<sup>23</sup>.

Já no início da segunda metade do século anterior, importantes produções legislativas versando direta ou indiretamente sobre normas de Direito Penal Econômico foram engendradas, especialmente as chamadas leis penais extravagantes que comprovaram, segundo análise de Joyce Roysen<sup>24</sup>, que “também no Brasil o impulso desenvolvimentista se dava amparado por um novo arcabouço jurídico-penal. Assim, tomando-se como

---

<sup>23</sup> REALE JÚNIOR, Miguel. Despenalização no Direito Penal Econômico: Uma terceira via entre o crime e a infração administrativa? *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. n. 28, São Paulo, out/dez, 1999. Disponível em <[www.revistasrtonline.com.br](http://www.revistasrtonline.com.br)> Acesso em 11 mai. 2010.

<sup>24</sup> ROYSEN, Joyce. Ob. Cit.

referência essas leis editadas, podemos destacar a Lei nº 1.521/1951, que dispõe sobre os crimes contra a economia popular, a Lei Delegada nº 4/1962, que trata da regulamentação da intervenção do domínio econômico para assegurar a livre distribuição de produtos necessários ao consumo do povo, a Lei nº 4.729/1965, que versa sobre o crime de sonegação fiscal e o Decreto-Lei nº 7.661/1945, também denominada a (antiga) Lei de Falências e Concordatas.

Em que pese a existência, à época mencionada anteriormente, das já referidas normas penais referentes a práticas proeminentemente econômicas, é a partir da década de 1980 que o arcabouço legislativo brasileiro ganha mais fôlego e são editadas leis das mais importantes sobre a matéria, além da abordagem da Constituição vigente sobre o assunto<sup>25</sup>.

Nas palavras de João Carlos Castellar:

A partir dos anos 80, sob os efeitos da globalização da economia e com a insistente intervenção do Estado nesta seara, começa a surgir, cada vez mais acentuadamente, uma crescente onda criminalizante que visa expandir a tutela penal com a finalidade de proteger o funcionamento do sistema de produção, distribuição e comercialização dos bens, conformando um direito econômico que se constitui na *disciplina normativa da ação estatal sobre as estruturas do sistema econômico*, criando-se as condições para o aparecimento de um correlato Direito Penal Econômico para reforçar a tutela do funcionamento do sistema.

O implemento dessa política criminal, a nível mundial, trouxe sensíveis reflexos na dogmática penal e na criminologia, de vez que, a par da intensa discussão quanto à identificação do bem jurídico objeto dessa tutela, no momento atual do debate já não versa mais sobre a criminalidade dos despossuídos, *leitmov* da doutrina penal durante todo o século XIX e boa parte do século XX, senão, preponderadamente, a criminalidade dos poderosos e das empresas (*crimes of the*

---

<sup>25</sup> Dos diversos exemplos que podem ser citados na legislação brasileira, merecem ser destacadas: a Lei nº 7.491/1986, que versa sobre os crimes contra o Sistema Financeiro Nacional; a Lei nº 8.078/1990, o Código de Defesa do Consumidor; a Lei nº 8.137, que define os crimes contra a Ordem Tributária, Econômica e contra as Relações de Consumo; a Lei nº 9.279/1996, que versa sobre a Propriedade Imaterial; a Lei nº 9.609/1998, que trata da Propriedade Intelectual em Informática; a Lei nº 9/613, que dispõe sobre a Lavagem de Dinheiro; e a **importante e controvertida Lei nº 9.605/1998, que trata dos Crimes Ambientais e introduz, no sistema jurídico brasileiro, a possibilidade da responsabilidade penal das Pessoas Jurídicas, seguindo tendências desenvolvidas em países do velho continente, tais como Alemanha, Itália, França e Espanha.**



*powerful – corporate and business crime*), em relação a quem, cada vez mais, se está dirigindo o poder punitivo estatal.<sup>26</sup>

É nesse momento histórico-social, de intensa produção legislativa com o fito de criminalizar práticas empresariais e comerciais pouco ortodoxas, que foi editada, em 2001, a Lei nº 10.303, que modificou a Lei nº 6.385/1976 para nela incluir, dentre outros, o artigo 27-D, que tipifica criminalmente a conduta de *uso indevido de informação privilegiada*, ampla e mundialmente conhecida como *insider trading*, objeto central do presente trabalho e alvo de posteriores análises acerca do seu desenvolvimento legislativo e conceitual, tanto na seara administrativa quanto na criminal.

### **1.3 – Conceito de Direito Penal Econômico**

As linhas anteriores foram direcionadas no sentido de tentar trazer a lume uma exposição acerca da evolução do Direito Penal Econômico no cenário mundial e, também, no específico ordenamento jurídico brasileiro.

Contudo, a fim de que se possa compreender melhor o gênero em tela e os crimes dele oriundos enquanto espécies, faz-se mister trazer à colação os posicionamentos doutrinários acerca do conceito e, portanto, dos limites e conteúdo do Direito Penal Econômico.

Antes de nos referirmos aos diversos posicionamentos doutrinários acerca da definição da criminalidade econômica, deve se ressaltar que, embora tratado como um ramo específico das ciências criminais, não se trata de um Direito Penal substancialmente diferente, que seja dotado de uma autonomia específica, uma vez que deve ser orientado pelo mesmo arcabouço axiológico que orienta o Direito Penal clássico.

---

<sup>26</sup> CASTELLAR, João Carlos. Ob Cit., p. 16.

De tal sorte, conforme assinala João Carlos Castellar, , muito embora essa vertente do Direito Penal tenha por fim defender a sociedade ante os riscos das disfunções do complexo sistema social vigente, suas normas não vão (e nem devem ir) além da proteção dos bens jurídicos eleitos como destinatários dessa tutela especial. Nas palavras do autor,

[...] Direito Penal deve estar ajustado aos postulados do Estado de Direito, sem flexibilizar princípios dogmáticos e político-criminais consagrados, mantendo, deste modo, rigorosa obediência às regras de imputação que a dogmática garantista vem elaborando ao longo dos últimos anos<sup>27</sup>.

Feitas essas ressalvas, passamos à análise da conceituação do Direito Penal Econômico que tem sua primeira definição com a formulação da teoria de Sutherland acerca da chamada criminalidade de colarinho branco. De acordo com o referido autor norte-americano, o crime de “colarinho branco”deveria ter cinco elementos, a saber:

a) ser um crime; b) ser cometido por uma pessoa respeitável; c) esta pessoa deve pertencer a uma camada social alta; d) estar no exercício do seu trabalho e, por fim, e) constituir uma violação de confiança. Portanto, a criminologia define a criminalidade econômica como sendo relativa *as (sic) infrações lesivas da ordem econômica cometidas por pessoas de alto nível socioeconômico no desenvolvimento de sua atividade profissional*<sup>28</sup>.

A despeito da formulação teórica de Sutherland ter se dado nos idos de 1940, o cerne de seu pensamento permanece vigente nas doutrinas contemporâneas sobre o assunto.

É o que se pode observar a partir da leitura do estudo do Direito Penal Econômico sob o ponto de vista de Buján Perez, segundo o qual, o pressuposto para a integração de uma figura delitiva dessa categoria deve

---

<sup>27</sup> Ibid., p/ 17.

<sup>28</sup> CALLEGARI, André Luís. *Direito penal econômico e lavagem de dinheiro – aspectos criminológicos*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2003. p. 17.

ser “a afetação de alguma maneira (ainda que no sentido mediato) a interesses sócio-econômicos supra-individuais”<sup>29</sup>.

No entender do referido autor, para que haja a consumação de um delito de natureza sócio-econômica, é necessário que uma conduta tipificada tenha sido praticada por meio de uma empresa ou em seu benefício, razão pela qual poder-se-ia utilizar para esses delitos a expressão sinônima “criminalidade empresarial”. Demais disso, de igual maneira seria necessária à verificação do cometimento de um crime econômico o ponto de vista criminológico especial. Assim, o autor desse tipo de infração apresentaria características pessoais peculiares, destacando-se por, conforme já se referia Sutherland, ser integrante dos mais altos níveis sociais e se utilizar de procedimentos especiais com efeitos peculiares, o que o diferenciaria das características gerais da criminalidade clássica.

Para Klaus Tiedmann, por sua vez, pode-se definir o delito penal-econômico como sendo “a infração que lesiona ou põe em perigo interesses privados, ou, ainda, a infração que afeta a regulamentação jurídica da produção, distribuição ou consumo de bens e serviços”<sup>30</sup>.

Nessa esteira, para o mencionado autor, algumas perguntas devem ser feitas sobre a política econômica e sobre a política criminal no sentido de se descobrir se a problemática em questão exige o tratamento criminal e, também, para que se afira se a resposta sancionatória que se almeja está em consonância com o caráter residual e de intervenção mínima do Direito Penal. Para tanto, deve-se arguir se:

[...] deve um Estado proteger jurídico-penalmente a economia e os atores econômicos ou deve, pelo contrário, pôr (*sic*) aos empresários as menores restrições possíveis em favorecimento de um suspeito crescimento econômico? Deve o legislador penal prever uma regulamentação aberta para o Código Penal

---

<sup>29</sup> BUJÁN PÉREZ, Carlos Martínez *apud* CASTELLAR, João Carlos. Ob Cit., p. 18.

<sup>30</sup> TIEDMANN, Klaus *apud* JALIL, Mauricio Schaun. Ob. Cit., p. 32.

ou deve se relegar a regulação dos delitos econômicos à legislação penal especial e, nesse marco, deixá-los à postestade sancionadora da Administração econômica – configurando-lhes, especialmente, como infrações administrativas? Deve o legislador conformar os tipos penais econômicos de modo acessório ao Direito Econômico ou deve empreender uma regulação jurídico-penal autônoma?<sup>31</sup>

Segundo Miguel Bajo Fernández, o Direito Penal Econômico pode ser classificado como *“o conjunto de normas jurídico-penais que protegem a ordem econômica, entendida como a regulação jurídica do intervencionismo estatal na economia”*<sup>32</sup>.

Em sentido semelhante se posiciona Roberto Santiago Ferreira Gullo, para quem o Direito Penal Econômico *“é um sistema de normas que defende a política econômica do Estado, permitindo que esta encontre meios para a sua regulação”*<sup>33</sup>.

Com a devida vênia, apesar da definição acima transcrita tangenciar todas as demais correntes doutrinárias anteriormente mencionadas, ousamos discordar do professor carioca. Muito embora não se possa negar que o Direito Penal Econômico tenha, em última análise, a finalidade de contribuir para uma melhor regulação econômica e, conseqüentemente, para um desenvolvimento estatal mais eficaz, não se pode admitir, s.m.j., que sua conceituação se reduza a um conjunto de normas com o objetivo proteger a política econômica do estado.

Isso porque outros ramos do direito existem com esse mesmo intuito. Exemplo disso são as normas de natureza administrativa existentes com o fim de protegerem e darem maior eficácia ao bom desenvolvimentos dos diversos setores da economia de um determinado ordenamento jurídico. Nesse sentido, podemos mencionar, a título de ilustração, entre outros, os procedimentos administrativos tributários levados a cabo pelas Fazendas

<sup>31</sup> CALLEGARI, André Luís. Ob. Cit., p. 17.

<sup>32</sup> BAJO FERNÁNDEZ, Miguel apud JALIL, Mauricio Schaun. Ob. Cit. p. 32. (tradução livre)

Públicas (da União, estados, municípios e Distrito Federal) com o fim de apurar eventuais recolhimentos insuficientes de tributos, bem como os Processos Administrativos Disciplinares instaurados pela Comissão de Valores Mobiliários com o fito de apurar condutas em desacordo com as normas de regulação do Mercado de Capitais.

Como é sabido, os procedimentos e/ ou processos anteriormente esposados são baseados em normas editadas pelo estado com o fim último de proteger algumas de suas atividades econômicas. Entretanto, tais disposições legislativas, em pese suas capacidades sancionatórias, não têm natureza criminal, razão pela qual nos parece imprecisa a definição do Direito Penal Econômico dada pelo magistério do jurista Roberto Gullo.

Ainda no tocante às conceituações do presente ramo do Direito Penal sob análise, há que se mencionar o entendimento de CASTELLAR, segundo o qual a conceituação de crimes sócio-econômicos pode ser feita de modo estrito ou amplo.

Serão *estritamente* sócio-econômicos aqueles delitos que atentarem contra a atividade interventora e reguladora do Estado na economia, englobando as infrações que vulneram as condições essenciais de funcionamento do sistema econômico, formando propriamente uma categoria homogênea, dotada de alguma autonomia frente aos demais grupamentos delituosos. Desta forma, pode-se definir delito sócio-econômico em *em sentido estrito*, nas palavras de Bajo-Bacigalupo, como sendo ‘a infração jurídico penal que lesiona ou põe em perigo a ordem econômica entendida como a regulação jurídica do intervencionismo estatal na economia.

Direito penal sócio-econômico em sentido *amplo*, de acordo com os mesmos autores, é o ‘conjunto de normas jurídico-penais que protegem a ordem econômica entendida como a regulação jurídica da produção, distribuição e consumo de bens e serviços’. São aquelas violações que, ainda que não afetem diretamente a regulação jurídica do intervencionismo estatal na economia, atingem interesses gerais de amplos setores ou grupos de pessoas, constituindo-se naquela infração que, ‘afetando um bem jurídico patrimonial individual, lesiona ou põe em perigo, em segundo plano, a regulação jurídica da produção, distribuição e consumo de bens ou serviços.’<sup>34</sup>

---

<sup>33</sup> GULLO, Roberto Santiago Ferreira. *Direito Penal Econômico*. Rio de Janeiro, Lumen Juris, 2005. p. 15.

<sup>34</sup> CASTELLAR, João Carlos. Op. Cit., p. 18.

Conquanto exista uma inegável semelhança entre as vicissitudes das linhas doutrinárias conceituais apresentadas e em que pese não discordarmos do cerne dos posicionamentos apresentados (a exceção da ressalva feita quando à definição do professor Gullo), filiamo-nos à breve e simples, porém eficiente, formulação de Mauricio Jalil, para quem o Direito Penal Econômico é o ramo do direito que versa sobre *“toda infração penal que viola o preceito proibitivo contido na norma criminal que dispõe sobre toda e qualquer área de interesse econômico, devidamente tutelado como bem jurídico-penal”*<sup>35</sup>.

Consequentemente, pode-se reiterar o entendimento de que o campo do direito criminal sob análise se trata de um gênero, englobando, dessa forma, inúmeras espécies de diversos setores do direito, dentre os quais podemos destacar os crimes contra o mercado de capitais.

---

<sup>35</sup> JALIL, Mauricio Schaun. Op. Cit., p. 32.

## CAPÍTULO 2 – O SURGIMENTO E A EVOLUÇÃO DAS NORMAS SOBRE *INSIDER TRADING* NO DIREITO COMPARADO

A questão da problemática causada pelos benefícios obtidos por alguns agentes que fazem uso de informações privilegiadas para negociar ações e títulos de companhias abertas remonta ao próprio surgimento do mercado de valores mobiliários.

De acordo com José Faria da Costa e Maria Elisabete Ramos<sup>36</sup>, desde a Idade Média já se conhecia a representação de direitos por títulos, de que é exemplo a criação mercantil da letra de câmbio. Todavia, é no século XVIII que, de fato, com a disseminação de empréstimos públicos e com a emissão de ações das companhias pombalinas<sup>37</sup>, surge o mercado de valores mobiliários.

Entretanto, em que pese já na referida remota época existirem protestos acerca de benefícios obtidos por limitados grupos que negociavam ações com base em informações privilegiadas, gerando prejuízo para o público investidor que não dispunha de tais informações, é “no século XX que de modo reiterado se expõe e se denuncia a prática que é internacionalmente conhecida como *insider trading* ou *insider dealing*”<sup>38</sup>.

Tal conceito, nas palavras dos eminentes doutrinadores lusitanos, se refere:

a (*sic*) negociação de valores mobiliários dispondo de informação reservada e sensível e, mais especificamente, traduz de modo paradigmático a apropriação de

---

<sup>36</sup> COSTA, José de Faria; RAMOS, Maria Elisabete. *O crime de abuso de informação privilegiada*. Coimbra: Coimbra Editora, 2006.

<sup>37</sup> Segundo os autores as companhias portuguesas de comércio são anteriores ao século XVIII. Entretanto, é nesse século, durante o consulado pombalino, que as companhias de capital aberto, como forma de organização de comércio, atingem o seu ápice.

<sup>38</sup> Ibid. P. 18.

informação privilegiada por pessoas que mantêm relações de especial proximidade com a entidade emitente de valores mobiliários. Matéria, portanto, que se situa na zona de confluência entre as entidades emitentes de valores mobiliários, a transmissão e negociação de tais valores e, de modo não menos importante, os mercados onde tais valores são transaccionados (*sic*)”.<sup>39</sup>

Como mencionado, apesar das transações com possíveis atuações dos chamados *insiders*, ou seja, indivíduos que negociam valores mobiliários munidos de informações privilegiadas, nos remeterem ao séc. XVIII, é relativamente recente o surgimento da proibição legal do *insider trading*.

As primeiras referências à matéria datam da década de 1930, marco do início da preocupação penal acerca do mercado de capitais, que tem sua gênese fundamentalmente como consequência da crise da Bolsa de Valores de Nova Iorque, ocorrida em 1929<sup>40</sup>.

De acordo com o magistério do renomado jurista Fábio Konder Comparato:

O primeiro país a se preocupar eficazmente com o problema foram os Estados Unidos, editando desde o *New Deal* do Presidente Roosevelt uma legislação repressora do que lá se convencionou chamar de *insider trading*. O objetivo dessa legislação como se declarou nos debates parlamentares que precederam o *Securities Act* de 1933, foi por os proprietários de títulos em posição de igualdade, tanto quando possível, com os dirigentes das sociedades emissoras e, no que diz respeito à informação disponível, colocar o comprador em pé de igualdade com o vendedor, ou então como afirmou um acórdão, proteger os que ignoram as condições do mercado contra os abusos dos que as conhecem”.<sup>41</sup>

Com efeito, devem ser destacados dois dispositivos primordiais da legislação norte-americana para o surgimento da criminalização da figura do *insider trading*, a saber, a Seção 16 (b) da *Securities Exchange Act*, de 1934, que estabelece a responsabilidade do *insider* para com a própria

---

<sup>39</sup> Ibid. P. 18.

<sup>40</sup> SILVEIRA, Renato de Mello Jorge; NETTO, Alamiro Velludo Salvador. Op. Cit.

<sup>41</sup> COMPARATO, Fábio Konder *apud* PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading. Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 213.



companhia, e a *Rule* (Regra) 10 b-5, editada, em 1942, pela *Securities and Exchange Commission* (SEC), órgão responsável pela fiscalização e regulamentação do mercado de capitais nos Estados Unidos da América. Esse último dispositivo, além de tratar da responsabilização do *insider* ante a qualquer particular lesado pela utilização abusiva de informações sigilosas, também regulamentava a seção 16 (b) da *Securities Act*, editada oito anos antes.

Afora os Estados Unidos da América, o que se pode constatar é que a regulação do *insider trading* só ganhou corpo e impulso no mundo a partir da década de 1990, mesmo nos países desenvolvidos.<sup>42</sup> De acordo com estudo específico sobre a questão<sup>43</sup>, antes de 1990 apenas 34 (trinta e quatro) países possuíam legislação sobre *insider trading*. Demais disso, ainda segundo a mesma pesquisa, no final da década de 1990, apenas 103 (cento e três) países tinham bolsa de valores. Destes, somente em 87 (oitenta e sete) havia legislação sobre *insider trading*, muito embora apenas em 38 (trinta e oito) havia a execução de tal legislação.

Diante disso, antes de nos atermos ao surgimento e ao atual quadro da legislação sobre *insider trading* no Brasil, faz-se mister analisar, ainda que brevemente, as principais características dos primórdios da legislação sobre a questão no direito comparado, haja vista que, muitos aspectos legais formulados nos ordenamentos jurídicos alienígenas acabam por ter grande importância na criação e no desenvolvimento das normas legais sobre a matéria no sistema jurídico pátrio.

Nesse sentido, de acordo com a dicção de Tullio Ascarelli, o direito comparado

---

<sup>42</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading. Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

<sup>43</sup> Ibid.

[...] representa o meio 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 ampliamto da experiência. O direito comparado constitui auxílio indispensável para o progresso jurídico dos diversos países, oferecendo possibilidade de utilizar, cada qual, as alheias experiências. Na prática ele é indispensável não só para examinar e resolver as freqüentes questões que, em cada sistema jurídico, demandam a aplicação da lei estrangeira, mas, também, para a organização das relações econômicas internacionais.<sup>44</sup>

E prossegue o citado autor:

Estudando o direito estrangeiro e descobrindo-lhe as premissas eventualmente diferentes das do seu direito nacional, ocorrer-lhe-á, às vezes, encontrar, ao cabo do estudo de um direito estrangeiro, uma explicação melhor para alguns problemas do direito do seu país. É, aliás, o que, em âmbito mais vasto, acontece com os que, viajando longe de sua pátria, são levados a perceber, através da observação dos países estrangeiros, as características do próprio país, colhendo, em toda a sua plenitude, dados de seu país, que, talvez pelo fato de lhes parecerem mais naturais, haviam anteriormente quase desapercebido.<sup>45</sup>

Assim sendo, cumpre-nos analisar, de maneira um pouco mais detida, alguns aspectos da evolução da legislação estadunidense sobre a matéria em comento, tendo em vista que certas vicissitudes daquele ordenamento jurídico guardam relação com questões hodiernamente debatidas pela doutrina no que diz respeito à criminalização do *insider trading* no Brasil.

## 2.1 – O *insider trading* na legislação norte-americana

Consoante já destacado, é nos Estados Unidos da América que se dá, de maneira contundente, o surgimento de uma legislação que tratava especificamente da regulação do mercado de capitais abordando a questão do *insider trading*.

---

<sup>44</sup> ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas no direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001. p. 34.

Antes mesmo da edição da *Securities Act*, de 1933, e da *Securities Exchange Act*, datado de 1934, já haviam leis esparsas, surgidas duas décadas antes (a primeira delas no estado do Kansas, em 1911), que, cada uma ao seu modo, tratava de maneiras de se coibir o uso de informações confidenciais por parte dos acionistas e dos diretores das companhias de capital aberto. Eram as chamadas *blue sky laws*.<sup>46</sup>

Todavia, é, de fato, com a criação da lei federal denominada *Securities Exchange Act*, em 1934, que se tem início o processo de evolução legislativa e jurisprudencial que acaba por desaguar na criminalização e, posteriormente, em repressão cível e penal ainda mais contundente às práticas de *insider trading*, conforme se verá a seguir.

### **2.1.1 – A seção 16 (b) da *Securities Exchange Act*, de 1934**

Antes de ser analisada a dicção da referida norma, é importante que se destaque que o dispositivo em comento há que ser interpretado de acordo com a Seção 16 (a), que a precede na lei estadunidense. Tal norma, norteadada pelo que a doutrina denomina de *princípio da informação*, tem por fim obrigar a todos os detentores de qualquer categoria de ações que representem mais de 10% (dez por cento) do capital da companhia, bem como a todos os administradores e altos funcionários desta que prestem informações, por meio de relatórios mensais, à SEC sobre o número de ações que possuem e eventuais alterações ocorridas.<sup>47</sup>

A Seção 16 (b), por sua vez, diretamente relacionada à repressão do *insider trading*, tem a finalidade reprimir o uso abusivo de informação que venha a ter ciência o titular de mais de 10% (dez por cento) de ações da mesma categoria, o administrador e o alto empregado, em razão da posição

---

<sup>45</sup> Ibid. pp. 41/42.

<sup>46</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. Cit.

<sup>47</sup> Ibid.

que ocupam na companhia, de modo que todo o lucro obtido com a compra, recompra ou a revenda de suas ações, dentro de seis meses a partir da venda ou da compra anteriormente feita por essas pessoas (exceção feita aos títulos adquiridos de boa-fé, mediante transação anteriormente compromissada) deverá reverter em proveito da sociedade emissora, independente da intenção que porventura tenha impulsionado esses agentes a realizarem a operação descrita.<sup>48</sup>

De acordo com Martins Proença, os referidos dispositivos legais têm a seguinte tradução, em sua íntegra:

**Seção 16 (a):** Toda pessoa que detiver, direta ou indiretamente, mais do que 10 % de qualquer categoria de ações da companhia, registradas na forma da seção 12 desta lei, ou que for administrador ou alto empregado da sociedade emissora, deverá informar à SEC (e se o título for cotado em bolsa, a esta também), a respeito do número de ações que esta possui, por ocasião do registro de ditas ações em bolsa, na data do registro efetuado na Comissão segundo o disposto na seção 12 (g) desta lei, ou ainda dentro do prazo de 10 dias a contar da data em que se tornou titular de 10% de ações, administrador ou alto empregado da companhia. Outrossim, deverá ela também informar a (*sic*) SEC (e à bolsa, se a ação for cotada), através de relatórios mensais, das eventuais alterações ocorridas no número de ações possuídas, no mês antecedente.

**Seção 16 (b):** A fim de reprimir a utilização abusiva de informação que venha a obter o titular de mais de 10% de ações da mesma categoria, o administrador e o alto empregado, em razão da posição que ocupam na empresa, todo o lucro auferido com a recompra ou revenda de suas ações, dentro de seis meses a partir da venda ou da compra anteriormente feita por essas mesmas pessoas, exceção feita aos títulos adquiridos de boa-fé em virtude de transação anteriormente compromissada, deverá reverter e, proveito da sociedade emissora, independente da intenção que porventura tenha impulsionado essas pessoas a realizarem a operação descrita. A ação judicial objetivando esse resultado, a ser proposta segundo os princípios de direito e equidade, compete inicialmente à própria sociedade, mas se essa não a intenta dentro do prazo de 60 dias a contar da data da intimação para tanto, qualquer acionista tem legitimidade, como autêntico substituto processual, para ajuizar a ação *uti singuli*. Prescreverá, porém, essa ação em 2 (dois) anos, contados da realização do lucro. Essa subseção não se aplica ao caso em que as pessoas titulares de mais de 10% de ações não disputavam da posição referida ao tempo da venda e recompra ou da compra e revenda, nem se aplica às hipóteses expressamente excluídas pela SEC, por meio de atos normativos específicos.<sup>49</sup>

---

<sup>48</sup> Ibid.

<sup>49</sup> Ibid. p. 216.

Do exposto e transcrito anteriormente pode-se concluir que: *i)* a recuperação dos lucros obtidos pelo *insider* nas operações descritas abrange as transações realizadas com todos os títulos da companhia; *ii)* a regra traz uma presunção *juris et de jure* do dolo ou de eventual culpa, de modo que a responsabilidade civil do agente não depende de prova da efetiva utilização de informações confidenciais.

Em que pese a responsabilização civil objetiva prevista na referida legislação estadunidense, a norma recebeu muitas críticas não apenas em razão da séria presunção legal que trazia em seu corpo, mas também pelo fato de que tinha alcance bastante limitado, uma vez que só surtia algum efeito dentro do prazo de seis meses e com relação a *insiders* que preenchiam certas condições já mencionadas, excluindo, assim informações obtidas por terceiros.

Tais limitações levaram, então, a SEC a editar a Regra (*Rule*) 10 b-5, dispositivo legal provido de maior amplitude e capacidade para frear, tenazmente, a utilização abusiva de informações confidenciais no mercado de valores mobiliários.

### **2.1.2 – A Regra (*Rule*) 10 b-5, de 1942**

Conforme mencionado, as disposições existentes na Seção 16 (b) do *Securities Exchange Act* eram limitadas, se considerado um propósito maior, de reprimir *in totum* qualquer prática de *insider trading* no mercado de valores mobiliários norte-americano.

Tal norma, segundo Martins Proença<sup>50</sup>, era bastante genérica e não tinha, nem remotamente, a intenção de disciplinar plenamente a questão do *insider trading*, resumindo-se a uma busca pela fixação de um princípio

---

<sup>50</sup> Ibid.

geral do dever de informação e a uma delegação de poder à SEC para, por meio de suas faculdades reguladoras, detalhar quais seriam as hipóteses de atuações antijurídicas no mercado.

De tal sorte, o legislador norte-americano optou por fixar uma proibição genérica de um leque de práticas fraudulentas e de manipulações de preço. Entretanto, ao invés de detalhar cada ato considerado ilícito, optou por delegar tal função à SEC, que, à semelhança da Comissão de Valores Mobiliários, no Brasil, tem poder regulatório sobre as atividades comerciais empreendidas no âmbito do mercado de capitais.

Assim, por meio do *Release* da SEC de nº 34-3.230, de 21 de Maio de 1942, foi editada a Regra (*Rule*) 10 b-5, cujo teor era o seguinte:

**A toda pessoa, que se utiliza dos meios e instrumentos do comércio estadual, do correio ou dos serviços das bolsas nacionais de valores, é vedado:**

- 1) empregar qualquer manobra, esquema ou artifício fraudulentos;
- 2) fazer declarações inexatas sobre fatos importantes, ou deixar de revelá-los, quando esses fatos forem reputados necessários para evitar que as declarações, à luz das circunstâncias em que foram feitas, não sejam enganadoras; ou
- 3) comprometer-se em ato, prática ou negociação que representa ou representaria uma fraude ou burla em relação a qualquer pessoa.<sup>51</sup>

Segundo o professor Barros Leães<sup>52</sup>, a transcrição da tradução da norma acima chama a atenção em dois aspectos. O primeiro deles é o fato de desarticular o conceito legal de *práticas fraudulentas*, anteriormente previsto na Seção 10 (b) do *Securities Exchange Act*, de 1934, em três elementos distintos, a saber: *i*) expediente enganoso; *ii*) declaração inverídica ou omissão; e, *iii*) práticas de negociação dolosas. O segundo aspecto importante da norma, segundo o autor, é que as disposições trazidas em seu corpo (e anteriormente transcritas) foram tratadas como dispositivos disciplinadores ou punitivos, de modo que permitiam à SEC a adoção de

<sup>51</sup> Ibid. p. 221. (grifos nossos)

<sup>52</sup> LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros *apud* PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. Cit.

mecanismos de correção e a aplicação de penalidades, sem qualquer conteúdo compensatório, que era o único objetivo da legislação anterior.

A interpretação do dispositivo legal em comento deve considerar o chamado *princípio da lealdade* na sua acepção mais ampla, de modo que o dever de lealdade não tem ficar adstrito ao âmbito das companhias, mas deve alcançar todo o mercado de valores mobiliários, de sorte que, segundo Martins Proença, a jurisprudência tem interpretado que a regra 10 b-5 de modo a exigir do *insider* que, nos casos em que possuir informação que possa ser relevante, “deve revelá-la ao público, ou, se não puder fazê-lo, deve abster-se de negociar com ações daquela empresa ou de recomendar a terceiros que o façam, enquanto a informação não for divulgada”.<sup>53</sup> Insere-se, então, no ordenamento estadunidense, o importante princípio fundamental do *disclosure or refrain from trading* (revele ou abstenha-se de negociar).

A norma em questão representou um grande avanço para a legislação dos Estados Unidos no que diz respeito à repressão ao *insider trading*, uma vez que coibia sua prática nas mais abrangentes possibilidades.

Consoante lição do emérito jurista, Francisco Antunes Maciel Mussnich:

A instrução 10 b-5 é bem mais extensa em alcance que a Seção 16 (b), porque proíbe qualquer operação, na qual uma parte careça de informação que a outra deveria ter divulgado, abrangendo, portanto, não só operações efetuadas por administradores, mas também operações efetuadas por terceiros vinculados aos administradores, seja qual for a origem do vínculo e ainda a qualquer pessoa física ou jurídica que adquira a informação relevante em virtude de sua proximidade com a companhia.<sup>54</sup>

<sup>53</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. Cit. p. 222.

<sup>54</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A utilização de informações privilegiadas: *insider trading* no Brasil e nos Estados Unidos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n. 34, 1979. p. 31

Com efeito, da leitura do dispositivo legal anteriormente transcrito, observa-se, logo no seu início, que a norma não faz qualquer restrição quanto à qualificação ou referente a condições especiais de eventual *insider*. Ao contrário, dispõe que as vedações esculpidas na referida legislação têm aplicação com relação “a toda pessoa, que se utiliza dos meios e instrumentos do comércio estadual, do correio ou dos serviços das bolsas nacionais de valores”. Assim sendo, como mencionado, a regra 10 b-5 ganhou grossos contornos de efetividade na repressão às práticas de *insider trading* quando atraiu para a esfera da ilegalidade a ação de *qualquer pessoa* que, na posse de informações privilegiadas, transacionasse no mercado de capitais.

Com relação a esse aspecto, alguns casos judiciais tiveram destacada importância na evolução da jurisprudência norte-americana e, conseqüentemente, na forma que passou a ser aplicada a norma em questão.

O primeiro caso de projeção foi o *Candy, Roberts*, que resultou em um julgamento no sentido de que deveriam ser incluídos no conceito de *insiders* terceiras pessoas não vinculadas funcionalmente às companhias, mas que tivessem acesso privilegiado a determinadas informações.

Nessa seara também foi de grande valia para a fixação dos limites em que se combatia o *insider trading* nos Estados Unidos da América o caso *Chiarella vs. United States*, de 1980. No julgamento em primeira instância houve a responsabilização de um empregado de uma empresa gráfica especializada em imprimir documentos financeiros (prospectos), sob a argumentação de que a regra 10 b-5 tinha por finalidade abranger toda e qualquer pessoa, ligada ou não à administração das companhias, que tivesse acesso a informações relevantes desconhecidas do público. Contudo, o *decisum* de primeiro piso foi reformado pela Suprema Corte daquela país, tendo a instância judicial máxima fixado entendimento no sentido de que o



dever de informar, nos termos da regra 10 b-5, não advém do mero acesso a informações confidenciais de mercado, de maneira que foi entendido que o *insider* do mercado não teria os mesmos deveres de informar que o *insider* da empresa.<sup>55</sup>

No tocante ao dever de informar, ressalta Martins Proença<sup>56</sup> que tal obrigação não se encontrada mencionada expressamente no texto da norma. Assim, torna-se evidente, segundo o autor, que para que seja caracterizada a figura do *insider*, necessário é que a informação utilizada tenha, de fato, relevância. Apenas se constatada a importância material da informação deve se analisar se o agente tem o dever de informar.

Sobre essa questão, faz-se mister destacar o caso *SEC vs. Texas Gulf Sulphur Company*, de 1965-1968, de grande repercussão nos Estados Unidos da América. No julgamento da lide foi definido o que seria *material information*, ou seja, quais seriam as informações consideradas, de fato, relevantes para a caracterização do dever de informar ou da eventual prática de *insider trading*. Segundo a sentença prolatada, informação relevante seria aquela levada em conta por um investidor médio no momento de se decidir pela compra, venda ou manutenção de ações, ou que exerce impacto sobre o mercado de capitais. Com isso, se revelava a intenção de se exigir a revelação das informações reputadas necessárias a um investidor médio, de maneira que o habilite a realizar investimentos devidamente cautelosos.<sup>57</sup>

O mencionado aspecto, em que pese ter sido discutido no âmbito do ordenamento jurídico estadunidense, reveste-se de destacada importância no estudo da criminalização do *insider trading* no direito brasileiro, haja

---

<sup>55</sup> EIZIRIK, Nelson. Insider trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. N. 50, São Paulo, 1983.

<sup>56</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. Cit.

<sup>57</sup> Ibid.

vista ser o conceito de *informação relevante* vital para a eventual caracterização de crime contra o mercado de capitais.

### 2.1.3 – A Regra (*Rule*) 14 e-3, de 1982

Em razão da repercussão do já tratado caso *Chiarella vs. United States*, de 1980, com relação a atuação de terceiros que recebem informações relevantes ainda não reveladas ao público, a SEC editou, em 1982 a Regra 14 e-3.

De acordo com Eizirik, tal norma

[...]constitui um desenvolvimento importante na repressão ao *insider trading* por ocasião da mudança de controle de uma companhia. Essa regra dispõe que é ilegal o *tipping* (dar informação – “dicas”) sobre uma oferta pública de aquisição ainda não divulgada, independentemente de resultar ou não o *tipping* em negociações realizadas pelos *tippees* (aqueles que receberam as informações). Até então, era ilegal apenas o *tipping* acompanhado de negociações por parte do *tippee*. Assim, confere-se um caráter absoluto à regra do sigilo por ocasião de uma *tender offer*, podendo o *insider* ser punido, mesmo se aquele que recebeu a informação (o *tippee*) dela não fez uso para negociar efetivamente com ações da companhia ofertada.<sup>58</sup>

Como pode se observar das observações do ilustre professor citado, a referida inovação legislativa, com o propósito de combater mais dura e eficazmente o *insider trading* passou a possibilitar a existência de delitos de perigo abstrato, consubstanciado na mera dica sobre oferta pública ao chamado *tippee*, sem que fosse necessária a superveniência de nenhum resultado danoso para a caracterização da prática ilícita.

---

<sup>58</sup> EIZIRIK, Nelson. Op. Cit. p. 47.

#### 2.1.4 – A recente evolução da Legislação dos Estados Unidos da América

Em que pese a existência de alguns severos dispositivos legais voltados à repressão à prática do *insider trading* já no início da década de 1980, os delitos dessa natureza continuavam sendo a mais comum violação das *Federal Securities Laws*.<sup>59</sup> Diante disso, em 1988 foi editado o *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* (ITSFEA), que representava um novo esforço legislativo no sentido de coibir as transações munidas de informações privilegiadas e outras fraudes.

O principal objetivo do estatuto era o de impor separações claras entre os diversos departamentos existentes em uma instituição financeira, de modo que se procurava evitar que informações sigilosas, envolvidas em um determinado negócio, vazassem para outros setores da empresa. Criava-se, com isso, o que fora chamado de *chinese wall* (muralha chinesa).<sup>60</sup>

Posteriormente, em 10 de agosto de 2000, a SEC editou as regras 10 b5-1 e 10 b5-2, que visavam clarificar alguns aspectos do *insider trading* e anunciar o *Regulamento FD* (*Fair Disclosure*), que se tratava de um novo corpo de normas regulamentares que vedava, às companhias públicas, a seleção do material a ser transmitido a analistas e investidores institucionais antes de ser feita a mesma divulgação para investidores individuais e para o público em geral. Tais normas tinham por objetivo evitar, além da prática *suis generis* do *insider trading*, a divulgação seletiva de informação, que acabava por implicar em graves perdas para os investidores.<sup>61</sup>

Aproximadamente dois anos após a edição da norma anteriormente referida, como uma reação a uma crise de governança corporativa por que

---

<sup>59</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. Cit.

<sup>60</sup> Ibid.

<sup>61</sup> Ibid.

passavam os Estados Unidos da América, o Congresso daquele país aprovou uma nova legislação, denominada *Sarbanes-Oxley Act*, datada de 30 de Julho de 2002, com severas figuras criminosas.

A nova lei, impulsionada pelos escândalos causados pelas fraudes perpetradas no âmbito dos famosos casos das companhias *Enron* e *WorldCom*, tem sido considerada por especialistas como a mais significativa medida de controle de mercados desde a crise das bolsas norte-americanas de 1929.<sup>62</sup>

A norma objetiva enfrentar, principalmente, o aspecto da veracidade das informações prestadas ao mercado.

A premissa adotada é a confiabilidade no mercado, ou seja, a instrumentalização do sistema repressor no sentido de manter nos agentes económicos a expectativa de veracidade acerca das notícias contábeis veiculadas pelas mais diversas empresas. Como consequência imediata, o diploma legislado busca evitar todo e qualquer comportamento que signifique alguma desilusão a estas expectativas. A forma de contenção, por sua vez, não poderia ser outra senão a utilização do Direito Penal *prima ratio*.<sup>63</sup>

Assim, a lei determina, como seu principal mandamento, a responsabilização direta dos administradores pelas informações financeiras transmitidas ao mercado, de modo que estes passam a responder por imprecisões, declarações falsas ou que deixem de representar, de forma precisa, os resultados da empresa. Além disso, o dispositivo legal, com o objetivo de evitar a divulgação de informações privilegiadas ou imprecisas que prejudicariam o mercado, também passa a proibir que empresas de auditoria prestem, ao mesmo tempo, serviços de consultoria e auditoria.

De acordo com Martins Proença, as principais determinações do novo texto legislativo são as seguintes:

---

<sup>62</sup> SILVEIRA, Renato Mello Jorge *apud* NETTO, Alamiro Velludo Salvador. Op. Cit.

<sup>63</sup> Ibid. p. 386.

- a criação de um comitê (PCAOB – *Public Company Accounting Oversight Board*), financiado por companhias abertas mas supervisionado pela SEC, integrado por 5 membros, indicados pela citada agência, com poderes investigativos e disciplinares;
- a proibição da oferta, por parte de auditores aos seus clientes, de diferentes tipos de serviços de consultoria;
- **o aumento para 25 anos da pena máxima por fraude cometida com papéis da companhia;**
- a tipificação de um novo crime, ao qual cominada pena de 20 anos, correspondente às ações de destruir, alterar ou fabricar documentos, durante investigações federais, ou de engendrar qualquer plano ou artifício para fraudar acionistas;
- **a elevação das penalidades aplicáveis a presidentes e diretores financeiros de companhias, responsáveis por resultados falsos ou pela falta de certificação dos relatórios financeiros, que passaram a abranger multas de US\$ 5 milhões e penas de 20 anos de prisão;**
- a exigência de que papéis e *e-mails* dos principais documentos ligados à auditoria dos resultados sejam arquivados e conservados por 5 anos, cominando-se pena de 10 anos de prisão ao responsável pela sua destruição;
- a fixação, em 20 anos de prisão, das penas máximas para fraudes na divulgação e em 10 anos nos casos de fraudes de fundos de pensão;
- a imposição a presidentes e diretores financeiros da obrigação de verificar, pessoalmente, a autenticidade dos resultados financeiros, penalizando-se lucros e bônus, na hipótese de fraude dos resultados;
- a restrição de empréstimos da companhia para executivos em condições privilegiadas;
- a obrigatoriedade da imediata divulgação, pelas companhias, de qualquer alteração material em sua condição financeira;
- a proteção de executivos que denunciam as companhias em que trabalham, tornado mais fácil provar retaliação por parte de seus empregados;
- a proibição de bancos de investimento de retaliarem analistas que criticam seus clientes;
- o depósito das multas aplicadas pela SEC em contas que beneficiem investidores vítimas de fraudes;
- a majoração do orçamento da SEC para US\$ 776 milhões, já para o ano fiscal de 2003;
- o impedimento, das pessoas julgadas por fraudes, de recorrerem a falências pessoais, para se isentarem de responsabilidade.<sup>64</sup>

Da leitura do resumo legislativo acima transcrito, pode-se perceber que é notória a preocupação dos legisladores estadunidenses com a questão do fornecimento de informações claras e verídicas ao mercado, o que importaria em uma sorte de medida profilática do uso de informações privilegiadas por meio do tratamento equânime dos agentes do mercado de capitais.

---

<sup>64</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. Cit. pp. 237/238.

Todavia, é possível se concluir, também, que as ofensas descritas pela legislação incidem sobre a própria administração empresarial, transformando em atos delituosos condutas relacionadas à simples não observância de regras impostas, ou seja, impõe-se, de tal maneira, uma efetiva administrativização dos modelos de imputação penal. Apresenta, assim, a utilização de tipos penais incriminadores de perigo abstrato, desprovidos de qualquer ofensividade, consubstanciados na criminalização da violação dos deveres administrativos impostos a certos agentes do mercado de capitais.

Essa questão também é de crucial importância para o debate acerca da eficácia e da constitucionalidade do crime de uso indevido de informações privilegiadas no Brasil, no que diz respeito a eventual ausência de ofensividade da norma penal incriminadora.<sup>65</sup>

Assim sendo, segundo Joyce Roysen, esses novos tipos penais, trazidos pela novel legislação norte-americana, elevaram a lisura da atividade empresarial à qualidade de bem jurídico penalmente relevante, com o fim de prover maior proteção aos investidores e coibir novas fraudes como as que impulsionaram a edição da citada norma.<sup>66</sup>

---

<sup>65</sup> Sobre esse assunto, remetemos o leitor ao item 4.6 deste trabalho.

<sup>66</sup> ROYSEN, Joyce. Op. Cit.

### **CAPÍTULO 3 – A EVOLUÇÃO DO *INSIDER TRADING* NO DIREITO BRASILEIRO E A IMPORTÂNCIA DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)**

A repressão legal ao *insider trading*, como será exposto adiante, tem ganhado atenção legislativa cada vez mais significativa no cenário brasileiro, muito embora sua gênese legal não seja anterior à metade da década de 1960.

A partir da análise da evolução da legislação pátria sobre a matéria, será possível se concluir que princípios e institutos criados no direito dos Estados Unidos da América tiveram forte influência e consagração no ordenamento jurídico brasileiro. Como exemplo, podem ser citados os princípios, importados daquele país, inerentes aos deveres de diligência (*standart of care*), do dever de lealdade (*duty of loyalty*) e do dever de informar (*disclosure*). Assim, pode-se afirmar que a experiência norte-americana tem exercido forte influência no desdobramento da questão da repressão ao *insider trading* no direito brasileiro, consoante esclarece Martins Proença ao afirmar que “a repressão ao *insider trading* é, destarte corolário natural da adoção do princípio do *disclosure* na regulação do mercado de valores”.<sup>67</sup>

Dentre as normas existentes no direito comparado e no ordenamento pátrio, podemos distinguir, segundo o ensinamento de Eizirik<sup>68</sup>, duas modalidades principais a fim de disciplinar a matéria: *i*) normas preventivas; e *ii*) normas repressivas. A primeira das categorias citadas diz respeito às regras sobre divulgação e disseminação de informações no mercado de capitais, com o objetivo de assegurar a existência da necessária visibilidade às operações do mercado acionário. A segunda modalidade

---

<sup>67</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. Ob. Cit. p. 272.

<sup>68</sup> EZIRIK, Nelson. Op. Cit.

mencionada se destina, basicamente, a proibir a realização do *insider trading*, cominando, aos infratores da norma, sanções cíveis, administrativas e, mais recentemente, criminais.

Antes, porém, de iniciarmos a análise do surgimento e da evolução das leis brasileiras destinadas a tratarem da prevenção e da repressão ao *insider trading*, mister se faz proceder-se a considerações, ainda que brevíssimas, acerca do funcionamento do mercado de capitais e sua regulação pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

### **3.1 – Breve intróito sobre o Mercado de Capitais e sobre a Comissão de Valores Mobiliários (CVM)**

De acordo com o magistério de Valdir Lameira, podemos definir o mercado de capitais não como um organismo, mas apenas como uma associação de idéias, de modo que pode ser descrito como o ambiente do mercado financeiro onde

(...) se concentram operações de longo prazo, ou de prazo indeterminado, com o objetivo de financiamento de um complexo industrial, da compra de máquinas e equipamentos, ou obtenção de sócios ou parcerias para capitalização de empresas já existentes no mercado ou que estejam se construindo.<sup>69</sup>

Assim sendo, o mercado de capitais se compõe das pessoas, naturais e jurídicas, que precisam captar recursos e dos que têm recursos a oferecer. Entre esses agentes de mercado situam-se os intermediários, que são as instituições financeiras em geral, especialmente os bancos de investimento, as sociedades corretoras, as sociedades distribuidoras e os chamados bancos múltiplos.

---

<sup>69</sup> LAMEIRA, Valdir de Jesus *apud* CASTELLAR, João Carlos. Op. Cit. pp. 4/5



É um mercado caracterizado pela liquidez e pelo dinamismo das operações e aplicações, haja vista que os títulos adquiridos podem ser revendidos, a qualquer tempo, mediante a sua oferta no mesmo mercado.<sup>70</sup>

Dentre os agentes que precisam captar recursos nesse *locus*, destacam-se as **sociedades anônimas de capital aberto**, também conhecidas por sociedades de capital ou por ações, que se revestem de especial relevância para o presente estudo, haja vista que é em função de transações de seus títulos no mercado de capitais que podem ser perpetradas práticas de *insider trading*.

Consoante o disposto no artigo 1º da Lei nº 6.404/76, também denominada Lei das Sociedades Anônimas (LSA), que disciplina hodiernamente a matéria, essas sociedades são aquelas cujo capital será “dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas”.<sup>71</sup>

Nas palavras de Fran Martins, tais têm as seguintes características:

- a) divisão do capital em partes, em regra, de igual valor nominal. Essas partes são denominadas ações;
- b) responsabilidade dos sócios limitada apenas ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas, não respondendo, assim, os mesmos, perante terceiros, pelas obrigações assumidas pela sociedade;
- c) livre cessibilidade das ações por parte dos sócios, não afetando à estrutura da sociedade a entrada ou retirada de qualquer sócio;
- d) possibilidade de subscrição do capital social mediante apelo ao público;
- e) uso de uma ‘denominação’ ou ‘nome fantasia’ para o nome comercial, devendo, contudo, a essa denominação serem sempre acrescidas as palavras ‘sociedade anônima’, por extenso ou abreviadamente. A palavra ‘companhia’, antecedendo a denominação social é sinônima da locução ‘sociedade anônima’, sendo, assim, dispensável, quando aquela for empregada;
- f) possibilidade de pertencerem à sociedade menores ou incapazes, sem que esse fato acarrete nulidade para a mesma.<sup>72</sup>

<sup>70</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 10 ed., rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

<sup>71</sup> Artigo 1º da Lei nº 6.404/76.

<sup>72</sup> MARTINS, Fran *apud* CASTELLAR, João Carlos. Op. Cit. pp. 6/7.

Assim, de acordo com o magistério de Tavares Borba, tais sociedades anônimas satisfazem seus objetivos sociais recorrendo ao mercado de capitais através da emissão de ações ou debêntures, além de outros papéis de menor importância, que podem ser genericamente denominados de valores mobiliários. Os referidos títulos são postos e transacionados no mercado por meio de instituições financeiras que, mediante remuneração, obtêm tomadores para os papéis.<sup>73</sup>

Aqui, mister se faz, entre parêntesis, elucidar que a definição de *valores mobiliários* encontra abrigo nos incisos do artigo 2º da Lei nº 6.385/76, que tem a seguinte redação:

**Art. 2º.** São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso I;
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV - as cédulas de debêntures;
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - as notas comerciais;
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
- IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimento advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:

- I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;
- II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

As transações de valores mobiliários citadas anteriormente podem ser feitas nos chamados mercados primário e secundário. Ainda segundo o Tavares Borba, o mercado primário é aquele que se destina a colocação original dos títulos emitidos pelas sociedades e o mercado secundário, por

---

<sup>73</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. Op. Cit.

sua vez, é aquele em que são realizadas revendas desses títulos pelos seus adquirentes anteriores.<sup>74</sup>

Todas essas operações empreendidas no âmbito do mercado de capitais pelas denominadas sociedades anônimas de capital *aberto* estão sujeitas à supervisão e à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, que será melhor analisada no tópico seguinte.

### **3.1.2 – A Comissão de Valores Mobiliários e suas atribuições**

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), é uma autarquia federal, vinculada ao Ministério da Fazenda, a qual são atribuídas funções especificamente relacionadas ao mercado de títulos emitidos pelas sociedades anônimas.

O surgimento da autarquia em comento no Brasil se deu com o advento da lei nº 6.385, de 07 de Dezembro de 1976, que tinha por finalidade dispor sobre o mercado de valores mobiliários e a própria criação da CVM.

Consoante lição do emérito jurista Tavares Borba, a atuação da CVM se encontra adstrita às companhias abertas, uma vez que somente estas podem recorrer ao mercado de capitais, de maneira que é ilegítima toda e qualquer ingerência da autarquia com relação às companhias de capital fechado. Nesse aspecto, única ressalva deve ser feita às sociedades beneficiárias de incentivos fiscais, que, mesmo sendo de capital fechado, encontram-se sujeitas a um registro especial na CVM, conforme instrução nº 265/97, CVM.

---

<sup>74</sup> Ibid.

A lei nº 6.385/76 traz, no seu artigo 8º, rol de atribuições da Comissão de Valores Mobiliários que ostentam destacada importância acerca do estudo do *insider trading*, conforme se observa da sua transcrição, *in verbis*:

Art. 8º - Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

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

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

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

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

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

§ 1º - O disposto neste artigo não exclui a competência das bolsas de valores com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados.

§ 2º - Ressalvado o disposto no Art. 28 a Comissão de Valores Mobiliários guardará sigilo das informações que obtiver, no exercício de seus poderes de fiscalização.

§ 3º - Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá:

I - publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados;

II - convocar, a seu juízo, qualquer pessoa que possa contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas a serem promulgadas.

De acordo com Torquato Avolio:

Ao lado dessas atribuições, a lei ofereceu à Instituição os meios materiais e institucionais necessários ao cumprimento de sua missão, notadamente: o poder normativo, através do qual a CVM regula a atuação dos diversos agentes do mercado; e o poder punitivo que, assegurado o direito de ampla defesa, permite a apenação de quem descumpra as normas baixadas pelo órgão ou de quem pratica atos fraudulentos no mercado.<sup>75</sup>

Assim, de acordo com Tavares Borba, pode-se resumir as funções da CVM nas categorias *registraria, regulamentar e fiscalizadora*.<sup>76</sup>

<sup>75</sup> AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. A Criminalização do *insider trading* no Brasil e seu contributo para a direito penal econômico. *Revista dos Tribunais* n. 850. Disponível em <www.revistasrtonline.com.br>. Acesso em 07 mai. 2010.

<sup>76</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. Op. Cit.

A função registraria pode ser resumida, basicamente, na atribuição dada à CVM para realizar o registro das companhias e os registros de emissão de valores mobiliários.

A função regulamentar, por sua vez, com supedâneo no artigo 8º, inciso I, da Lei nº 6.385/76, envolve a expedição de atos normativos, denominados *instruções*, cuja função é disciplinar as matérias expressamente previstas na referida lei e na lei de sociedade por ações (Lei nº 6.404/76). Importante ressaltar, nesse ponto, que as instruções a que tem a CVM atribuição para expedir se revestem de aguda importância para a análise de elementos normativos do crime de *insider trading*.<sup>77</sup>

Por fim, a função fiscalizadora objetiva coibir abusos, fraudes e práticas não equitativas, além de promover um fluxo permanente e correto de informações aos investidores. Para tanto, a CVM deve se valer de processos administrativo-disciplinares com o fim de apurar e punir administradores, acionistas controladores, intermediários e demais participantes das operações no mercado de valores mobiliárias que tenham agido de maneira incorreta.

Tal função fiscalizadora da autarquia sob comento guarda relevante relação com a abordagem jurídico penal do tema deste trabalho, haja vista que, consoante a dicção do artigo 12 da Lei nº 6.385/76, quando o inquérito administrativo instaurado concluir pela ocorrência de crime de ação pública, deverá a CVM oficiar o Ministério Público a fim de que este avalie a necessidade de propositura da competente ação penal.

---

<sup>77</sup> Sobre essa questão, remetemos o leitor para o próximo capítulo, que trata da análise do crime previsto no artigo 27-D, da Lei nº 6.385/76.

Em que pese a referida determinação legal, é imperioso que se destaque a ressalva anotada por Castellar, segundo quem há possibilidade dos membros da entidade autárquica em análise julgarem os casos sob investigação de acordo com simples indícios e presunções, “ficando desobrigados de fundamentarem seus votos com a exposição de provas concretas, definitivas e legalmente obtidas”.<sup>78</sup>

De tal sorte, é essencial que os casos apurados no âmbito de processo administrativo disciplinar da CVM que gerem eventuais ações penais sejam meticulosamente analisados, sob a ótica da atual dogmática penal. Isso porque para que reste configurada a prática de crimes, faz-se mister a cuidadosa demonstração da adequação do fato praticado a uma figura típica prevista em lei, com perfeita subsunção das circunstâncias fáticas à tipicidade formal da norma penal incriminadora, além da presença da tipicidade material e evidências probatórias lícitamente produzidas.

### **3.2 – A evolução legislativa sobre *insider trading* no Brasil**

Conforme anota Castellar<sup>79</sup>, o primeiro diploma legal existente no Brasil que tratou, ainda que tangencialmente, do tema em estudo foi a Lei nº 4.728/65, que disciplinava o Mercado de Capitais.

O artigo 3º da referida lei dispunha, em seu inciso X, que compete ao Banco Central “fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso”.

Não obstante a norma definir a mencionada atribuição fiscalizatória do Banco Central no tocante a informações não divulgadas ao público, não

---

<sup>78</sup> CASTELLAR, João Carlos. Op. Cit. p. 10.

<sup>79</sup> Ibid.

há no corpo legal sob comento qualquer previsão para punição de eventual infrator da disposição transcrita. Assim, a lei apenas inaugurou a proibição a que se refere no ordenamento jurídico brasileiro, mas não criou nenhuma estrutura fiscalizadora para reprimir ou prevenir a prática que repudiava.

Segundo os ensinamentos do festejado jurista Fábio Konder Comparato<sup>80</sup>, há manifestas insuficiências no dispositivo em questão. Destaca o autor, primeiramente, que para que o Estado se proponha a fiscalizar qualquer ato, mister se faz a existência de normas particulares para disciplinar a matéria, além de uma estrutura fiscalizatória implementada. Todavia, a lei não tratava do assunto. Demais disso, ainda de acordo com o autor, se considerada, no excerto legislativo anteriormente transcrito, a fiscalização do *insider trading* pelo Banco Central, necessário se faria um sistema adequado de sanções para eventuais ações em desconformidade com a norma. Nesse ponto, só se pode encontrar na lei mencionada a disposição do artigo 4º, § 6º, que determina a aplicação das penalidades previstas no Capítulo V da Lei nº 4.595/64, que versa sobre o sistema bancário, completamente inapropriado para a repressão das práticas de *insider trading*.

Ademais, assinala ainda o autor citado que o fenômeno objeto central de estudo do presente trabalho não se confunde com a manipulação de preços, uma vez que o comportamento do *insider* não influi em nada sobre o valor dos títulos negociados.

No mesmo sentido nos presenteia com suas lições o professor Barros Leães, para quem:

A Lei, no entanto, não fornece os parâmetros ou as condições para o exercício

---

<sup>80</sup> COMPARATO, Fábio Konder. *Insider trading*: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 2. São Paulo, 1971.

dessa fiscalização de polícia, dificuldade essa a que se soma a definição de contornos pouco precisos do fato delituoso, sem detalhar sequer quais os atos que podem configurar o privilegiamento de informações. Ademais, de nada adianta incriminar e sancionar condutas genéricas, com sanções de polícia diversas, nem sempre adequadas às hipóteses delituosas, conforme a remissão feita pelo art. 4º, § 6º, da Lei 4.728 ao capítulo X da Lei 4.595/64.<sup>81</sup>

Posteriormente, foi expedida pelo Banco Central a Resolução nº 39/66, que poderia ser vista como um outro dispositivo legal predecessor do *insider trading*. A norma visou determinar o que consistira em manipulação fraudulenta de preços dos valores mobiliários, de modo que estabeleceu em seu artigo 89 o seguinte:

Ressalvado o previsto no artigo 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, (...)

II – seja direta ou indiretamente ligado à sociedade, como diretor, conselheiro, empregado, prestador de serviços ou acionista que influa em seu controle.<sup>82</sup>

Ainda que a norma em comento tenha por finalidade apontar, de maneira mais contundente, as ações consideradas como manipulação fraudulenta de mercado por meio de divulgação de informações, o emérito professor Leães esclarece que:

não se pode entrever aí proibição ao *insider trading*, que é um fenômeno de *nondisclosure*, e nem se confunde com manipulação de preços, pois o comportamento daquele que se utiliza de informações sigilosas não influi no valor dos títulos negociados.<sup>83</sup>

Dois anos após a edição do dispositivo legal, entrou em vigor a Resolução nº 88/68, do Banco Central, cujo objetivo, no tocante à matéria sob análise, foi exigir das companhias

compromisso formal de revelarem, prontamente, ao público, as decisões tomadas pela Diretoria e pela Assembléia Geral com relação a dividendos, os direitos de

<sup>81</sup> LEÃES, Luiz Gastão de Barros. *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982. p. 173.

<sup>82</sup> Artigo 89 da Resolução nº 39/66 do Banco Central do Brasil.

<sup>83</sup> LEÃES, Luiz Gastão de Barros. Op. Cit. p. 173.



subscrição ou outros relevantes que possam afetar os preços dos títulos ou valores mobiliários de sua emissão, ou influenciar as decisões dos investidores.<sup>84</sup>

Com relação à norma referida, apesar de não existir nela nenhuma alusão à proibição do uso de informações sigilosas ou privilegiadas, apenas reforçando o comando do princípio do *disclosure*, anteriormente tratado, pode-se detectar na Resolução em tela a gênese do que hoje é denominado *fato relevante*.

### 3.2.1 – A Lei nº 6.404/76

Como visto, as normas previamente tratadas não chegaram a abordar, diretamente, a questão da proibição do *insider trading*, limitando-se a tangenciar a matéria e a fixar deveres de informação e esboços iniciais do que deveria ser considerado *fato relevante*.

Foi somente com a promulgação da Lei nº 6.404/76, a chamada Lei das Sociedades Anônimas (LSA), que o *insider trading* passa a ser regulado de maneira direta, tanto por meio de disposições legais preventivas quanto repressivas.

A Lei em tela, no seu artigo 157, traz disposições acerca da prevenção do uso indevido de informações privilegiadas ao sacramentar o princípio do *dever de informar*, inspirando-se, como já elucidado, no *duty of disclosure*, oriundo do direito estadunidense.

O referido artigo, originalmente, tinha a seguinte redação:

Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§ 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia geral

---

<sup>84</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. Cit. 276.

ordinária, a pedido de acionistas que representem cinco por cento ou mais do capital social:

- a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;
- b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;
- c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;
- d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;
- e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

§ 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

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

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea "e"), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

Da análise do excerto legislativo acima transcrito, duas questões principais demandam comentários. A primeira delas diz respeito à obrigação, esculpida no § 4º, dos administradores comunicarem à bolsa de valores e comunicarem por meio da imprensa qualquer espécie de ato emitido pela companhia ou mesmo de seus derivativos com o fim de permitir uma investigação eficaz para apurar eventual prática de *insider trading*. A segunda questão se refere à obrigação da companhia de revelar *fatos relevantes*, somente se admitindo exceções na hipótese de tais fatos colocarem em risco interesses legítimos da própria companhia (§ 5º).

Dessarte, percebe-se que, além sacramentar o dever de informar, a lei também passa a se referir a *fatos relevantes* com a finalidade de se evitar a prática do *insider trading*.

Muito embora já se tenha referido à conduta do *insider trading* reiteradas vezes, pois que a sua criminalização ocupa o tema central do presente trabalho, necessário se faz, por ocasião da menção da lei que, pela primeira vez, efetivamente o disciplina, no âmbito cível e administrativo no direito brasileiro, citar sua definição elaborada pelo douto Nelson Eizirik. Segundo o autor, o *insider trading*:

(...) é, simplificada, a utilização de informações relevantes sobre uma companhia, por parte das pessoas que, por força do exercício profissional, estão ‘por dentro’ de seus negócios, para transacionar com suas ações *antes* que tais informações sejam de conhecimento público. Assim, o *insider* ‘compra ou vende no mercado a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações sobre a companhia, que são de seu conhecimento exclusivo.’<sup>85</sup>

Esclarecida a precisa definição do renomado jurista citado, há que se reiterar que a Lei das Sociedades Anônimas consagra deveres primordiais para a positivação da repressão ao *insider trading*, tais como o *dever de informar*, o *dever de diligência* e o *dever de lealdade*, bem como se refere a conceitos importantes para a discussão do tema, a exemplo da necessária definição do que deve ser entendido como *fato relevante* (mencionado no artigo 157, § 4º da referida Lei).

Os aspectos destacados, à exceção do dever de informar, já abordado no presente item, por absolutamente relevantes à análise da contemporânea criminalização do *insider trading* serão tratados, separadamente, nos tópicos a seguir.

### 3.2.1.1 – O dever de diligência

Os artigos 153 e 154, *caput*, da LSA trazem em seu corpo a seguinte redação:

---

<sup>85</sup> EIZIRIK, Nelson *apud* CASTELLAR, João Carlos. Op. Cit. p. 93.

Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.

Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

Trata-se, portanto, consoante ensinamentos de Castellar<sup>86</sup>, do *dever de diligência*, que nada mais é se não a tradução para o português da expressão norte-americana *standart care* e que, junto com o *dever de lealdade*, está intimamente ligado ao conceito de práticas não eqüitativas.

Ainda segundo o referido autor, a expressão *práticas não eqüitativas* serve para designar qualquer comportamento que, de alguma maneira, leva à quebra da confiança necessária para o salutar desenvolvimento das transações no mercado de capitais. O conceito em questão, entretanto, não deve ser atribuído ao magistério do emérito jurista em referência, mas, de acordo com suas próprias lições, é extraído da Instrução CVM nº 8/79, que em seu inciso II, alínea *d* determina que:

II – Para efeitos desta instrução conceitua-se como:

(...)

d) Prática não eqüitativa no mercado de valores mobiliários aquela que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

Assim sendo, o *dever de diligência*, a fim de que possa atender ao conceito de prática eqüitativa deve ser interpretado não apenas como um requisito que impõe ao administrador a necessidade de atuar ativamente e com probidade na liderança da vida corporativa. Segundo Carvalhosa, mais que isso, é necessário que aos atributos mencionados sejam acrescidos “competência profissional específica, traduzida por escolaridade ou

---

<sup>86</sup> CASTELLAR, João Carlos. Op. Cit.

experiência e, se possível, ambas”.<sup>87</sup>

De acordo com o entendimento de Flávia Parente, o *dever de diligência* se desdobra em três outros deveres, a saber, o de *expertise*, o de bem administrar, o de investigar e o dever de vigiar. O primeiro deles se consubstancia na necessidade de o administrador buscar obter a melhor qualificação profissional possível. O segundo consiste na atuação do administrador objetivando a implementação do interesse social, respeitados os limites do objeto social da companhia. O terceiro dos deveres mencionados diz respeito à necessidade dos administradores investigarem as informações que lhes são fornecidas com o fim de verificarem se são verídicas e suficientes ou se precisam ser corrigidas ou complementadas. Por fim, o último dos deveres, de vigiar, se refere à obrigação constante que têm os administradores de monitorarem o desenvolvimento das atividades sociais atinentes à companhia.<sup>88</sup>

### 3.2.1.2 – O dever de lealdade

O artigo 155 da LSA trouxe para o direito brasileiro o chamado *dever de lealdade*, proveniente do sistema legal norte-americano (*standard of loyalty*). Tal dever consiste na obrigação do administrador da companhia em colocar os interesses desta a frente dos seus próprios. Conforme nos esclarece Martins Proença, essa norma inaugura no direito brasileiro medida explicitamente repressora à prática do *insider trading*.

A fim de ilustrar a presente exposição, é importante que se transcreva, a seguir, a redação *originária* do artigo mencionado:

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

<sup>87</sup> CAVARLHOSA, Modesto *apud* CASTELLAR, João Carlos. Op. Cit. p. 96/97.

<sup>88</sup> PARENTE, Flávia *apud* CASTELLAR, João Carlos. Op. Cit.

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

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

§ 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 parágrafos 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.<sup>89</sup>

Da leitura do excerto acima transcrito, especialmente do § 1º, observa-se a expressa determinação legal no sentido de obrigar ao administrador da companhia a guardar sigilo sobre informação substancial que tenha conhecimento em função do cargo que ocupa e que ainda não tenha sido revelada ao público. Além disso, a norma veda, também, a possibilidade do administrador fazer uso dessa informação para obter para si ou para outrem vantagem na negociação de valores mobiliários.

Pode-se afirmar, consoante ensinamentos de Martins Proença, que o dispositivo mencionado explicita verdadeira vedação à prática de *insider trading*, “obrigando, concomitantemente, os administradores a zelar para que informações relevantes, ainda não públicas, não sejam vazadas por meio de terceiros”.<sup>90</sup>

Nessa seara, deve ainda ser destacado o § 3º do artigo 155 da Lei em estudo, uma vez que o dispositivo assegura ao investidor prejudicado o direito de haver dos infratores das normas esculpidas nos §§ 1º e 2º

---

<sup>89</sup> O § 4º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76 foi propositalmente omitido em razão de ter sido acrescentado com a promulgação da Lei nº 10.303/2001, a ser posteriormente analisada.

indenização por eventuais perdas e danos resultantes do desconhecimento da informação relevante e de sua utilização pelos *insiders*.

Merece ainda ser destacado que o artigo de lei em questão deve ser analisado em conjunto com o já mencionado § 4º do artigo 157 da LSA, onde é disposto o chamado *dever de informar* ou *duty of disclosure*, conforme nomenclatura adotada nos Estados Unidos da América.

Juntos, os artigos 155 e 157 da Lei nº 6.404/76, construíram, no entender de Martins Proença<sup>91</sup>, a parti de 1976, a estrutura legal que previne e reprime, ainda que no âmbito societário-administrativo, o *insider trading* no direito brasileiro.

Trata-se, assim, de uma ferramenta fundamental na legislação sobre mercado de capitais, pois:

Se o investidor estiver plenamente informado a respeito de determinada transação poderá, freqüentemente, tomar medidas para se proteger contra fraudes ou operações demasiadamente arrojadas. Ademais, o acesso às informações relevantes é indispensável para a realização de transações honestas. O fornecimento de plenas informações sobre determinada empresa apresenta também conseqüências importantes sobre a conduta de seus dirigentes. A divulgação de conflitos de interesses e de práticas comerciais duvidosas implica naquilo que o Juiz Frankfurter denominou de *prejuízo no status* desses dirigentes. Outro aspecto igualmente importante é que a divulgação dos objetivos e atividades das empresas torna-as expostas à pressão da opinião pública.<sup>92</sup>

### 3.2.1.3 – Fato Relevante

O primeiro dispositivo a se ocupar da definição do que deveria ser considerado *fato relevante* foi, conforme nos ensina Martins Proença<sup>93</sup>, a Instrução CVM nº 31/84<sup>94</sup>. A norma regulamentava, portanto, os artigos

---

<sup>90</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. Cit. p. 279.

<sup>91</sup> Ibid.

<sup>92</sup> MUNDHEIN, Robert H. *Apud* CASTELLAR, João Carlos. Op. Cit. p. 100.

<sup>93</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. Cit. p. 283.

<sup>94</sup> Posteriormente revogada pela Instrução CVM nº 358/2002.

155, § 1º e 157, § 4º, da LSA da seguinte forma:

Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou órgão 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 da emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

O artigo 2º da Instrução em tela, ainda segundo o autor anteriormente citado, determinava que o dever de divulgar ato ou fato relevante deve ser imputado apenas aos administradores da companhia. Esclarece, ainda o doutrinador, que tal artigo atribui a responsabilidade principal de divulgação de ato ou fato relevante ao Diretor de Relações com o Mercado, cargo cuja existência é obrigatória nas companhias abertas.<sup>95</sup>

Todavia, cumpre ressaltar que, consoante a exegese dos artigos 9º a 11 da mencionada Instrução, o *dever de não utilizar a informação privilegiada* não deveria ser imposto apenas aos administradores e acionistas controladores das companhias, mas a toda e qualquer pessoa que, por força de exercício profissional, pudesse obter a informação, e, também, a toda pessoa que tomar ciência de tal dado, desde que saiba se tratar de informação privilegiada ainda não tornada pública.

Posteriormente, a CVM expediu a Instrução nº 358/2002, que revogou a norma anteriormente citada.

No tocante à caracterização de *atos relevantes*, a novel Instrução manteve o entendimento já firmado na anterior, de nº 31/84, repetindo, nos

---

<sup>95</sup> Ibid.



três incisos do seu artigo 2º, o que já havia sido disposta na norma anteriormente analisada.

Demais disso, a exemplo do que também já constava na Instrução precedente, os incisos do Parágrafo Único do artigo 2º dedicam-se a listar vinte e dois exemplos do que deve ser considerado *fato relevante*. Sobre a questão, entretanto, adverte Martins Proença que não se trata de um *numerus clausus*, taxativo, mas apenas exemplificações didáticas de hipóteses em que se constataria a presença de *atos relevantes*.<sup>96</sup>

Seguindo, de igual maneira, o que já havia sido disposto na norma anterior que tratava da mesma matéria, a Instrução CVM nº 358/2002, nos parágrafos e no *caput* de seu artigo terceiro determina que cumpre, primeiramente, ao Diretor de Relações com Investidores a comunicação de ato ou fato relevante à CVM. Além do ocupante do cargo mencionado, também incumbe a citada providência aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária.

Na hipótese de inércia do Diretor de Relações com Investidores, determina a norma, em seu artigo 3º, § 2º, que as pessoas referidas no parágrafo anterior só se eximirão de responsabilidade se comunicarem o ato ou fato relevante à CVM.

Quanto ao aspecto do *fato relevante*, cumpre destacar que a regulamentação de sua caracterização pela Instrução em comento é de vital importância para os debates acerca da criminalização do *insider trading* no Brasil, haja vista que, como se verá no capítulo seguinte, a expressão *informação relevante* é tida como elemento normativo constitutivo do tipo

---

<sup>96</sup> Ibid.

penal, de modo que, para o seu estudo, será necessário nos socorrermos da definição engendrada pela Instrução CVM nº 31/84 e, posteriormente, sacramentada pela de nº 358/2002.

### **3.2.2 – A Lei nº 10.303/2001 e as alterações inseridas nas Leis nºs 6.404/76 e 6.385/76**

Com o advento da Lei nº 10.303/2001, foram realizadas importantes modificações nas Leis já existentes que versavam sobre o *insider trading* e sobre questões a essa prática relacionadas.

A primeira modificação digna de destaca foi a inserção do § 6º no artigo 157 da LSA. Tal dispositivo tem a seguinte redação:

§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia.

Como se pode perceber, a partir de uma leitura atenta do dispositivo legal transcrito, a alteração teve por fim proporcionar ao Estado mais um instrumento com a finalidade de coibir a ocorrência do *insider trading*. Trata-se portanto, de uma norma instrumentalizadora do aparato estatal, uma vez que, de posse de informações acerca das eventuais modificações abordadas na lei, é, no mínimo, facilitada a possibilidade de se detectar eventual conduta ilícita de *insider trading*.

Outra fundamental modificação efetuada pela lei 10.303/2001 na LSA foi a adição do § 4º aos demais já existentes no artigo 155. O novel dispositivo completou os demais mandamentos esculpidos anteriormente no artigo em comento ao estabelecer que:

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.

Consoante se pode observar, a inovação legislativa teve por finalidade ampliar a gama dos possíveis *insiders*, estendendo a vedação societário-administrativa da utilização informação relevante a qualquer pessoa que ela tivesse acesso, endossando, portanto, a orientação que já se fazia presente na revogada Instrução CVM nº 31/84.

Sobre essa matéria, são valiosas as lições de Carvalhosa e Ezirik, que, com o fim de nos mantermos fiéis ao seu magistério, transcrevemos, a seguir, *in verbis*:

Dentro desse entendimento, a Lei n. 10.303/2001 acrescentou § 4º ao artigo 155, o qual dispõe que *qualquer pessoa* estará proibida de praticar o *insider trading*. Ao colocar essa norma no art. 155, a nova lei pressupõe que o *administrador* representa o *tipper*, que transmite ao *tippee* a informação não divulgada. Há sempre uma correlação entre o administrador e o terceiro. Daí estar o novo § 4º adequado à matéria tratada no art. 155.

Assim, por força do novo § 4º do art. 155, o *insider* será, também, a pessoa que, em conluio ou mesmo por negligência do administrador, efetivamente se aproveita das informações privilegiadas para obter ganhos ou evitar prejuízos, mediante a compra e/ou venda precipitada de valores mobiliários de emissão da companhia, os quais, necessariamente, seriam negociados em outras bases ou simplesmente não o seriam se o público investidor tivesse simultaneamente conhecimento dessas mesmas informações.

Além do administrador, caracteriza-se como *insider* qualquer pessoa que, por ação ou omissão, aproveita-se da ação ou da omissão dos administradores, de boa ou má-fé, para operar no mercado, com os valores mobiliários emitidos pela companhia.

Desse modo, será considerada *insider* qualquer pessoa que, em decorrência do *exercício de funções* na sociedade ou mesmo por circunstâncias especiais de acesso à administração da companhia, venha deter, antes dos demais acionistas, investidores ou agentes e operadores do mercado de capitais, informações relevantes, relativas aos negócios e ao estado da companhia.<sup>97</sup>

Em que pese a lei se utilizar da expressão *qualquer pessoa*, é importante que se faça a ressalta que, segundo os autores especialistas na matérias anteriormente citados, há que se ter limites na interpretação do

<sup>97</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Ed. Saraiva, 2002. pp. 322/323

dispositivo legal. Assim, esclarecem os doutos doutrinadores que:

Com efeito, deve haver um *nexo profissional* entre o vazamento das informações e os terceiros, para que estes possam ser considerados *tippees*. Assim, apenas aqueles que em virtude do exercício de uma profissão tenham acesso a essas informações (...) é que serão responsabilizáveis pelo uso dessas informações. Deve haver, ainda, *nexo pessoal* entre o administrador (*tipper*) e os terceiros (*tippees*) que com ele tenham algum contato de natureza profissional ou como controladores.<sup>98</sup>

Como consequência a essas limitações esclarecidas pelos ilustres mestres mencionados, tem-se que, na hipótese de haver conhecimento ocasional da informação por razão que não advenham do exercício profissional ou do controle da informação relevante, não restará configurada a figura do *tippee*. De tal sorte, a título de exemplo, podemos afirmar que não deverá ser considerada como *tippee* uma determinada pessoa que, em uma reunião social, acaba, por acaso, tomando ciência de uma informação relevante sem que guarde qualquer relação profissional ou de controle com a fonte da qual esta emanou. Nessa hipótese caberá, única e tão-somente, a responsabilização do administrador da companhia por não ter tido a diligência e a eficácia necessárias para manter o sigilo pertinente à referida informação.

Além das alterações perpetradas pela Lei nº 10.303/201 à LSA, cumpre, por fim, mencionar, finalmente, ter sido esta a norma responsável pela criminalização do *insider trading* no Brasil.

Tal fato se deu com a inclusão, na Lei nº 6.385/76, do artigo 27-D, no Capítulo VII-B, que trata dos crimes contra o mercado de capitais.

A figura típica em comento recebeu o *nomen juris* de *uso indevido de informação privilegiada* e tem a seguinte redação:

---

<sup>98</sup> Ibid. p. 323.

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

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

Dessa forma, e de acordo com a evolução legislativa anteriormente exposta, foi criminalizada, pela primeira vez, a conduta do *insider trading* no ordenamento jurídico pátrio. Os comentários acerca dessa norma penal incriminadora, no entanto, serão apresentados ao longo do próximo e último capítulo do presente trabalho.

## **CAPÍTULO 4 – O CRIME DE USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA – ART. 27-D, DA LEI Nº 6.385/76**

Consoante exposto anteriormente, a Lei nº 10.303/2001 alterou a Lei nº 6.385/76 para nela incluir o novel Capítulo VII-B, que trata dos crimes contra o mercado de capitais, no qual encontra-se inserido o artigo 27-D, que tem a seguinte redação:

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

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

Tipifica-se, portanto, o crime de *uso indevido de informação privilegiada*, *nomen juris* dado pela legislação em comento para a figura típica que criminaliza o *insider trading* no Brasil.

De acordo com os ensinamentos dos festejados juristas Carvalhosa e Eizirk:

Trata-se do conhecido *insider trading* – utilização de informação privilegiada por parte de quem está “por dentro” –, já há algum tempo reprimido não só na esfera administrativa como também penal no Direito Comparado, e que até agora era apenas tido, entre nós, como ilícito societário e administrativo.

Segundo o entendimento de Fausto De Sanctis, a criminalização do *insider trading* segue uma tendência de se recorrer ao direito penal quando, na inteligência do autor, a repressão propiciada pelo direito administrativo não tem se mostrado suficiente para coibir as práticas ilícitas lesivas à sociedade.<sup>99</sup> De tal sorte, esse recurso ao direito penal se revela, muitas

---

<sup>99</sup> DE SANCTIS, Fausto Martins. *Punibilidade no Sistema Financeiro Nacional*. Campinas: Editora Millenium, 2003.

vezes, dotado de um caráter simbólico, com o fim de satisfazer aos anseios da opinião pública sem que observe, necessariamente, os preceitos garantistas do direito penal, o que acabar por resultar em uma mera normatização excessiva das condutas criminalizadas.

É importante destacar que a redação e a jovialidade da norma penal incriminadora, no entanto, têm suscitado ampla discussão da doutrina no que versa sobre os seus aspectos mais polêmicos.

Assim, os itens a seguir têm como objetivo apresentar e analisar alguns desses aspectos controvertidos sem, contudo, deixar de tentar oferecer alguma contribuição para a clarificação dos debates científico-doutrinários que perpassam a matéria.

#### **4.1 – O bem jurídico tutelado**

A discussão em torno do bem jurídico a que a Lei busca oferecer proteção com a incriminação do *insider trading* tem gerado ampla controvérsia na doutrina. Não é raro encontrarmos posicionamentos diametralmente diferentes em trabalhos acadêmicos específicos sobre o assunto, de modo que não seria forçoso afirmar que o entendimento da questão está longe de ser pacificado.

Em recentíssimo artigo redigido com a finalidade específica de analisar o bem jurídico tutelado nos crimes contra o mercado de capitais, o jurista Leonardo Alonso<sup>100</sup> destacou os principais posicionamentos doutrinários acerca do assunto no ordenamento jurídico pátrio e no direito comparado, sendo eles os seguintes: *i*) a tutela patrimonial dos investidores; *ii*) a tutela da igualdade entre os investidores; *iii*) a tutela dos interesses da

---

<sup>100</sup> ALONSO, Leonardo. O bem jurídico nos crimes contra o mercado de capitais. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. n. 82, 2010. Disponível em <[www.revistasrtonline.com.br](http://www.revistasrtonline.com.br)>. Acesso em 18 Mai 2010.

sociedade emissora; iv) a tutela do correto funcionamento do mercado de valores mobiliários; e, v) a tutela da confiança dos investidores.

Será adotada, nos tópicos seguintes, a divisão sugerida pelo citado mestre com o fim de seja impressa maior didática na truncada questão, sem deixar, entretanto, de apresentar posicionamentos da doutrina que, eventualmente, divirjam dos anteriormente enumerados.

#### **4.1.1 – O bem jurídico enquanto tutela patrimonial dos investidores**

O orientação segundo a qual o bem jurídico tutelado no crimes contra o mercado de capitais e, também, na criminalização do *insider trading* é o patrimônio dos investidores advém, principalmente, do direito dos Estados Unidos da América.

Isso porque, naquele país, a primeira interpretação que se deu à Regra (*Rule*) 10 b-5, da SEC, foi no sentido de se proteger o patrimônio dos investidores ante a quebra de um *dever fiduciário* dos altos funcionários e dos administradores das companhias. Posteriormente, ganhou corpo nos tribunais norte-americanos o entendimento baseado na Teoria da Apropriação Indevida (*Misappropriation Theory*), segundo a qual aquele que utiliza de maneira indevida uma informação privilegiada se apropria indevidamente do dado em relação ao seu proprietário originário. Por fim, voltou a prevalecer na jurisprudência estadunidense a teoria do dever fiduciário, que repousa seus alicerces na proteção dos investidores no mercado de capitais como principal objetivo da criminalização do *insider trading*.<sup>101</sup>

Conforme nos ensina Alonso<sup>102</sup>, diversas críticas foram direcionadas a essa teoria. A principal delas afirma que, na prática, há uma enorme

---

<sup>101</sup> Ibid.



dificuldade de se individualizar os prejuízos causados a cada investidor como consequência da utilização de informação privilegiada por parte de algum agente.

Como é sabido, o mercado de capitais tem as suas negociações caracterizadas, via de regra, pela impessoalidade e pelo anonimato entre as partes, havendo variação nas cotações dos valores mobiliários de acordo com a influência de mercado e com a relação de oferta e demanda. Assim, nesse cenário, torna-se notoriamente difícil se divisar quais poderiam ser os reais prejudicados com a prática do *insider trading*, de maneira que se esvaziaria o propósito da criminalização se baseada nessa premissa.

Além disso, o professor anteriormente referido também esclarece que a proteção penal do mercado de capitais tem caráter mais amplo, de maneira que não pode ser limitada tão-somente à proteção do patrimônio individual do investidor.<sup>103</sup>

#### **4.1.2 – O bem jurídico como tutela da igualdade entre os investidores**

Outra corrente doutrinária de destacada importância é a que defende a tese segundo a qual, ainda centrando seu foco na proteção dos investidores, o bem jurídico tutelado é a garantia da igualdade entre os agentes que investem no mercado de capitais.

Antes, contudo, do prosseguimento da exposição acerca dessa corrente, revela-se necessário tecer breves apontamentos acerca da indispensável limitação à interpretação do conceito de igualdade quando referente à negociação no mercado de valores mobiliários.

Consoante nos ensina Esther Hernández Sainz, o princípio de

---

<sup>102</sup> Ibid.

igualdade dos investidores admite duas interpretações.

O princípio de igualdade dos investidores admite duas interpretações. Em uma concepção muito ampla, a proibição do uso de informação privilegiada seria um mecanismo dirigido a garantir que todos os investidores tivessem o mesmo nível de informação para operar no mercado de valores. Entendido assim, é um princípio irrealizável na prática, dadas as diferenças de meios e conhecimentos que existem entre as diferentes classes de investidores. [...] Em uma concepção mais restrita – que é a seguida majoritariamente na Europa –, o objetivo da proibição dos abusos de informação privilegiada não é a paridade de conhecimentos, mas sim a igualdade no acesso à informação. [...] O objetivo não é uma igualdade de situação, mas uma simples igualdade de oportunidades.<sup>104</sup>  
(tradução livre)

Percebe-se assim, que, no tocante ao livre acesso à participação no mercado, é impossível se garantir a mais completa igualdade entre os investidores. Como nos ensina o próprio senso comum médio, há diferenças inerentes a cada indivíduo, seja na sua formação acadêmica, na sua experiência profissional ou, inclusive, na própria experiência de que desfruta no que versa sobre transações no mercado de capitais.

De tal maneira, o que o bem jurídico da figura típica, para esses doutrinadores, procura proteger é a igualdade de acesso às informações a respeito dos valores mobiliários transacionados no mercado de capitais, de modo que se assegure uma justa igualdade de oportunidade na participação nesse ramo negocial.

Interessante destacar que foi essa a orientação judicial adotada no em um importante julgado nos Estados Unidos da América. No caso SEC vs.

---

<sup>103</sup> Ibid.

<sup>104</sup> HERNÁNDEZ SAINZ, Esther. *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*. Pamplona: Ed. Thomson, 2007. pp. 257-258. No original: *El principio de igualdad de los inversores admite dos interpretaciones. En una concepción muy amplia, la prohibición del uso de información privilegiada sería un mecanismo dirigido a garantizar que todos los inversores tuviesen el mismo grado de información al operar en los mercados de valores. Entendido así, es un principio irrealizable en la práctica, dadas las diferencias de medios y conocimientos que existen entre las distintas clases de inversores. (...) En una concepción más estricta - que es la seguida mayoritariamente en Europa -, el objetivo que garantiza la prohibición de los abusos de información privilegiada no es la paridad de conocimientos, sino la igualdad en el acceso a la información. (...) El objetivo no es una igualdad de situación, sino una simple igualdad de oportunidades.*

*Texas Gulf Sulphur Co.*, já mencionado anteriormente no item 2.1.2, o Tribunal adotou entendimento que estabelecia como finalidade da proibição ao uso de informação privilegiada a garantia de que todos os investidores nos mercados despersonalizados tenham acesso em condições de igualdade à informação relevante.<sup>105</sup>

Seguindo esse posicionamento, tem destacada importância a regra norte americana intitulada *abstain or disclose*, segundo a qual o possuidor de uma informação privilegiada, para que possa realizar qualquer transação com valores mobiliários, deve revelar pública e notoriamente o teor dessa informação a fim de que a coletividade possa ter, devidamente, ciência sobre seus termos. Caso não proceda a tal revelação, deve se abster de negociar no mercado de capitais, sob pena de cometer o delito de *insider trading*.

Assim, de acordo com o raciocínio até aqui exposto, os doutrinadores filiados à corrente que sustenta ser o bem jurídico protegido a igualdade (de acesso) entre os investidores no mercado de capital têm como necessário, à consecução da finalidade da Lei, o amplo acesso à informação.

A já citada autora Esther Hernández Sainz, ao analisar o crime de uso indevido de informação privilegiada, chega a conclusão que a *ratio* do bem jurídico não é evitar uma lesão de igualdade, consistindo o desvalor na utilização da informação relevante em benefício próprio, e não na forma de acesso à informação. De tal maneira, conclui que o bem jurídico protegido na tipificação penal do *insider trading* é, em verdade, a concorrência leal nos mercados de valores mobiliários como forma de vedar o abuso injustificado das ineficiências intrínsecas do mercado.<sup>106</sup>

---

<sup>105</sup> ALONSO, Leonardo. Op. Cit.

<sup>106</sup> HERNÁNDEZ SAINZ, Esther. Op. Cit.

No que diz respeito à questão do acesso à informação, interessante posicionamento nos apresenta Frederico de Lacerda da Costa Pinto, para quem o bem jurídico é a “proteção da função pública da informação enquanto justo critério de distribuição do risco do negócio”<sup>107</sup> no mercado de valores mobiliários. Assim, consoante entendimento do autor, quem pratica o uso indevido de informação privilegiada “agrider não apenas a igualdade entre os investidores, antes subverte as condições de regular funcionamento do mercado e coloca em perigo seus níveis de eficiência”.<sup>108</sup>

Pode se concluir assim, que, na visão do referido autor, o bem jurídico tutelado na modalidade criminosa sob análise é, de fato, a *função pública da informação*. A partir de sua proteção, portanto, alcançar-se-ia o regular funcionamento do mercado de capitais e sua eficiência.

No mesmo sentido se posiciona Fausto De Sanctis, para quem além de se tutelar a função pública da informação, também se protege “a confiança no mercado de valores mobiliários”.<sup>109</sup>

Ainda nesse sentido, deve-se citar, por fim, o entendimento de Carvalhosa e Eizirik, segundo os quais na norma em tela tem como objetivo “tutelar o processo de *disclosure*, ou seja, da ampla e completa divulgação de informações como elemento essencial de proteção aos investidores do mercado de capitais”.<sup>110</sup>

---

<sup>107</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. Crimes Económicos e Mercados Financeiros. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. n. 39. Disponível em <[www.revistasrtonline.com.br](http://www.revistasrtonline.com.br)>. Acesso em 06 Mai 2010.

<sup>108</sup> Ibid.

<sup>109</sup> DE SANCTIS. Fausto Martin. Op. Cit. p. 107.

<sup>110</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. Op. Cit. p. 544.

#### 4.1.3 – O bem jurídico enquanto tutela dos interesses da sociedade emissora

Conforme nos elucida Alonso<sup>111</sup>, há, em doutrina, quem sustente que o bem juridicamente tutelado no crime de uso indevido de informação privilegiada é o interesse das sociedades emissoras de valores mobiliários. Ainda de acordo com o mencionado autor, a corrente que defende tal posicionamento tem raízes na Suíça e alega que:

[...] a criminalização do *insider trading* objetiva proteger, em primeiro lugar, a igualdade de oportunidades dos investidores no mercado, e, em segundo plano, os interesses da empresa emissora, em decorrência de um dever de lealdade que vincula o *insider* – assim considerado aquele que de forma direta ou indireta mantém uma relação de fidúcia com a sociedade emissora – empresa.<sup>112</sup>

Com a devida vênia ao critério do mencionado autor em haver rotulado tal posicionamento como de destaque na doutrina especializada, a tese não parece se sustentar nem mesmo em sua própria formulação.

Como se pode observar da leitura do excerto acima transcrito, os próprios defensores dessa corrente, segundo o citado autor, admitem que a proteção aos interesses da sociedade emissora só se dão secundariamente, de forma mediata. Para tanto, primeiro procura-se proteger a igualdade das oportunidades dos investidores no mercado. Só a partir dessa premissa é que se pode alegar que, reflexamente, os interesses das companhias emissoras de títulos também estariam protegidos.

Entretanto, as críticas não são só essas. Ainda de acordo com Alonso<sup>113</sup>, admitir que o bem juridicamente tutelado seriam os interesses das companhias seria, de outra forma, ignorar a relevância do papel que cumprem os investidores, que, com seus recursos, financiam as insituições emissoras e a própria continuidade do mercado de capitais.

---

<sup>111</sup> ALONSO, Leonardo. Op. Cit.

<sup>112</sup> Ibid.

Ademais, ainda segundo a dicção do autor em referência, a experiência da vida mercantil demonstra que os delitos praticados contra o mercado de capitais muito pouco, ou quase nada, influenciam nas cotações dos papéis negociados no mercado.<sup>114</sup>

#### **4.1.4 – O bem jurídico enquanto tutela do correto funcionamento do mercado de valores mobiliários**

Alguns autores, refutando as teses que privilegiam, principalmente, os interesses patrimoniais individuais dos investidores como bem juridicamente protegido, alegam que a *men legis* da norma penal incriminadora do *insider trading* situa-se no sentido de buscar a proteção do correto funcionamento do mercado de valores mobiliários.

De tal maneira, o bem jurídico em questão, para tal corrente, “pode ser definido como um objeto jurídico *supra* individual difuso que consiste em um correto funcionamento do mercado de valores, caracterizado em concreto pelo princípio de igualdade de oportunidades dos investidores”.<sup>115</sup>

José Leite Filho, em trabalho com objeto de estudo semelhante ao presente, assentou entendimento segundo o qual:

No sistema interno, é a integridade do mercado de valores mobiliários que a norma penal visa a proteger, tanto em razão da consideração acima lançada, como porque, no plano constitucional, é o próprio mercado de valores mobiliários que, no integrar o sistema financeiro – e desempenhar no seu interior a relevante função de financiador da economia e do bem estar social que o crescimento econômico pode alavancar – agrega o valor correspondente à dignidade de tutela penal.<sup>116</sup>

---

<sup>113</sup> Ibid.

<sup>114</sup> Ibid.

<sup>115</sup> MARTINES-BUJÁN PERÉZ, Carlos *apud* CASTELLAR, João Carlos. Op. Cit. p. 105

Posicionando-se no mesmo sentido do mencionado jurista encontra-se a obra de Martins Proença, para quem o “*insider* desestabiliza o mercado, comprometendo-lhe, por conseguinte, a eficiência”.<sup>117</sup>

Em sentido idêntico, pode se destacar a doutrina de Luis Arroyo Zapatero, para quem o bem jurídico que se pretende estabelecer, seja com a vedação legal administrativa, seja com a criminalização da conduta, é o bom funcionamento do mercado de valores no seu propósito de financiamento dos agentes econômicos ou, também, a confiança dos investidores no mercado de valores.<sup>118</sup>

#### 4.1.5 – O bem jurídico enquanto tutela da confiança dos investidores

João Carlos Castellar, em valiosa obra sobre os crimes contra o mercado de capitais, argumenta, em repúdio à corrente anteriormente exposta que

não se pode estender a tutela penal para proteger o funcionamento de uma “entidade abstrata”, como é o chamado mercado de valores mobiliários, ou simplesmente “mercado de capitais”, que não possui sequer uma “estrutura física organizacional”, representando apenas a “denominação global de um conjunto ou fluxo de operações negociais”, que se realizam, basicamente, unindo duas pontas: de um lado os que precisam captar recursos e do outro os que têm recursos a oferecer e desejam investir.

**A tese que defende ser o funcionamento do mercado de valores o bem jurídico que se visa proteger com a incriminação confunde bem jurídico com função [...].**<sup>119</sup>

Para expor seu posicionamento acerca do bem jurídico tutelado no crime em comento e afastar a tese anteriormente aludida, o emérito advogado carioca esclarece que só deve ser reconhecido como bem jurídico o que possa ser reduzido a um ente próprio da pessoa humana. Logo, bem

---

<sup>116</sup> LEITE FILHO, José. Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada ( art. 27-D da Lei 6.385/76). *Revista Brasileira de Ciências Criminas*. n. 60. Disponível em <www.revistasrtonline.com.br>. Acesso em 02 Mai 2010.

<sup>117</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. Op. Cit. p. 320.

<sup>118</sup> CASTELLAR, João Carlos. Op. Cit.

<sup>119</sup> Ibid. p. 105. (grifos nossos)

jurídico só pode ser algo que tenha determinado valor que implique, direta ou indiretamente, em um interesse individual, ainda que tal interesse corresponda a só uma pessoa, ou a uma coletividade, um grupo de pessoas indistinguíveis.<sup>120</sup>

Assim, para o autor, o funcionamento do mercado de capitais não pode ser classificado como bem jurídico, uma vez que, segundo seu entendimento, não se pode afirmar que o regular desenrolar dessa instituição abstrata representa o interesse de um indivíduo ou de uma coletividade.

Afirma, ainda, o doutrinador em comentário, filiando-se a Gomez Iniesta, que o bem jurídico protegido no crime de uso indevido de informação privilegiada é a *confiança dos investidores no mercado de capitais*. Com o fim de elaborar o seu raciocínio, o autor esclarece que somente com a eficaz regulação do mercado de capitais é possível se incutir nos potenciais investidores a confiança necessária para destinar parte do seus patrimônios às transações de valores mobiliários. De tal modo, quando alguém se utiliza de informação privilegiada está traindo a confiança que o grupo de investidores depositou no mercado de capitais ao mesmo tempo em que obtém vantagem econômica em detrimento dos demais.<sup>121</sup>

Na esteira de seu pensamento, encontra-se a teoria de Ali Masloun, para quem:

[...] o bem jurídico objeto da tutela penal no delito de uso indevido de informação privilegiada estará na proteção da *confiança* que deve imperar no mercado de valores mobiliários, pois é este bem que estimula os investidores a aplicarem seus recursos neste mercado, e, concomitantemente, na proteção do patrimônio dos investidores que negociarem com o *insider* desconhecendo determinada informação relevante, pois estes correm o risco de sofrerem diminuição do seu patrimônio em virtude da desvantagem com que operam. Demais disso, não custa repetir que “a confiança é um atributo do ser humano,

---

<sup>120</sup> Ibid.

<sup>121</sup> Ibid.



pois só ele tem a faculdade de avaliar, compreender, ponderar, e julgar, podendo ou não confiar em alguém”.<sup>122</sup>

Concordamos com a tese esposada pelo emérito professor Castellar de que a confiança dos investidores no mercado de capitais é bem jurídico tutelado pela norma penal incriminadora esculpida no artigo 27-D da Lei nº 6.385/76. Ousamos, entretanto, com todas as vênias, discordar parcialmente das razões que motivam o eminente jurista a refutar a tese que afirma ser o correto funcionamento do mercado o objetivo da proteção legal.

Ora, nos parece perfeitamente possível que o funcionamento do mercado de capitais possa ser definido como um interesse pessoal individual ou pertencente a um grupo de pessoas, neste caso, os investidores e potenciais investidores do mercado de valores mobiliário.

Isso por uma razão um tanto quanto lógica. O indivíduo que investe, ou mesmo aquele que pretende investir, lícitamente, em valores mobiliários tem o claro e direto interesse em ver o *locus*, ainda que abstrato, em que se dão suas transações negociais em perfeito funcionamento. Esse correto e escoreito funcionamento do mercado transmite a segurança necessária para que o investidor continue nessa qualidade.

De tal maneira, pode se depreender, a nosso sentir, que há uma mútua relação entre a confiabilidade e o correto funcionamento do mercado. Não se pode negar que não haverá confiança suficiente no mercado de capitais se não forem garantidos os meios para o seu correto funcionamento. Noutro giro, também não se poderá nem mesmo cogitar da existência, quiçá do bom funcionamento do mercado, se não existirem indivíduos inspirados em confiança suficiente para lá investirem e negociarem parcela de seu patrimônio.

---

<sup>122</sup> MASLOUM, Ali *apud* CASTELLAR, João Carlos. Op. Cit. p. 108.

Entendemos, de tal sorte, que a norma penal em referência tutela, imediatamente, a confiança dos investidores do mercado de capitais, até mesmo como meio para sua viabilidade. Assim, a proteção ao correto funcionamento do mercado acaba sendo uma consequência reflexa, ou, como se poderia chamar, um bem jurídico secundariamente protegido pela criminalização do *insider trading* no Brasil.

Importante citar, ainda, o raciocínio dos doutos doutrinadores José Faria da Costa e Maria Elisabete Ramos. Segundo os professores citados, o crime de uso indevido de informação privilegiada tem bem jurídico polifacetado, heterogêneo, representado pela garantia da livre concorrência. Entretanto, para que seja assegurada a livre concorrência, segundo os autores, é preciso que haja uma conjugação entre a confiança e igualdade dos investidores.<sup>123</sup>

Como se vê, embora com conclusões diferentes, os mencionados professores acabam por, também, reconhecer a garantia da confiança no mercado como requisito essencial para, conseqüentemente, se assegurar a livre concorrência.

#### **4.2 – Elemento objetivo do tipo**

De acordo com as didáticas lições de Cezar Roberto Bitencourt, os elementos objetivos do tipo são aqueles que podem ser identificados pela simples constatação sensorial. Vale dizer, são as circunstâncias da figura típica que podem ser entendidas utilizando-se somente a percepção dos sentido, de modo que se referem a objetos, seres, coisas e, também, atos perceptíveis pelos sentidos humanos.<sup>124</sup>

---

<sup>123</sup> COSTA, José de Faria; RAMOS, Maria Elisabete. Op. Cit.

<sup>124</sup> BITENCOURT, Cezar Robert. *Tratado de Direito Penal – Parte Geral*. 9. ed. São Paulo: Ed. Saraiva, 2004.

Partindo dessa orientação, pode-se observar, a partir da leitura do preceito primário da norma penal incriminadora em comento que o núcleo do tipo é, nas palavras de Carvalhosa e Eizirik, “utilizar” a informação privilegiada, negociando, em nome próprio ou de terceiros, com valores mobiliários.<sup>125</sup>

Assim, a utilização a que se refere a norma é no sentido de fazer uso de uma informação privilegiada, ainda não conhecida do público, mediante a negociação de valores mobiliários.

Consoante adverte José Leite Filho, a técnica usada pelo legislador não foi a mais recomendada. Isso porque só faz sentido se cogitar da prática de ilícito penal se a utilização da informação privilegiada se der por meio de *negociação de valores mobiliários*. Nas palavras do referido autor:

A utilização da informação privilegiada somente guarda sentido quando vinculada ao verbo negociar. Em verdade, o núcleo da ação está na negociação com valores mobiliários dispondo – o *insider* – de informação privilegiada, e não na utilização pura e simples desta, que, aliás, pode verificar-se por vários modos.

[...]

O crime apresenta-se, portanto, como de execução vinculada. O processo executório encontra-se narrado no tipo do injusto. Não será qualquer ato de disposição da informação que permitirá a incidência da norma. A utilização da informação relevante ainda não divulgada ao mercado somente adquirirá relevo penal se realizada por meio de negociação com valores mobiliários.<sup>126</sup>

Não é outro o entendimento de Fausto De Sanctis, que nos esclarece que, diferente do Direito Português, que incrimina a simples transmissão de informação considerada relevante a alguém fora do âmbito normal das funções do agente (artigo 278 do Código de Valores Mobiliários português), no Brasil, para que seja configurado o crime em questão, necessário se faz que a utilização da informação relevante se dê quando da negociação de valores mobiliários no mercado de capitais.<sup>127</sup>

---

<sup>125</sup> CARVALHOSA, Modesto; EZIRIK, Nelson. Op. Cit. p. 545.

<sup>126</sup> LEITE FILHO, José. Op. Cit.

<sup>127</sup> DE SANCTIS, Fausto Martin. Op. Cit.

Nos esclarece, ainda, o citado autor<sup>128</sup>, em consonância de opiniões com Leite Filho<sup>129</sup> e Castellar<sup>130</sup>, que não comete crime aquele que, sabendo de informação relevante, deixa de negociar determinado título de valor mobiliário. Isso porque, conforme a dicção legal, é exigido do agente a ação positiva de se utilizar da informação por meio da negociação de valores mobiliários.

Trata-se, portanto, de crime *comissivo próprio*, de maneira que, se o agente for influenciado por qualquer informação privilegiada de que tenha notícia acerca de uma possível elevação nos preços dos papéis que detém e, por isso, resolve deixar de negociar, estará praticando ato atípico para o direito penal.

Da análise do elemento objetivo anteriormente exposto, percebe-se a presença de dois elementos normativos do tipo, quais sejam, *informação privilegiada* e *valores mobiliários*, que serão melhor analisados no item seguinte.

#### **4.3 – Elementos normativos do tipo**

Novamente nos valendo dos sintéticos, porém precisos, ensinamentos de Bitencourt, temos que o elemento normativo é aquele para cuja compreensão não é suficiente o desenvolvimento de uma atividade meramente cognitiva, de modo que é preciso exercer um juízo valorativo. São circunstâncias, pois, que demandam um juízo do valor dos elementos expostos na norma, que podem ser esclarecidos, inclusive, por definições previstas em diplomas legais.

---

<sup>128</sup> Ibid.

<sup>129</sup> LEITE FILHO, José. Op. Cit.

<sup>130</sup> CASTELLAR, João Carlos. Op. Cit.

Na figura típica sob análise, como já referido no tópico imediatamente anterior, destacam-se dois elementos normativos de vital importância para a caracterização do crime de uso indevido de informação privilegiada, a saber, *informação privilegiada* e *valores mobiliários*.

Conforme já referido anteriormente amiúde, o mercado de valores mobiliários se orienta pelo dever de informar ou, como chamam os norte-americanos, pelo *duty of disclosure*, que se consubstancia na imperativa necessidade de divulgação em níveis adequados, qualitativa e quantitativamente, para o público investidor, com base na premissa de que, a partir da informação, o público estará melhor esclarecido para lidar com o risco do investimento.<sup>131</sup>

O dever dos agentes de mercado de informar ganha relevância quando a informação de que têm posse é considerada relevante às transações operadas no mercado de capitais.

O presente trabalho já tratou do assunto no item 3.2.1.3, a qual remetemos a atenção do leitor para uma exposição mais detalhada. Contudo, em que pese o prévio tratamento dado à questão, não é despidendo recordar que, conforme salientam Castellar<sup>132</sup>, Carvalhosa e Eizirik<sup>133</sup>, o artigo 155, § 1º da Lei nº 6.404/76 considera relevante aquela informação “que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão de cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários”.<sup>134</sup>

A Instrução CVM nº 358/2002, por sua vez, esmiuçou o que deve ser considerado informação privilegiada em seu artigo 2º, que tem a seguinte

---

<sup>131</sup> LEITE FILHO, José. Op. Cit.

<sup>132</sup> CASTELLAR, João Carlos. Op. Cit.

<sup>133</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. Op. Cit.

<sup>134</sup> artigo 155, § 1º da Lei nº 6.404/76

redação:

Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

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

I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;

II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;

III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;

IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;

V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;

VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;

VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;

VIII - transformação ou dissolução da companhia;

IX - mudança na composição do patrimônio da companhia;

X - mudança de critérios contábeis;

XI - renegociação de dívidas;

XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;

XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;

XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;

XV - aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas;

XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;

XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;

XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;

XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;

XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;

XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia;

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

Importante que se note, conforme já mencionado no item 3.2.1.3 deste trabalho, que o rol contido no Parágrafo Único do artigo 2º da referida Instrução tem caráter meramente didático e exemplificativo, não esgotando todas as possibilidades do que deve ser considerado informação relevante.

Por assim dizer, é premente que a atenção do intérprete esteja voltada para a definição esculpida no *caput* do artigo 2º e em seus incisos, tendo em vista que é a partir dessa conceituação que se poderá avaliar, no caso concreto, se a informação utilizada é relevante.

É imperioso ainda destacar a valiosa ressalva de Carvalhosa e Eizirik, segundo os quais não basta que a informação seja relevante, nos termos do artigo 155, § 1º, da LSA, c/c artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002, mas também é preciso, por direta determinação legal, que seja *sigilosa*, isto é, não ter sido ainda objeto de divulgação para o público. “Após a divulgação o *insider* pode negociar livremente os títulos, uma vez que não tem qualquer vantagem com relação aos demais participantes do mercado”.<sup>135</sup>

Cumpre ainda ressaltar que o preceito primário da norma penal incriminadora em questão faz expressa referência à informação privilegiada *capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida*. Assim, não é a negociação de valores mobiliários motivada por qualquer informação privilegiada que ensejará o crime previsto no artigo 27-D da Lei nº 6.385/76. Mister se faz que, *além de privilegiada*, a informação tenha, em razão do seu teor, tal importância a ponto de ser *capaz de influenciar* na variação dos preços dos valores mobiliários negociados no mercado de capitais.

---

<sup>135</sup> Ibid. p. 547.

Consoante o magistério de Frederico de Lacerda da Costa Pinto, é preciso que a informação esteja dotada de potencialidade para

influir de, modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia, tal como prevê o artigo 157, § 4º, da Lei nº 6.404/76.<sup>136</sup>

Além da *informação privilegiada*, a norma criminal em comento se utiliza, como já mencionado, do elemento normativo *valores mobiliários*.

De igual sorte, esse aspecto também já foi abordado anteriormente, no item 3.1 do presente trabalho, para o qual endereçamos o leitor. Contudo, não é forçoso relembrar que a definição de *valores mobiliários* se restringe às hipóteses elencadas pelo artigo 2º da Lei nº 6.385/76, que tem a seguinte redação:

**Art. 2º** - São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV - as cédulas de debêntures;
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - as notas comerciais;
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
- IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:

- I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;
- II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

Merece também ser destacado que, diferente da atribuição regulatória da CVM, que, conforme exposto anteriormente, só exerce seu poder de polícia e fiscalização com relação as sociedades anônimas de

---

<sup>136</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. Op. Cit.



capital aberta, o crime em questão não se restringiu a tal limitação.

Como nos ensinam Carvalhosa e Eizirik, a norma que tipifica o crime de uso indevido de informação privilegiada se refere “à utilização de qualquer informação, desde que sigilosa e relevante, na negociação de valores mobiliários”.<sup>137</sup>

Assim, para usar também o exemplo dos notáveis professores:

[...] se um funcionário público, sabendo que será baixada uma regulamentação administrativa que provocará alta generalizada nas ações, negocia no mercado futuro de índices (que são valores mobiliários), está ele cometendo o delito tipificado no art. 27-D.<sup>138</sup>

Por fim, por ainda guardar relação com a matéria ora analisada, faz-se mister ressaltar que a norma penal criminaliza apenas e tão-somente as negociações de *valores mobiliários* embasadas em informações privilegiadas. Portanto, se, eventualmente, o administrador de uma companhia, sabendo da notícia sigilosa de que a empresa irá adquirir vários imóveis em um determinado local, se antecipa e os compra com a finalidade de revendê-los para a S/A com um preço maior, terá praticado fato absolutamente atípico, haja vista não se tratar um imóvel de valor mobiliário.<sup>139</sup>

#### 4.4 – Elemento Subjetivo do Tipo

Pode-se dizer que o aspecto relativo ao elemento subjetivo do tipo não desperta destacadas divergências doutrinárias, sendo majoritariamente aceita a afirmação de Castellar, segundo quem:

O tipo em estudo pressupõe especial fim de agir por parte do agente na obtenção do resultado, verificando-se que a expressão *capaz de proporcionar, para si ou*

<sup>137</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. Op. Cit. p. 547.

<sup>138</sup> Ibid. p. 547.

<sup>139</sup> Ibid.

*para outrem, vantagem indevida*, amplia o aspecto subjetivo do delito.<sup>140</sup>

No mesmo sentido são as lições de Áureo de Paula Natal, para quem há um elemento subjetivo especial do tipo, consubstanciado no especial fim de agir visando a obtenção de obter vantagem indevida para si ou para outrem mediante a negociação de valores mobiliários com base em informação privilegiada.<sup>141</sup>

Diversa, no entanto é a posição de Fausto Martin De Santis, para quem o elemento subjetivo do tipo consiste somente em dolo genérico. Refutando o posicionamento anteriormente explanado, o magistrado paulista afirma que a expressão legal “*para si ou para outrem*” tem a finalidade de, somente, classificar a informação como relevante.<sup>142</sup>

Ousamos discordar do afamado juiz federal tendo em vista que, conforme já analisado, o que classifica a informação como relevante são as disposições normativas presentes no artigo 155, § 1º, da LSA e no artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002. Assim, entendemos, da mesma forma que os autores anteriormente citados que se trata de crime em que se é exigido o especial fim de agir consistente na intenção de se obter vantagem indevida para si ou para outrem.

#### **4.5 – Sujeito ativo e sujeito passivo**

Fausto De Sanctis afirma que o crime em comento pode ser cometido por qualquer pessoa que tome conhecimento de informação privilegiada não divulgada ao público e negocie valores mobiliários. Segundo o autor, não é necessário qualquer requisito específico do sujeito ativo, de modo que não se pode caracterizar a figura típica como um crime

<sup>140</sup> CASTELLAR, João Carlos. Op. Cit. p. 118.

<sup>141</sup> NATAL, Áureo de Paula. *Crimes contra o sistema financeiro nacional e o mercado de capitais*. 4. ed. São Paulo: Ed. Juruá, 2009.

<sup>142</sup> DE SANCTIS, Fausto Martin. Op. Cit.

próprio, que somente pode ser cometido por agentes que possuam qualificações específicas, exigidos pelas circunstâncias da norma penal incriminadora.<sup>143</sup>

Como argumento para fundamentar sua conclusão sobre a questão, o autor afirma que, em que pese a exigência legal no sentido de que o sujeito ativo deve guardar sigilo sobre a informação privilegiada, tal obrigação se tornou um dever para toda e qualquer pessoa que tenha tido acesso a informação reputada como privilegiada por força do que dispõe o § 4º do artigo 155 da LSA.<sup>144</sup>

Ousamos, entretanto, discordar das razões apresentadas pelo referido autor. Na esteira do que esclarece Castellar<sup>145</sup>, Carvalhosa e Eizirik<sup>146</sup>, Avolio<sup>147</sup> e Leite Filho<sup>148</sup>, dentre outros, trata-se de crime próprio, uma vez que a legislação expressamente limita a criminalização da conduta àqueles que têm a obrigação de manter sigilo sobre a informação privilegiada.

Não procede, com a devida vênia, a mencionada afirmação de De Sanctis. Isso porque o § 4º do artigo 155 da LSA, incluído pela Lei nº 10.303/2001, não estende a toda e qualquer pessoa o dever de manter sigilo acerca de eventual informação privilegiada a que tenha tido acesso. Em verdade, o dispositivo legal mencionado teve por fim, conforme já exposto no capítulo anterior, ampliar o rol das pessoas a quem é vedado, no âmbito societário e administrativo, *utilizar* informação relevante ainda não divulgada com a finalidade de auferir vantagem.

---

<sup>143</sup> Ibid.

<sup>144</sup> Ibid.

<sup>145</sup> CASTELLAR, João Carlos. Op. Cit.

<sup>146</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. Op. Cit.

<sup>147</sup> AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. Op. Cit.

<sup>148</sup> LEITE FILHO, José. Op. Cit.

Assim, por obediência ao estrito princípio da legalidade<sup>149</sup>, norteador do direito penal pátrio, os crimes definidos na legislação repressiva brasileira só podem ter a sua autoria atribuída àqueles devidamente alcançados pela específica norma penal incriminadora.

No caso em tela, o artigo 27-D da Lei nº 6.385 estabelece que é vedado “utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e *da qual deva manter sigilo [...]*” Logo, trata-se de crime próprio, só podendo cometê-lo quem a Lei atribuiu o dever de lealdade.

José Leite Filho nos esclarece que, no sistema jurídico pátrio, são atribuídos o dever de lealdade aos seguintes indivíduos:

a) os administradores (art. 155, I e §§); b) os conselheiros e diretores (art. 145); c) os integrantes de órgãos técnicos e consultivos (art. 160); d) os subordinados ou terceiros da confiança dos administradores, designados também por *tipees*, 'que acederam à informação privilegiada por mediação dos *insiders*' (art. 155, § 2.º); e) os membros do conselho fiscal; f) os acionistas controladores e minoritários (art. 22, V, da Lei 6.385/76); g) as pessoas que prestam serviço à companhia e que tenham igualmente por lei dever de sigilo (v. g., advogados, contadores, auditores externos); h) os agentes privados que participam internamente do mercado de capitais (integrantes de distribuidoras e corretoras de valores mobiliários, sociedades de crédito, investimento e financiamento, administradoras de mercado de balcão organizado e bolsas de valores e de mercadorias e futuros); e i) os agentes públicos encarregados da fiscalização do setor (integrantes da CVM ou do CMN, e. g.). Nestes dois últimos exemplos, os agentes podem vir a receber a informação antes do mercado, devendo igualmente lealdade às funções públicas de que se acham investido, bem como dever de sigilo por força da LC 105/2001 (art. 1.º, § 1.º, e incisos).<sup>150</sup>

Assim sendo, somente a esses agentes pode ser atribuído o crime de uso indevido de informação privilegiada, uma vez que são os únicos a quem a Lei destina o dever de lealdade, ou seja a obrigação de guardar sigilo acerca da informação relevante ainda não divulgada.

<sup>149</sup> Artigo 1º do Código Penal: “Não há crime sem lei anterior que o defina. Não há pena sem prévia cominação legal”.

Importante, nessa seara, mencionar, como nos ensina Castellar, que o receptor da informação, ainda que não seja destinatário legal da obrigação de manter sigilo, agirá em concurso com o *insider* (e, portanto, será coautor ou partícipe do crime) se, *consciente* de que está recebendo informação privilegiada, negociar ou ajudar a negociar valores mobiliários (artigo 30 do Código Penal).<sup>151</sup>

Com relação ao sujeito passivo, há entendimento majoritário no sentido de ser este coletivo, representado pela sociedade ou, mais acuradamente, pelo Estado, haja vista haver, neste caso, o predomínio do interesse supra-individual.

Em sentido diverso encontra-se a doutrina de Castellar, para quem os sujeitos passivos do crime sob análise serão todos os que tenham sofrido um prejuízo patrimonial.<sup>152</sup>

#### **4.6 – Da classificação do crime de uso indevido de informação privilegiada**

Questão das mais controvertidas na doutrina situa-se na órbita da discussão sobre a classificação do crime de uso indevido de informação privilegiada no tocante aos efeitos da conduta no bem jurídico tutelado e quanto ao seu resultado naturalístico.

De acordo com Fausto De Sanctis, o caso em tela versa sobre crime “*formal* já que o resultado *vantagem indevida* não é indispensável para a sua consumação, bastando que o sujeito ativo pratique a conduta, ou seja, utilize a informação obtida”.<sup>153</sup>

---

<sup>150</sup> LEITE FILHO, José. Op. Cit.

<sup>151</sup> CASTELLAR, João Carlos. Op. Cit.

<sup>152</sup> Ibid.

<sup>153</sup> DE SANCTIS. Fausto Martin. Op. Cit. 109-110.

Além disso, sustenta também o magistrado paulista que o crime em questão é de perigo abstrato, de modo que:

[...] a tarefa do Ministério Público se restringirá a demonstrar que a conduta foi realizada (utilização, com negociação, da informação relevante), sendo ela capaz de beneficiar o próprio agente ou terceiro [...]. Claro que, se a conduta não for capaz de propiciar a vantagem ao agente ou a terceira pessoa, significa que a informação não era o suficiente importante.<sup>154</sup>

Assim, de acordo com o entendimento do citado autor a expressão *capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida* seria, somente, uma forma de reforçar a necessidade da relevância da informação, sem que isso tenha qualquer implicação no resultado lesivo do delito.

Ousamos, mais uma vez, com todas as vênias, discordar do afamado magistrado paulista. Segundo as valiosas lições do renomado doutrinador Juarez Cirino dos Santos, a diferença entre os crimes de perigo abstrato e de perigo concreto reside no fato de que, nos crimes de perigo concreto a “realização do tipo pressupõe a efetiva produção de perigo para o objeto da ação, de modo que a ausência de lesão do bem jurídico pareça meramente acidental”.<sup>155</sup> O perigo concreto se caracteriza, assim, pela ausência casual do resultado.

Já nos crimes de perigo abstrato, ainda segundo o emérito professor mencionado, a presunção legal do perigo da ação para o objeto de proteção é suficiente para a sua penalização, sem que haja qualquer necessidade de produção e demonstração real de perigo para o bem jurídico protegido.<sup>156</sup>

Com base nessas premissas, analisando-se cuidadosamente a norma incriminadora em tela, chega-se a conclusão de que, em verdade, cuida-se

---

<sup>154</sup> Ibid. 113.

<sup>155</sup> SANTOS, Juarez Cirino dos. *Direito Penal – Parte Geral*. Curitiba: Lumen Juris, 2006. p. 110.

<sup>156</sup> Ibid.

de crime de *perigo concreto*. Isso porque a Lei penal em questão determina que, além de utilizar-se de informação relevante ainda não divulgada ao mercado para negociar valores mobiliários, faz-se mister, para a consumação do *insider trading*, que tal informação seja *capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida*.

Tal expressão legal não veicula apenas mais uma qualificação especial para a informação, sem qualquer consequência para a lesividade do delito em estudo. Como já visto, a questão da relevância da informação é resolvida mediante a análise do que dispõe o artigo 155, § 1º, da LSA e o artigo 2º, da Instrução CVM nº 358/2002.

No entanto, a circunstância especial exigida pela lei determinando que a informação relevante seja *capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida* tem implicação direta no resultado lesivo exigido da conduta para que se configure o ilícito penal. Noutras palavras, pode-se dizer que a exigência da capacidade da informação em gerar vantagem indevida traduz-se no próprio perigo concreto exigido pela norma penal.

Nesse sentido, são as lições de Avolio, para quem “o perigo deve dizer-se concreto, porque obriga o juiz à verificação da sua ocorrência numa determinada negociação com valores mobiliários”.<sup>157</sup>

Demais disso, admitida a mencionada afirmação de De Sanctis, para quem o crime em comento é de perigo abstrato, alguns obstáculos surgirão, ao menos no campo doutrinário, para a efetiva utilização da figura típica em eventual condenação criminal.

Isso porque, de acordo com forte parcela da doutrina contemporânea, os crimes de perigo abstrato não encontram guarida no atual ordenamento

---

<sup>157</sup> AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. Op. Cit.

penal-constitucional brasileiro por violação ao princípio da ofensividade. Tal princípio exige a constatação do *ex post factum* (depois do cometimento do fato) da concreta presença de uma lesão ou de um perigo concreto de lesão ao bem jurídico protegido.<sup>158</sup>

De tal maneira, ao se interpretar delitos em que haja dúvidas quanto a verdadeira exigência da ofensividade orienta Bianchini que:

Particularmente quando o legislador não cumpriu sua tarefa de delinear o tipo penal em termos ofensivos (leia-se: quando ele descumpriu o *nulla Lex sine iniuria*) é que o intérprete e o aplicador da lei devem fazer valer (no caso concreto) o *nullum crimen sine iniuria*.<sup>159</sup>

No mesmo sentido são as elucidativas lições de Luiz Flávio Gomes:

Posicionando-nos como doutrinador afirmamos que materialmente falando não basta que o agente realize a conduta descrita na lei. Para além desse aspecto puramente formal, quando temos como ponto de partida um Direito penal fundado na pena de prisão, que afeta, portanto, de modo incisivo o direito de liberdade, fundamental é que essa conduta (comissiva ou omissiva) venha a ofender (de modo grave) o bem jurídico (relevante) protegido (mediante lesão ou perigo concreto de lesão).

Crime, em suma, é a realização do fato descrito na lei (aspecto formal) mais a conseqüente lesão ou perigo concreto de lesão ao bem jurídico protegido (aspecto material). Não podemos mais nos contentar exclusivamente com o conceito formal do delito (fato adequado à lei). Isso é necessário, porém, insuficiente. O conceito válido, hoje, de delito é o material (lesão ou perigo concreto de lesão ao bem jurídico) que pressupõe o formal (subordinação do fato à letra da lei). [...] A nova doutrina constitucionalista exige sempre também o aspecto material.<sup>160</sup>

Assim sendo, como já referido, se adotado o entendimento de De Sanctis, segundo o qual o *insider trading* é crime de perigo abstrato, há que se considerar a ressalva doutrinária anteriormente exposta no sentido de que tais figuras criminosas não são compatíveis com a atual ordem penal-constitucional.

<sup>158</sup> BIANCHINI, Alice *et al.* *Direito Penal – Introdução e princípios fundamentais*. 2. ed. rev., atual., ampl. São Paulo: Ed. RT., 2009.

<sup>159</sup> *Ibid.* p. 347.



Para Castellar, no entanto, em sentido convergente com o que afirmam Carvalhosa e Eizirik<sup>161</sup>, o crime de *insider trading* conforme previsto na legislação pátria é delito material, de modo que exige a presença de um resultado lesivo a ser demonstrado.<sup>162</sup>

Desse modo, segundo o entendimento do citado autor, para a configuração do crime é necessário que haja o resultado danoso, consubstanciado na obtenção de vantagem indevida por parte daquele que, dolosamente, negocia valores mobiliários com posse de informação relevante. Acrescenta o autor, ainda, que se tal vantagem não for obtida em razão de qualquer circunstância alheia à vontade do agente, o bem jurídico (confiança dos investidores no mercado de capitais) permanecerá violado, de maneira que também restará configurado o crime.<sup>163</sup>

Não se nega a astúcia do respeitado advogado carioca em refutar a tese de crime abstrato, ao argumento de que deve ser evitado ao máximo, devido a insegurança jurídica que causa. Todavia, atrevemo-nos a divergir do posicionamento anteriormente apresentado por duas singelas, porém importantes, razões. A primeira delas guarda relação com o princípio da legalidade (artigo 1º do Código Penal), pois não há na lei qualquer termo que denote a necessidade da efetivação do dano, portanto resultado material, para que o crime seja consumado. Ao revés, como já exposto, a norma penal exige, tão-somente, que a informação seja *capaz* de gerar vantagem econômica indevida e que o agente atue com o *dolo de obter* tal vantagem para si ou para outrem, mas não que a referida vantagem seja, de fato, obtida.

Além disso, a segunda razão diz respeito à questão, já apresentada,

---

<sup>160</sup> GOMES, Luiz Flávio; MOLINA, Antonio García-Pablos de. *Direito penal – Parte Geral*. 2. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Ed. RT, 2009. pp. 127-128.

<sup>161</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. Op. Cit.

<sup>162</sup> CASTELLAR, João Carlos. Op. Cit.

de ser o *insider trading* crime de perigo concreto. Essa hipótese ganha corpo com a própria afirmação da tese do autor em comento, segundo a qual:

Se esta vantagem não for obtida, por qualquer circunstância alheia à vontade do agente, o bem jurídico – *confiança* – permanecerá vulnerado, sem que, contudo, o resultado vantagem patrimonial seja obtido.<sup>164</sup>

Ora, se o crime for material, conforme nos ensina abalizada doutrina, para a sua consumação é indispensável que haja a produção do resultado material, que, no caso, segundo o autor mencionado, seria a obtenção de vantagem indevida. Se material for a classificação do crime e o resultado não for produzido por circunstâncias alheias à vontade do agente, estaremos diante de clássica hipótese de tentativa, conforme dispõe o artigo 14, II, do Código Penal.

Portanto, se, conforme reconhece o próprio autor de quem ousamos discordar, mesmo na ausência de resultado material o crime resta consumado quando o agente se utiliza de informação relevante ainda não revelada ao mercado para, mediante negociação de valores mobiliários, obter vantagem indevida para si ou para outrem, pensamos podermos afirmar que estamos diante de hipótese de crime formal e de perigo concreto e não de resultado material (conseqüentemente, de dano) como aduziu o referido doutrinador.

#### **4.7 – Consumação e tentativa**

De acordo com Castellar<sup>165</sup>, para quem, como visto, a figura típica em comento se trata de um crime material, a consumação do delito se dá com a obtenção de vantagem indevida para si ou para outrem após a

---

<sup>163</sup> Ibid.

<sup>164</sup> Ibid. p. 120.

<sup>165</sup> Ibid.

negociação, motivada por informação relevante e ainda desconhecida do mercado, de valores mobiliários.

Partilham desse entendimento, consoante já mencionado, Carvalhosa e Eizirik<sup>166</sup>, que afirmam ser o delito em questão um crime material. Em assim, sendo, admitem a tentativa criminosa na hipótese em que, o agente, munido de informação relevante desconhecida do público age com o dolo específico de obter vantagem indevida para si ou para outrem e não a obtém por circunstância alheia à sua vontade, como por, exemplo, influências externas do mercado. Nesse caso, restaria configurado, segundo os autores, a tentativa do crime de uso indevido de informação privilegiada.

Também admite a hipótese de tentativa De Sanctis<sup>167</sup>. Isso porque, na visão do referido autor, o crime, apesar de ser formal, só se consuma com a utilização de informação privilegiada mediante a efetiva negociação dos valores mobiliários.

Como dito, ainda no entendimento desse autor, não é necessária a obtenção da vantagem indevida para que o crime possa ser consumado, mas é indispensável que ocorra a negociação dos títulos. Em assim sendo, admissível a tentativa, uma vez que, mesmo dificilmente, tal negociação pode ser frustrada por alguma circunstância alheia à vontade do sujeito ativo.

Posicionamento diverso adota Leite Filho<sup>168</sup>, para quem o crime em comento é de mera conduta e a consideração da vantagem se dá, unicamente, no aspecto potencial. Em assim sendo, não é admitida, segundo o autor, a tentativa, uma vez que basta a realização da conduta descrita no tipo (utilizar informação relevante por meio de negociação de valores

---

<sup>166</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. Op. Cit.

<sup>167</sup> DE SANCTIS, Fausto Martin. Op. Cit.

<sup>168</sup> LEITE FILHO, José. Op. Cit.

mobiliários) que restará consumado o delito.

#### **4.8 – Pena e Ação Penal**

Consoante previsto no preceito secundário da norma em tela, a pena cominada para o crime de uso indevido de informação privilegiada é de 1 (um) a 5 (cinco) anos de reclusão, e multa até três vezes o montante da vantagem indevida eventualmente obtida. Como se vê, o legislador, ao estabelecer os patamares da pena, levou em consideração a lesão patrimonial que poderia ser causada pelo sujeito ativo, uma vez que determinou a pena de multa variável de acordo com hipotética vantagem obtida.

Importante ainda ressaltar que, em função da pena mínima não ultrapassar 1 (um) ano de reclusão, é possível a aplicação ao presente caso da suspensão condicional do processo, nos termos do artigo 89 da Lei nº 9.099/95.

Ademais, por notória ausência de expressa determinação legal em sentido diverso, a Ação Penal é *pública e incondicionada*, conforme determina o artigo 100 do Código Penal. Assim, basta que o membro do Ministério Público tenha ciência de quaisquer fatos que estejam revestidos de indícios mínimos de autoria e materialidade da figura criminosa para que este seja obrigado a oferecer denúncia em face do sujeito ativo.

## CONCLUSÃO

Ao longo do trabalho que ora apresenta seus derradeiros traços tentou-se fazer um estudo a respeito da criminalização do *insider trading* no Brasil.

Para tanto, buscou-se, primeiramente, fazer uma exposição acerca do histórico da criminalidade econômica, demonstrando-se, assim, de que maneira ocorreu o surgimento do Direito Penal Econômico e como a doutrina abalizada trata a matéria na contemporaneidade. Tal abordagem fez-se necessária para que se pudesse chegar à conclusão de que o ramo do direito que cuida dos crimes contra o mercado de capitais é, na verdade, uma espécie de um gênero maior, qual seja, o Direito Penal Econômico.

Posteriormente, passamos à análise do surgimento da legislação *anti insider trading* no direito comparado. A questão tem destacada importância na análise da atualidade da matéria no direito brasileiro em razão de que muitos dos institutos e princípios aqui adotados tiveram clara e inegável inspiração no direito alienígena, especialmente no sistema jurídico dos Estados Unidos da América. Por essa razão, optou-se por fazer uma exposição específica sobre a evolução da legislação norte-americana sobre o tema, com breves inserções a respeito de alguns posicionamentos jurisprudenciais emblemáticos daquele país.

Em capítulo seguinte, demonstrou-se como surgiu a legislação societária e administrativa com fins de reprimir o *insider trading* no direito brasileiro. Nesse contexto, procurou-se destacar os institutos e as normas de importância mais destacada para a abordagem da problemática.

Após esclarecimento sobre as características da proibição societário-administrativa ao *insider trading*, foi abordada a forma como a criminalização dessa prática foi inserida no direito brasileiro.

Assim, fez-se referência à recente Lei nº 10.303/2001, responsável pela introdução o artigo 27-D na Lei nº 6.385/76, que criminalizou a prática do *insider trading* por meio da norma penal incriminadora do *uso indevido de informação privilegiada*.

Procurou-se, então, fazer uma análise razoavelmente detida das características principais do referido tipo penal, buscando-se acentuar os pontos nos quais residem as maiores divergências doutrinárias.

Nessa seara, importante anotar, como feito desde a introdução deste trabalho, que, apesar da norma penal incriminadora sob comento já ter aproximadamente nove anos de existência, a produção doutrinária nacional específica acerca do tema é, ainda, muito incipiente. Demais disso, não há, até hoje, qualquer julgado definitivo dos nossos Tribunais a respeito do crime sob análise.

Assim sendo, o trabalho que ora se finda teve por fim, também, em que pesem as limitações inerentes às características de uma monografia de final de curso de graduação, dar sua contribuição para o entendimento e o desenvolvimento científico acerca do tema.

Nesse aspecto, buscou-se, em momento posterior à apresentação das principais correntes doutrinárias sobre os temas, introduzir os posicionamentos a que chegou o autor após as pesquisas e estudos realizados.

Sobre esse ponto, merecem destaque as conclusões acerca da repulsa ao entendimento de que o crime de uso indevido de informação privilegiada seria delito de perigo abstrato. Demonstrou-se que, consoante entendimento perfilado por relevante parcela da doutrina contemporânea de viés constitucionalista, não se coaduna com a atual ordem constitucional-penal a permissão de punição por força de crimes de perigo meramente abstrato.

Além disso, ressaltou-se que, em razão da redação do preceito primário da norma, deveria o delito em questão ser interpretado como um crime de perigo concreto, haja vista que, para a consumação do ilícito penal, há a necessidade de se praticar a conduta descrita no tipo formal do dispositivo legal e de se demonstrar a real ocorrência de perigo ao bem jurídico protegido.

Outro aspecto que merece destaque nessas linhas finais foi a conclusão acerca do bem jurídico protegido. Buscou-se demonstrar que, em verdade, a lei penal em questão protege imediatamente a *confiabilidade dos investidores no mercado de capitais* para, então, mediamente, assegurar o bom funcionamento de tal mercado. Demonstra-se assim, uma relação de mutualidade entre a necessária inspiração de confiança dos investidores para que o mercado de valores mobiliários possa, não apenas ter um bom funcionamento, mas, também, estar apto a subsistir.

Por fim, deve se revisitar questão das mais importantes para a conclusão dos estudos aqui empreendidos. Como dito já na introdução do presente trabalho e anteriormente mencionado, a Lei 10.303/2001, que trouxe a figura criminosa do *insider trading* para o direito brasileiro, aqui sobrevive há cerca de nove anos.

Contudo, muito embora se reconheça que a referida norma ainda possa ser considerada como recente, ao longo dos anos de sua existência só

se tem notícia do oferecimento de uma única denúncia, em todo o país, sobre transação de valores mobiliários que poderia ter implicado na prática do crime em questão.

Diante da escassez, ou quase inexistência, de processos criminais com o fim de apurar a eventuais práticas de uso indevido de informações privilegiada, pode-se afirmar que tal proibição criminal no Brasil ainda não ganhou encontrou repercussão social relevante, podendo, até mesmo, ser desconhecida por alguns agentes de mercado.

Em que pese ter havido a oferta de apenas uma peça inicial persecutória pelo *Parquet* com a finalidade de se instaurar uma ação penal para apurar e, eventualmente, punir supostos delitos praticados, o mercado de valores mobiliários brasileiros tem sobrevivido com notável desempenho.

Vale destacar que, mesmo durante dias atribuladíssimos para a economia mundial, quando estourou a recente e grave crise do mercado estadunidense provocada pela chamada *bolha* imobiliária norte-americana, o mercado de valores mobiliários brasileiros apresentou desempenho admirável, motivo, inclusive, de diversos elogios públicos e conhecidos à política econômica do governo em curso.

A digressão anteriormente elaborada tem um propósito claro: indicar que, mesmo sem a influência direta da proibição criminosa do *insider trading* no Brasil, haja vista a referida inexistência de repercussão social do delito, o mercado de capitais brasileiro tem inspirado a confiança de seus investidores, que realizam suas operações nesse *locus* abstrato e, mantêm constante o seu correto funcionamento. Tal fato pode ser um sério indicativo de que a criminalização ora sob análise é despicienda, bastando à



proteção do bem jurídico as já existentes normatizações societárias e administrativas.

A resposta encorpada e definitiva a essa hipótese, no entanto, só poderá, s.m.j., ser efetivamente oferecida após um decurso de tempo mais significativo e diante de um arcabouço doutrinário e jurisprudencial brasileiro mais sedimentado sobre o tema.

## BIBLIOGRAFIA

ALONSO, Leonardo. O bem jurídico nos crimes contra o mercado de capitais. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. n. 82, 2010. Disponível em <[www.revistasrtonline.com.br](http://www.revistasrtonline.com.br)>. Acesso em 18 Mai 2010.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas no direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001. 753 p.

AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. A Criminalização do *insider trading* no Brasil e seu contributo para a direito penal econômico. *Revista dos Tribunais* n. 850. Disponível em <[www.revistasrtonline.com.br](http://www.revistasrtonline.com.br)>. Acesso em 07 mai. 2010.

BIANCHINI, Alice *et al.* *Direito Penal – Introdução e princípios fundamentais*. 2. ed. rev., atual., ampl. São Paulo: Ed. RT., 2009. 411 p.

BITENCOURT, Cezar Robert. *Tratado de Direito Penal – Parte Geral*. 9. ed. São Paulo: Ed. Saraiva, 2004. 807 p.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 10 ed., rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. 576 p.

CALLEGARI, André Luís. *Direito penal econômico e lavagem de dinheiro – aspectos criminológicos*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2003. 190 p.

CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os novos crimes corporativos*. Rio de Janeiro: Lúmen Juris, 2008. 141 p.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Ed. Saraiva, 2002. 552 p.

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

COSTA, José de Faria; RAMOS, Maria Elisabete. *O crime de abuso de informação privilegiada*. Coimbra: Coimbra Editora, 2006. 115 p.

DEL CID, Daniel. Uso indevido de informação privilegiada: a (re)descoberta de um novo crime. *Boletim do Instituto Brasileiro de Ciências Criminais*. ano 17. nº 203. Outubro, 2009. 19 p.

DE SANCTIS, Fauto Martins. *Punibilidade no Sistema Financeiro Nacional*. Campinas: Editora Millenium, 2003. 168 p.

D'URSO, Luiz Flávio Borges. Proteção penal dos mercados financeiros: a tipificação do *insider trading*. In: COSTA, José de Faria *et AL* (Org.). *Direito Penal Especial, Processo Penal e Direitos Fundamentais*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. 1215 p.

EIZIRIK, Nelson. Insider trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. N. 50, São Paulo, 1983.

GOMES, Luiz Flávio; MOLINA, Antonio García-Pablos de. *Direito penal – Parte Geral*. 2. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Ed. RT, 2009. 665 p.

GULLO, Roberto Santiago Ferreira. *Direito Penal Econômico*. Rio de Janeiro, Lúmen Juris, 2005. 179 p.

HERNÁNDEZ SAINZ, Esther. *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*. Pamplona: Ed. Thomson, 2007. 889 p.

JALIL, Mauricio Schaun. *Criminalidade Econômica e as novas perspectivas de repressão penal*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. 180 p.

LEÃES, Luiz Gastão de Barros. *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982.

LEITE FILHO, José. Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada ( art. 27-D da Lei 6.385/76). *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. n. 60. Disponível em <[www.revistasrtonline.com.br](http://www.revistasrtonline.com.br)>. Acesso em 02 Mai 2010.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A utilização de informações privilegiadas: *insider trading* no Brasil e nos Estados Unidos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n. 34, 1979.

NATAL, Áureo de Paula. *Crimes contra o sistema financeiro nacional e o mercado de capitais*. 4. ed. São Paulo: Ed. Juruá, 2009. 480 p.

PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. Crimes Econômicos e Mercados Financeiros. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. n. 39. Disponível em <[www.revistasrtonline.com.br](http://www.revistasrtonline.com.br)>. Acesso em 06 Mai 2010.

PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading. Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. 352 p.

REALE JÚNIOR, Miguel. Despenalização no Direito Penal Econômico: Uma terceira via entre o crime e a infração administrativa? *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. n. 28, São Paulo, out/dez, 1999. Disponível em <[www.revistasrtonline.com.br](http://www.revistasrtonline.com.br)> Acesso em 11 mai. 2010.

ROYSEN, Joyce. Histórico da criminalidade econômica. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. São Paulo, n. 42, 2002. Disponível em <[www.revistasrtonline.com.br](http://www.revistasrtonline.com.br)>. Acesso em 07 mai. 2010.

SANTOS, Juarez Cirino dos. *Direito Penal – Parte Geral*. Curitiba: Lumen Juris, 2006. 734 p.

SILVEIRA, Renato de Mello Jorge; NETTO, Alamiro Velludo Salvador. A tutela penal do mercado de capitais e o *Sarbanes-Oxley Act*: novas considerações: In: FILHO, Antonio Ruiz, *et al* (Org.) *Responsabilidade penal na atividade econômico-empresarial*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. 469 p.

SUTHERLAND, Edwin H., *White Collar Criminality*. American Sociological Review, V, fev. 1940.



**NORMAS PARA ELABORAÇÃO E APRESENTAÇÃO DA MONOGRAFIA**  
**JUR 1919**

**ANEXO II**

**A Monografia deve ser entregue até o dia 03 de junho de 2010.**

A presente Monografia, apresentada pelo(a) aluno(a)

FELIPE DRUMOND COUTINHO DE SOUZA

\_\_\_\_\_, poderá ser submetida à exposição e defesa perante a  
Banca Examinadora designada pelo Departamento de Direito da PUC-Rio.

Rio de Janeiro, 08 de junho de 2010.

CARLOS RAYMUNDO CARDOSO

Nome do(a) professor(a) orientador(a)

[Assinatura]  
Assinatura do(a) professor(a) orientador(a)

O(A) autor(a) deste trabalho autoriza o Departamento de Direito da PUC-Rio a divulgá-lo, no todo ou em parte, resguardados os direitos autorais conforme legislação vigente.

Rio de Janeiro, 08 de junho 2010.

[Assinatura]  
Assinatura do(a) aluno(a)